



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

Mediante Métodos de Valoración por Múltiplos

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

**Alumno: Rebeca R. Espinosa
Profesor Guía: Marcelo González**

Santiago, Julio 2020.

AGRADECIMIENTOS

Agradezco principalmente a Dios por darme mas de lo que siempre le pido, ser la guía en mi vida; por darme paciencia y sabiduría para culminar con éxito otra meta propuesta.

A mi familia por brindarme su apoyo incondicional y su voz de aliento a lo largo de estos dos años.

Agradezco a nuestro profesor guía de tesis Marcelo González quien con su experiencia, conocimiento y su paciencia en las retroalimentaciones, ha sido una persona clave para la presentación de este informe. Igualmete a mi compañero de tesis Jesús Mc. Donald por compartir esta experiencia conmigo.

De igual forma agradezco a los todos docentes de la Facultad de Economía y Negocios (FEN) que con su experiencia, conocimiento y apoyo, me motivaron a desarrollarme como persona y profesional en la Universidad de Chile.

TABLA DE CONTENIDO

I. RESUMEN EJECUTIVO	5
II. METODOLOGIA	6
A. Valoración por Múltiplos o Ratios.	6
III. DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA	7
A. Antecedentes.....	7
IV. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA FINANCIERA	11
V. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA	13
VI. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA	14
A. Cálculo de la Deuda Financiera.....	14
B. Patrimonio Económico:	15
C. Valoración económica de la empresa ($V = P + B$).....	16
D. Estructura de Capital Objetiva.....	16
VII. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA	17
A. Costo patrimonial de la Empresa.....	18
1. Costo de la Deuda kb	18
2. Beta de la Deuda (β_b).....	19
3. Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$).....	19
4. Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$).....	19
5. Beta Patrimonial Con deuda ($\beta_p^{C/D}$).....	21
6. Costo Patrimonial (k_p).....	21
VIII. VALORACION DE EMPRESA POR MULTIPLOS	22
A. Valores para la Industria.....	22
1. Múltiplos de Ganancias	22
2. Múltiplos de Valor Libro	23
3. Múltiplos de Ingresos	24
B. Indicadores para la empresa.....	24
C. Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria:	25
IX. CONCLUSIONES.....	27

INDICE DE ILUSTRACIONES Y CUADROS

Ilustración 1. Fortalezas y Debilidades de Banco General, S.A.	8
Gráfica 2 Total de Activos.....	11
Gráfica 3 Cartera Crediticia Total.....	11
Gráfica 4 Cartera de Inversión Total.....	12
Gráfica 5 Cartera Crediticia total.....	12
Ilustración 6 Deuda financiera de Banco General, S.A.	13
Cuadro 7 Bono de más larga duración de Banco General, S.A.	13
Cuadro 8 Deuda Financiera Banco General, S.A.....	14
Cuadro 9 Patrimonio Económico Banco General, S.A.	15
Ilustración 10 Otros Métodos de Valoración	15
Cuadro 11 Valor de la empresa Banco General, S.A.	16
Cuadro 12 Estructura de Capital Objetiva de Banco General, S.A.....	16
Cuadro 13 Supuestos para estimación del costo de capital.....	18
Cuadro 14 Beta de la Acción (Bancolombia)	20
Cuadro 15 Estructura de Capital Objetiva (Bancolombia) 2015-2019	20
Ilustración 16 Método de Valoración por Múltiplos (Bancolombia).....	22
Cuadro 17 Indicadores Banco General al 30 de junio del 2019.....	25
Cuadro 18 Método de Valoración por Múltiplos de Banco General al 30 de junio del 2019.....	25

I. RESUMEN EJECUTIVO

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

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

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

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

II. METODOLOGIA

A. Valoración por Múltiplos o Ratios.

La valoración por múltiplos de empresas comparables se obtiene aplicando ratios a determinadas masas o resultados de la empresa objeto de valoración, y comparándolos con los de otras empresas similares que cotizan, así como de otras que no cotizan si se conoce el valor de transacción de éstas.

Este método compara el valor de determinados índices de la empresa, considerados significativos, con los mismos índices de otras semejantes tratando de buscar las similitudes y diferencias. De esa forma se deduce si la compañía está sobrevalorada o infravalorada.

Los múltiplos tratan el valor de mercado de la empresa objeto de valoración por comparación, bien a lo largo de varios periodos con datos de la propia empresa, o bien con otras semejantes utilizando ratios que varían según el sector al que pertenece. En la mayoría de los casos cuando se inicia una valoración, lo primero que se hace es realizar una valoración relativa, es decir, comparar el activo o pasivo, el ingresos o gastos, los beneficios, o la evolución de cualquiera de los anteriores, con los semejantes del mercado utilizando diferentes factores determinantes del valor del sector en el que opera ésta.

