



Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación
Valuación del Banco Continental
Paraguay

Autor: Natalia Texo Canepa

DNI: 30.984.915

Director de Tesis: Alejandro E. Loizaga

Lugar y Fecha: Asunción, Paraguay, febrero 2023

RESUMEN

El presente trabajo, tiene como objetivo la determinación del valor del paquete accionario del Banco Continental del Paraguay a diciembre de 2021, mediante la utilización de dos métodos de valuación: el método de flujo de fondos libres para los accionistas y el método de valuación de múltiplos por comparables.

Primero se realiza un análisis descriptivo de la economía paraguaya y luego del sistema financiero en el cual el Banco Continental se desempeña, los cuales serán clave para proyectar los estados contables de la entidad y luego los flujos de fondos.

Para el cálculo del valor del paquete accionario del banco, se tuvo en cuenta la evolución financiera y operativa del mismo, así como también se analizaron distintas variables macroeconómicas, tales como inflación, variación del PBI, tasa de devaluación, tasa activa, tasa pasiva, que interfieren directamente en la operatoria de las entidades financieras. El valor obtenido para el paquete accionario de Banco Continental al 31 de diciembre de 2021 fue de Gs 3.121.136 millones, equivalente a USD 458 millones de acuerdo con el tipo de cambio del cierre del periodo Gs/USD 6.816.

Posteriormente se decidió realizar un análisis de sensibilidad sobre algunas de las variables más relevantes del modelo y se concluyó que tanto el PBI como la inflación tienen correlación positiva con el valor del paquete accionario.

Adicionalmente para evaluar la razonabilidad del valor obtenido, a través de la metodología del método de flujo de fondos libres para los accionistas, se procedió al cálculo del valor del paquete accionario a través de la metodología de múltiplos comparables. El valor promedio obtenido fue de Gs. 3.477.119 millones equivalente a USD 510 millones de acuerdo con el tipo de cambio del cierre del periodo Gs/USD 6.816.

CONTENIDO

GLOSARIO	8
1. INTRODUCCIÓN	10
2. CONTEXTO ECONÓMICO Y SISTEMA FINANCIERO PARAGUAYO	11
2.1. ECONOMÍA PARAGUAYA	11
2.2. SISTEMA FINANCIERO PARAGUAYO	14
3. ANÁLISIS FINANCIERO BANCO CONTINENTAL.....	20
3.1 LA EMPRESA.....	20
3.2 NÓMINA DE ACCIONISTAS.....	21
3.3 ANÁLISIS DE LOS ESTADOS CONTABLES	22
4. PROYECCIÓN DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO.....	34
4.1 PBI.....	34
4.2. INFLACIÓN	34
4.3. TIPO DE CAMBIO	35
4.4. TASA DE POLÍTICA MONETARIA.....	35
4.5. SISTEMA FINANCIERO.....	36
5. PROYECCIÓN DEL FLUJO DE FONDO.....	37
5.1. ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL.....	37
5.1.1. ACTIVO	37
5.1.2 PASIVO	41
5.2 ESTADO DE RESULTADO	45
6. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS PROYECTADOS.....	48
6.1 ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL.....	48
6.2. ESTADO DE RESULTADO	51
7. VALUACIÓN.....	54
8. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD	58
9. VALUACIÓN POR MULTIPLOS	59
9.1. PRICE TO EARNINGS.....	59

9.2. PRICE TO BOOK.....	59
10. RESUMEN Y CONCLUSIONES	60
BIOGRAFÍA	62
ANEXO.....	64

CONTENIDO DE GRÁFICOS Y TABLAS

Gráfico N°1 – Inflación acumulada de 12 meses, desde 1995 a 2021.....	11
Gráfico N°2 – Variación porcentual del PBI anual desde 1995 a 2021.....	12
Gráfico N°3 – Devaluación del tipo de cambio, desde 1996 a 2021.....	13
Gráfico N°4 – Monedas de la región frente al USD, desde 2006 a 2021.....	13
Gráfico N°5 – Participación de bancos y financieras	15
Gráfico N°6 – Depósitos sobre PBI, datos a marzo 2021.....	16
Gráfico N°7 – Evolución de los depósitos bancarios respecto al PBI, expresados en millones de dólares.....	16
Gráfico N°8 – Créditos sobre PBI, datos a marzo 2021	17
Gráfico N°9 – Evolución de los créditos bancarios respecto al PBI, expresados en millones de dólares.....	17
Tabla N°1 - Posicionamiento de los principales Bancos de Paraguay, expresado en millones de Gs.....	18
Gráfico N°10 – Indicadores de rentabilidad sistema financiero de Paraguay – ROE & ROA....	19
Tabla N°2 - Morosidad Bancos de Paraguay.....	19
Gráfico N°11 – Composición accionaria del Banco Continental	21
Gráfico N°12 – Composición accionaria de Chivatos S.A.....	21
Gráfico N°13 – Composición accionaria de Voirons S.A.	21
Tabla N°3: Estado de Situación Patrimonial, expresado en millones de Gs.....	22
Tabla N°4 – Estructura del Activo al cierre del ejercicio diciembre 2021.....	23
Gráfico N°14 – Evolución de la estructura de fondeo (PN + P).....	24
Tabla N°5 - Estructura de Fondeo al cierre del ejercicio diciembre 2021	25