Los múltiplos se pueden referir a la propia historia de la empresa, pueden medirse respecto al mercado y hacer comparaciones respecto al sector. La comparación más adecuada es, precisamente, esta última. El problema más frecuente es la sobrevaloración del sector, porque partiendo de esta base todas las empresas se sobrevaloran.

Para la aplicación de los múltiplos es necesario entender los factores claves que determinan el valor de las acciones de las empresas, tanto de la empresa a valorar como de las empresas elegidas para hacer la comparación. En consecuencia, es necesario conocer el mercado en el que trabaja, las expectativas, la experiencia, la antigüedad, etc.

La información que se utiliza para el cálculo de los múltiplos se obtiene fácilmente de los mercados organizados. En ellos se dispone, en tiempo real y de forma gratuita, del precio de las acciones, del volumen de negociación, de los estudios de analistas sobre las perspectivas para el próximo año, etc. Además, esta información es más fiable, por tener que superar más controles y porque las empresas tienen la obligación de comunicar los datos económicos de forma periódica y estándar.

El método de los múltiplos es un modelo de comparaciones y para su utilización se requiere encontrar

empresas con características homogéneas. Sin embargo, es difícil encontrar negocios con el mismo grado de madurez, que pertenezcan al mismo sector, tengan tamaño semejante, compartan riesgo, tasa de crecimiento, flujos de caja, márgenes, inversiones, perspectivas de futuro, etc. Se acepta, en la mayoría de los casos, una muestra de empresas diferentes de la que se está analizando y no estrictamente comparable, por lo que, al hacer las valoraciones por comparación se han de poner de manifiesto las diferencias encontradas y los métodos utilizados bien sea mediante promedios, bien por uso de modelos de regresión, o cualquier otra técnica. La falta de empresas similares hace que los múltiplos tengan una gran dosis de subjetividad, que incluso, en casos extremos, pueden deformar la valoración por el mal uso y manipulación.

Este método, en lugar de basarse en el balance, toma como referencia la cuenta de resultados de una empresa. Es decir, intentan llegar a una valoración observando los beneficios, ventas, o cualquier otro parámetro de la cuenta de resultados.

III. DESCRIPCION DE LA EMPRESA E INDUSTRIA

A. Antecedentes

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

El banco provee una amplia variedad de servicios financieros principalmente de banca corporativa, hipotecaria, consumo, inversión, seguros, reaseguros, administración de inversiones, fondos de pensiones, jubilaciones y cesantías. Cuenta con una red de oficinas de representación en Colombia, México, El Salvador, Guatemala y Perú. Pertenece a la Nemo Bolsa BGEN0650001299.

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

Principales factores de calificación

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

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

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

- Finanzas Generales, S.A.: arrendamiento financiero y préstamos en Panamá. Esta a su vez cuenta con las subsidiarias:
 - BG Trust, Inc.: administración de fideicomisos en Panamá.
 - Vale General, S.A.: administración y comercialización de vales alimenticios en Panamá.
- BG *Investment Co., Inc.*: corretaje de valores, administración de activos y puesto de bolsa en Panamá.
- General de Seguros, S.A.: seguros y reaseguros en Panamá.
- *Overseas Capital Markets, Inc.*: tenedora de acciones en las islas Caimán. Esta a su vez cuenta con las subsidiarias:
 - Banco General (*Overseas*), Inc.: Banca Internacional en las Islas Caimán.
 - *Commercial Re. Overseas, Ltd*: reaseguro internacional en las Islas Vírgenes Británicas.
- BG Valores, S.A.: corretaje de valores, administración de activos y puesto de bolsa en Panamá.
- Banco General (Costa Rica), S.A.: actividad bancaria en Costa Rica.
- ProFuturo Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantía, S.A.: administradora de fondos de pensiones y jubilaciones, cesantías y de inversiones en Panamá.

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

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

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

Sus mayores accionistas son:

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

EMPRESA DE REFERENCIA

BANCOLOMBIA, S.A.

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

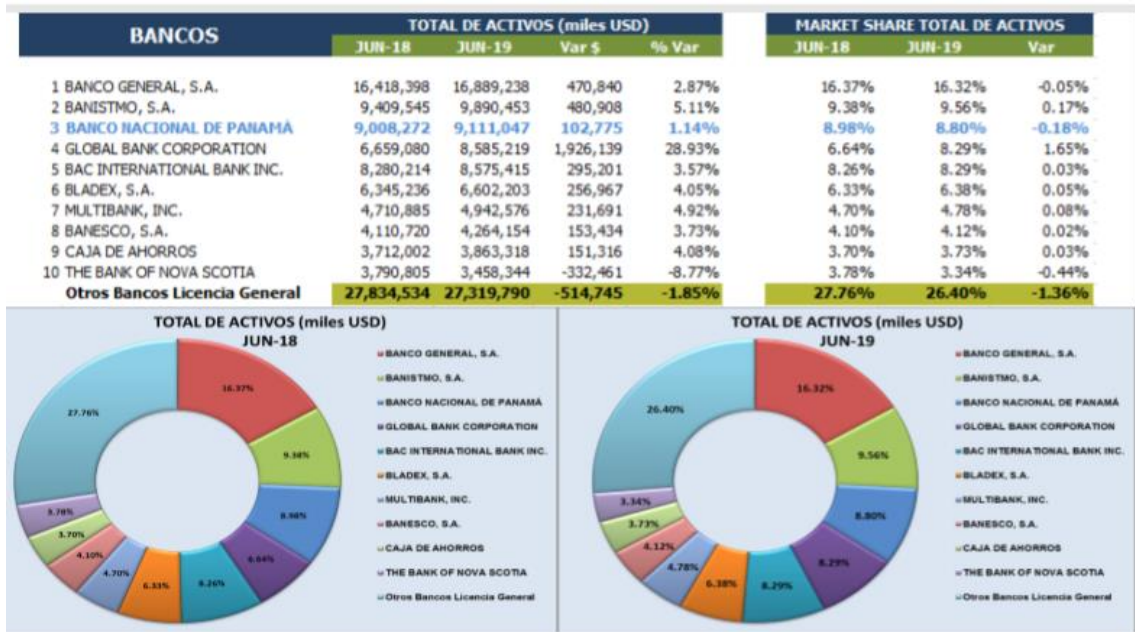
Su principal actividad es prestar servicios bancarios. Ofrece diversos productos bancarios a la clientela nacional e internacional, incluyendo los servicios de cuentas de ahorros, cuentas corrientes, depósitos a plazo fijo, préstamos comerciales y personales, corretaje de valores, créditos documentarios,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

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

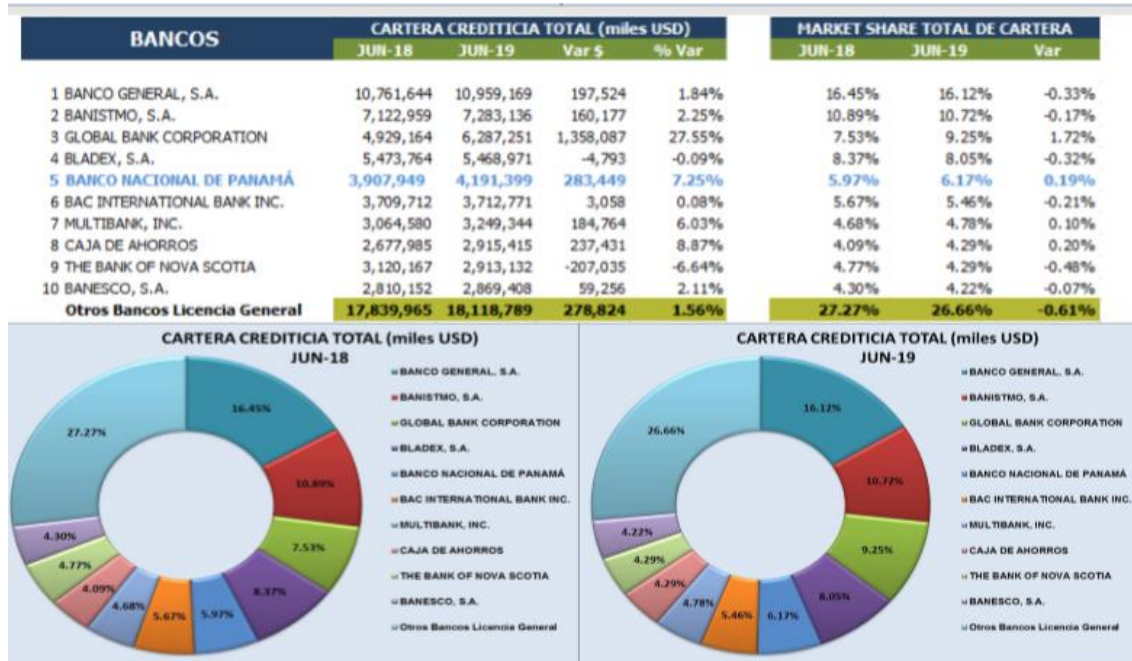
De igual forma evaluamos la posibilidad de incluir como empresa *benchmark* a Banco Aliado que tiene una estructura corporativa igual q BG y comparte el Riesgo / país (PANAMA) sin embargo este banco tampoco cotiza en ningún mercado (lo cual nos impide tener el histórico de precio de acción)

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

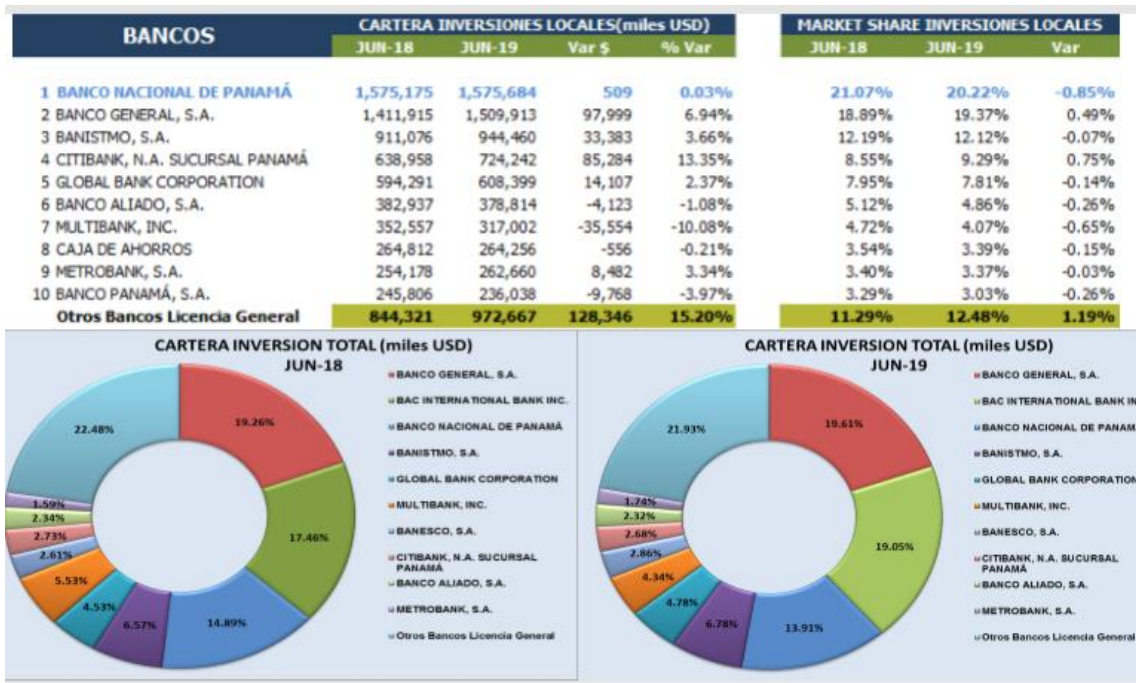
IV. DESCRIPCIÓN DE LA INDUSTRIA FINANCIERA



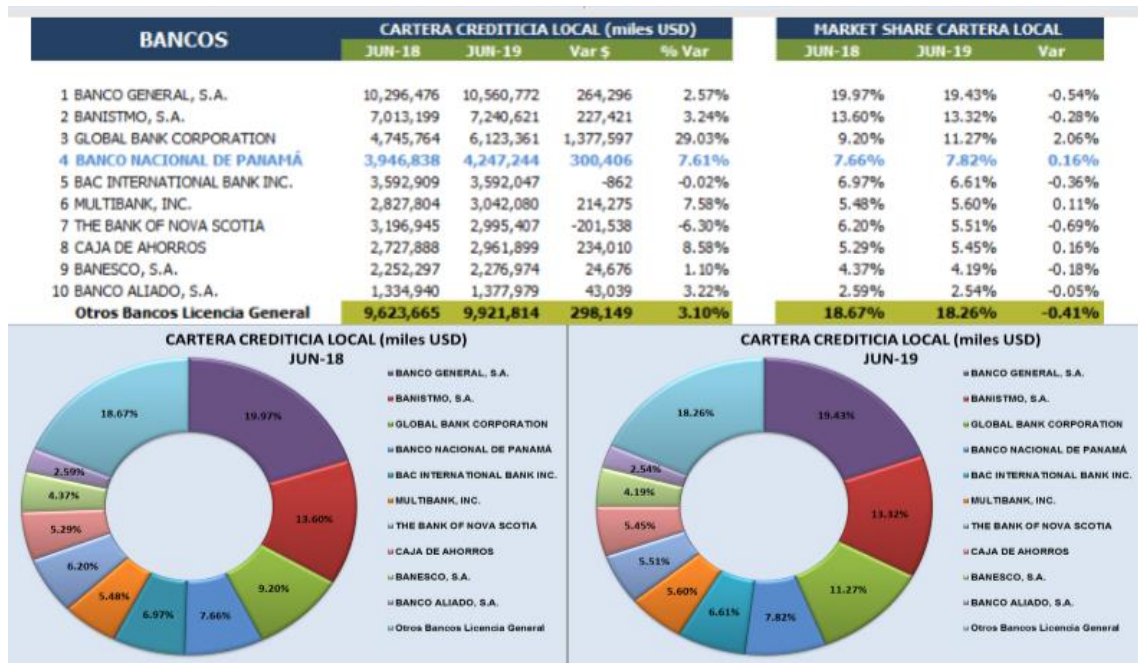
Gráfica 2 Total de Activos



Gráfica 3 Cartera Crediticia Total



Gráfica 4 Cartera de Inversión Total



Gráfica 5 Cartera Crediticia total

V. DESCRIPCIÓN DEL FINANCIAMIENTO DE LA EMPRESA

Banco General, S.A. al 30 de junio de 2019 mantiene los siguientes bonos:

(17) Obligaciones y Colocaciones, Neto

El Banco mantiene bonos y otras obligaciones, neto como sigue:

	30 de junio 2019	31 de diciembre 2018
Bonos corporativos con vencimiento en el año 2019 y tasa de interés anual de 2.75%	0	25,000,000
Bonos corporativos con vencimiento en el año 2021 y tasa de interés Libor 3 meses más un margen	75,000	75,000
Bonos corporativos con vencimiento en el año 2026 y tasa de interés de Libor 3 meses más un margen	2,680,000	2,680,000
Bonos corporativos con vencimiento en el año 2027 y tasa de interés anual de 4.125%	550,000,000	550,000,000

Ilustración 6 Deuda financiera de Banco General, S.A.

	Observaciones
Bono	PAL3021716A3
Nemotécnico	BGEN0650001299A
Fecha de Emisión	01/12/2008
Valor Nominal (VN o D)	250,000,000.00
Moneda	Dólar Americano
Tipo de Colocación	Nacional
Fecha de Vencimiento	01/12/2099
Tipo de Bono	Bullet
Tasa Cupón (kd)	6.50%
Periodicidad	Trimestral
Número de pagos (N)	22
Periodo de Gracia	N/A
Motivo de la Emisión	Deuda Corporativa.
Tasa de colocación o de mercado el día de la emisión (kb)	6.50%
Precio de venta el día de la emisión.	100
Valor de Mercado	105.6

Cuadro 7 Bono de más larga duración de Banco General, S.A.

VI. ESTIMACIÓN DE LA ESTRUCTURA DE CAPITAL DE LA EMPRESA

Para estimar la estructura de capital se han tomado los estados financieros al cierre de los años 2015, 2016, 2017, 2018 y hasta junio del 2019, los mismos corresponden a los consolidados y auditados por KPMG, los cuales fueron tomados directamente de la página web www.bgeneral.com; De igual forma el patrimonio económico de dichos periodos a fin de obtener la estructura de capital objetivo.

A. CÁLCULO DE LA DEUDA FINANCIERA

La deuda financiera de Banco General, S.A. se extrajo de los estados financieros correspondientes:

DEUDA FINANCIERA	2015	2016	2017	2018	2019 30 de junio
+ Préstamos que devengan intereses (corriente)	-	-	-	-	-
+ Otros Pasivos Financieros (corriente)*	8,106,823,643	8,706,375,496	9,009,856,658	9,392,374,959	9,652,115,656
+ Préstamos que devengan intereses (no corriente)	1,375,199,088	1,740,956,204	1,618,700,100	2,040,550,691	1,805,362,209
+ Otros Pasivos Financieros (no corriente)*	438,412,726	427,348,136	1,260,345,108	1,070,435,000	1,045,435,000
= DEUDA FINANCIERA	9,920,435,457	10,874,679,836	11,888,901,866	12,503,360,650	12,502,912,865

Cuadro 8 Deuda Financiera Banco General, S.A.

B. Patrimonio Económico:

El patrimonio económico de Banco General, S.A., se calculó a tomando en cuenta el número de acciones vigentes y precio de mercado de la acción.

	2015	2016	2017	2018	2019
+ Acciones suscritas y Pagadas	9,787,108	9,787,108	9,787,108	9,787,108	9,787,108
+ Precio de Acción	165.63	187.20	209.03	223.26	244.62
+ Cambio en moneda (\$USD)	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
Valor Económico del Patrimonio	1,621,038,698.04	1,832,146,617.60	2,045,799,185.24	2,185,069,732.08	2,394,141,933.18

Cuadro 9 Patrimonio Económico Banco General, S.A.

Se calculó el precio de la acción en base al valor contable en los libros, ya que estas acciones no cotizan en mercado, para esto se divide el patrimonio contable de la empresa entre la cantidad de acciones en circulación; es decir, 9,787,108 acciones en circulación (entre accionistas).

Sin embargo, es importante mencionar que existen otros métodos de valoración:

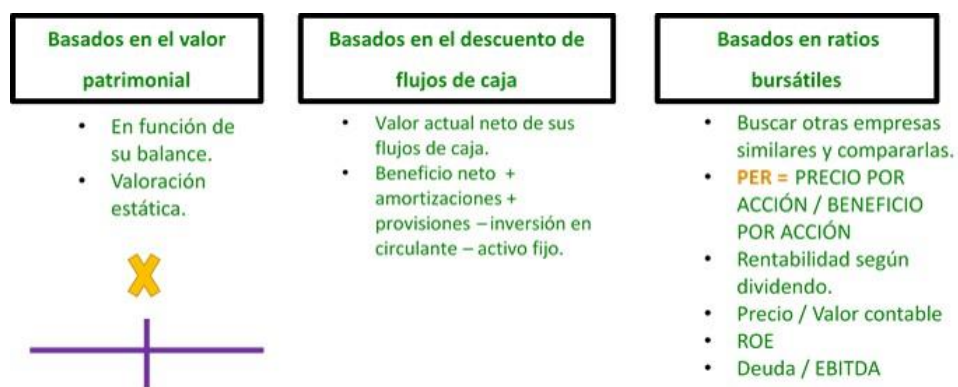


Ilustración 10 Otros Métodos de Valoración

C. Valoración económica de la empresa ($V = P + B$)

	2015	2016	2017	2018	2019
Deuda Financiera	9,920,435,457	10,874,679,836	11,888,901,866	12,503,360,650	12,502,912,865
Valor Económico del Patrimonio	1,621,038,698	1,832,146,618	2,045,799,185	2,185,069,732	2,394,141,933
Valor de Activos	11,541,474,155	12,706,826,454	13,934,701,051	14,688,430,382	14,897,054,798

Cuadro 11 Valor de la empresa Banco General, S.A.

D. Estructura de Capital Objetiva

Luego de obtener el cálculo de la deuda financiera y el patrimonio económico calculamos la estructura de capital para cada uno de los años evaluados, dando como resultado los ratios abajo detallados:

Donde:

B: Deuda Financiera

V: Valor de los activos

P: Patrimonio Económico

CAPITAL OBJETIVO	2015	2016	2017	2018	2019	Promedio
Endeudamiento (B/V)	85.95%	85.58%	85.32%	85.12%	83.93%	85.18%
Patrimonio (P/V)	14.05%	14.42%	14.68%	14.88%	16.07%	14.82%
Deuda a Patrimonio (B/P)	612%	594%	581%	572%	522%	576%

*al 30 de junio 2019.

Cuadro 12 Estructura de Capital Objetiva de Banco General, S.A.

VII. ESTIMACIÓN DEL COSTO PATRIMONIAL DE LA EMPRESA

Metodología para cálculo de los betas:

Para estimar el beta patrimonial de la acción de Banco General, S.A., se descargaron los precios semanales de la acción en la página de Panabolsa (desde 1 Julio de 2015 al 30 Junio de 2019).

Luego de encontrar el beta de cada año (2017, 2018 y 2019) mediante una regresión, se evidencia que ninguno de estos betas es significativo, por lo que se proceda a usar la información de una empresa de referencia.

Comenzaremos definiendo PRM que es la prima por riesgo de mercado (Market Risk Premium). Es la diferencia entre el rendimiento que ofrece un proyecto de inversión con riesgo y otro que no lo tiene.

Por otro lado, K_p es la tasa de rendimiento que requieren los inversionistas. Para realizar la estimación del costo patrimonial utilizaremos la siguiente fórmula:

$$K_p = r_f + PRM * \beta_p^{C/D} + \text{Premio por liquidez}$$

La empresa de referencia es Bancolombia, cuyas acciones se transan en la bolsa de valores de Colombia. Los precios que se usaron fueron los semanales de la acción.

Tomamos como referencia Bancolombia ya que es el mayor banco de capital privado en Colombia, con una amplia oferta de productos y servicios financieros. Orientado a banca personas, pymes y empresa y mantiene presencia en Panamá.

A. Costo patrimonial de la Empresa

Para la estimación del costo de capital de **Banco General, S.A.** se tienen los siguientes supuestos:

Tasa libre de Riesgo (Rf)	4.95% (Tasa en base a los títulos de deuda de Panamá PABONT 2024)
Premio por riesgo de mercado (PRM)	7.47% Correspondiente a Panamá - Fuente: premios por riesgo de mercado provistos por Damodaran.
Tasa de impuesto corporativo promedio (TC)	25% establecida en Panamá.

Cuadro 13 Supuestos para estimación del costo de capital.

1. Costo de la Deuda (k_b)

El costo de la deuda (K_b) es el costo que tiene una empresa para desarrollar su actividad o un proyecto de inversión a través de su financiación en forma de créditos y préstamos o emisión de deuda. Se utiliza el costo efectivo de la deuda después de impuestos.

El costo de la deuda utilizada corresponde a la última YTM registrada al 30 de junio 2019. Para ello, se obtuvo la información financiera desde terminales Bloomberg, y de la BVP.

Para **Banco General** el bono (PAL3021716A3) de más larga duración, cuyo vencimiento es el 01/12/2099, tiene un costo de **6.50%**

2. Beta de la Deuda (β_b)

Se refiere a la TIR del instrumento o la tasa que el mercado le exige a un instrumento con igual clasificación de riesgo. Esta tasa cambia en el tiempo.

Luego de obtener el costo de la deuda 6.50%, utilizaremos la fórmula del CAPM para determinar el beta de la deuda para Banco General que es de 0.21, mediante la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned}Kb &= rf + PRM * \beta d \\6.50\% &= 4.95\% + [7.47\%] * \beta d \\ \beta d &= 0.21\end{aligned}$$

3. Beta de la Acción ($\beta_p^{C/D}$)

El Beta de la acción mide el grado de variabilidad de la rentabilidad de la acción, respecto a la rentabilidad promedio del mercado en el que se negocia. El mismo fue calculado con datos del 1 de julio de 2017 al 30 de junio de 2019, mediante regresión lineal aplicada a la empresa de referencia **Bancolombia, S.A.** por 1.2616

4. Beta Patrimonial Sin Deuda ($\beta_p^{S/D}$)

Luego de desapalancar el beta de la acción de junio de 2017 al 2019, con la estructura de capital promedio, la tasa de impuestos corporativos promedios y el cálculo del costo de la deuda y beta de la deuda.

El beta patrimonial sin deuda fue de 0.91, utilizando la fórmula de Rubinstein (1973). Para esto utilizamos la tasa de impuestos corporativos de Bancolombia en Colombia que es del 33%.

Este cálculo fue mediante la regresión, usando el índice y los precios de **Bancolombia, S.A.** como empresa de referencia.

Una vez realizada la regresión, estos fueron los resultados obtenidos:

	2019
Beta de la Acción	1.2616
P- Value (Significancia)	0
Presencia Bursátil (%)	100%

Cuadro 14 Beta de la Acción (Bancolombia)

De igual forma, calculamos el capital objetivo de Bancolombia en base a los Estados Financieros consolidados.

Cuadro 15 Estructura de Capital Objetiva (Bancolombia) 2015-2019

CAPITAL OBJETIVO	2017	2018	2019	Promedio
Endeudamiento (B/V)	53.74%	55.23%	46.77%	51.00%
Patrimonio (P/V)	46.26%	44.77%	53.23%	49.00%
Deuda a Patrimonio (B/P)	116.18%	123.35%	87.88%	104.09%

*Calculado con datos del 1 de julio de 2017 al 30 de junio de 2019

Costo de la deuda de Bancolombia:

Luego de descargar los estados financieros de Grupo Bancolombia al 30 de junio de 2019 y tomar como referencia el bono con vencimiento más largo (julio de 2026) que corresponde a **7.98%**.

Beta de la Deuda de **Bancolombia:**

$$Kb = rf + (PRM * Bd)$$

$$7.98\% = 4.25\% + (7.82\% * Bd)$$

$$7.98\% - 4.25\% = 7.82\% * Bd$$

$$Bd = 0.477$$

El beta de la acción de Bancolombia correspondiente a los dos últimos años (junio 2017 al 2019) es de **1.2616**, se procede estimar el beta patrimonial sin deuda, usando la estructura de capital promedio y los impuestos corporativos:

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

$$1.2616 = \beta_p^{S/D} [1 + (1 - 33\%) * (104.09\%)] - 0.477 (1 - 33\%) * (104.09\%)$$

$$\beta_p^{S/D} = \mathbf{0.9103}$$

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

Luego de apalancar el beta patrimonial sin deuda con la estructura de capital de la empresa objetivo, estimada previamente y utilizando la tasa de impuestos de largo plazo, se obtiene un beta patrimonial con deuda, de **3.79**

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

$$\beta_p^{C/D} = 0.9103 [1 + (1 - 25\%) * (547.22\%)] - 0.21 (1 - 25\%) * (547.22\%)$$

$$\beta_p^{C/D} = \mathbf{3.79}$$

6. Costo Patrimonial (k_p)

El costo del patrimonio es el costo que exige un inversionista por atender una alternativa de inversión, utilizando el método CAPM estimamos dicha tasa, usando el beta patrimonial con deuda que incluye la estructura de capital objetiva de la empresa, adicional sumamos el premio por liquidez correspondiente a 1.50% y dio como resultado **34.77%**

$$Kp = rf + PRM * \beta_p^{C/D} + \text{Premio por liquidez}$$

$$Kp = 4.95\% + (7.47\% * 3.79) + 1.5\%$$

$$Kp = \mathbf{34.77\%}$$

VIII. VALORACION DE EMPRESA POR MULTIPLOS

A. Valores para la Industria

Con la información obtenida de la empresa de referencia Bancolombia, se procedió a calcular los múltiplos del método:

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 de cada año.

Ilustración 16 Método de Valoración por Múltiplos (Bancolombia)

1. Múltiplos de Ganancias

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

2. Múltiplos de Valor Libro

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

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

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

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

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

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

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

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

3. Múltiplos de Ingresos

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

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

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

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

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

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

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

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

B. Indicadores para la empresa

Una vez identificados los múltiplos de la empresa de referencia, se procedió con el cálculo del método de múltiplos aplicado a Banco General, S.A. al 30 de junio del 2019.

ITEM CONTABLE	2019 (a junio)
UTILIDAD POR ACCIÓN	\$25,07
EBITDA	\$290.649.316
EBIT	\$276.136.783
VALOR LIBRO DEL PATRIMONIO	\$2.394.144.125
VALOR LIBRO DE LA EMPRESA	\$18.775.449.827
VENTAS POR ACCIÓN	54,97
VENTAS	\$538.022.939
No. DE ACCIONES	9.787.108

Cuadro 17 Indicadores Banco General al 30 de junio del 2019

C. Valores de la empresa en base a múltiplos de la Industria:

MÚLTIPLOS	Valor de Empresa	Patrimonio	Precio
<i>Price-earning ratio (precio utilidad) (pe)</i>	-	-	1.241,65
<i>Enterprise value to ebitda (ev/ebitda)</i>	1.475.167.114	1.462.664.201	149,45
<i>Enterprise value to ebit (ev/ebit)</i>	1.596.886.162	1.584.383.249	161,88
<i>Price to book equity (pbv)</i>	-	1.156.714.497	118,19
<i>Value to book ratio</i>	3.272.191.659	3.259.688.746	333,06
<i>Price to sales ratio (ps)</i>	-	2.080.732.623	212,60
<i>Enterprise value to sales ratio (vs)</i>	2.094.373.651	2.081.870.738	212,72

Cuadro 18 Método de Valoración por Múltiplos de Banco General al 30 de junio del 2019

Los resultados obtenidos del método de múltiplos, reflejan como precio de la acción más alto, para Banco General, de \$ 1.241,65 (Ratio precio utilidad) y el valor más bajo de \$ 118,19 (Ratio precio de la acción en libros). Frente a estos valores, se observa que el precio de la acción que más se aproxima al valor determinado a través del método de flujo de caja descontados, es de **\$333,06** (Ratio de valor contable), y un valor de patrimonio de \$ 3.259.688.746.

IX. CONCLUSIONES

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