Tabla N°6: Estado de Resultado, expresado en millones de Gs.	25
Tabla N°7 – Principales indicadores.....	25
Gráfico N°15 – Evolución del ROA	26
Gráfico N°16 – Evolución del ROE.....	27
Gráfico N°17 – Evolución del Apalancamiento (A/PN)	27
Gráfico N°18 – Evolución del Spread (tasa activa implícita – tasa pasiva implícita)	28
Tabla N°8 – Tasas	28
Tabla N°9 – Eficiencia.....	28
Gráfico N°19 – Evolución de la cartera de créditos y su variación	29
Gráfico N°20 – Evolución de la cartera de créditos, en moneda local, expresado en mil millones de Gs.....	29
Gráfico N°21 – Evolución de la cartera de créditos, en moneda extranjera, expresados en millones de Gs.	30
Gráfico N°22 – Participación de créditos en moneda local	30
Gráfico N°23 - Evolución de la cartera de depósitos y su variación.	31
Gráfico N°24 – Evolución de la cartera de depósitos, en moneda local, expresados en mil millones de Gs.	31
Gráfico N°25 – Evolución de la cartera de depósitos, en moneda extranjera, expresados en millones de Gs.	32
Gráfico N°26 – Evolución de depósitos a la vista.....	32
Tabla N°10 – FODA.....	33
Gráfico N°27 – Proyección de PBI real anual	34
Gráfico N°28 – Proyección de Inflación	34
Gráfico N°29 – Proyección de la Tasa de cambio PYG/USD.....	35
Gráfico N°30 – Proyección tasa de política monetaria	35
Gráfico N°31 – Proyección de ratios de créditos/depósitos sobre PBI.....	36
Gráfico N°32 – Préstamos y depósitos del Banco Continental, expresados en mil millones de Gs.....	37
Tabla N°11: Caja y Liquidez, expresado en millones de Gs.....	38

Tabla N°12: Relación histórica de encaje legal con respecto a depósitos, expresado en millones de Gs.	38
Tabla N°13: Encaje legal, Cta. cte., depósitos en BCP y otros, expresado en millones de Gs. .	38
Tabla N°14: Valores públicos, expresado en millones de Gs.	39
Tabla N°15: Interbancario, expresado en millones de Gs.	39
Gráfico N°33 – Participación de préstamos en moneda local y moneda extranjera.....	40
Gráfico N°34 – Tasa Activa implícita en moneda local y en moneda extranjera.....	40
Tabla N°16: Previsiones, expresado en millones de Gs.	41
Tabla N°17: Otros Activos, expresado en millones de Gs.	41
Tabla N°18: Bienes Adjudicados, expresado en millones de Gs.	41
Tabla N°19: Bienes Fijos, expresado en millones de Gs.	41
Gráfico N°35 – Participación de depósitos en moneda local y en moneda extranjera	42
Gráfico N°36 – Participación de depósitos en moneda local.....	42
Gráfico N°37 – Participación de depósitos en moneda extranjera	43
Gráfico N°38 – Tasa pasiva implícita en moneda local y en moneda extranjera	43
Tabla N°20: Bonos en moneda local y moneda extranjera, expresado en millones de Gs.	44
Tabla N°21: Bancos, expresado en millones de Gs.	44
Tabla N°22: Otros pasivos, expresado en millones de Gs.	44
Tabla N°23: Ingresos por préstamos, expresado en millones de Gs.	45
Gráfico N°39 – Tasa de Títulos.....	46
Tabla N°24: Títulos, expresado en millones de Gs.	46
Tabla N°25: Egresos financieros en moneda local y moneda extranjera, expresado en millones de Gs.	46
Tabla N°26: Resultados por servicio, expresado en millones de Gs.	47
Tabla N°27: Gastos Administrativos, expresado en millones de Gs.	47
Tabla N°28: Otros gastos, expresado en millones de Gs.	47
Tabla N°29: Otros ingresos, expresado en millones de Gs.	47
Tabla N°30: Provisione IR/CS, expresado en millones de Gs.	47

Tabla N°31: Estado de situación patrimonial proyectado, expresado en millones de Gs.	48
Tabla N°32: Total Activo, expresado en millones de Gs.	49
Gráfico N°40 – Estructura del Activo	49
Tabla N°33: Pasivo y Patrimonio Neto, expresado en millones de Gs.....	50
Gráfico N°41 – Estructura de fondeo proyectada (PN+P)	50
Tabla N°34: Estado de Resultado, expresado en millones de Gs.	51
Tabla N°35: Indicadores proyectados.....	51
Gráfico N°42 – Evolución del ROA y ROE proyectada.....	52
Gráfico N°43 – Evolución del apalancamiento y proyección.....	52
Gráfico N°44 – Capital mínimo requerido	53
Gráfico N°45 – C2 proyectado	53
Tabla N°36: Flujo de fondos, expresado en millones de Gs.	54
Gráfico N°46 – US Treasury a 10 años.....	55
Tabla N°37: Beta	55
Tabla N°38: Valor actual expresado en millones de Gs.	57
Tabla N°39: Variables del análisis de sensibilidad, expresado en millones de Gs.	58
Tabla N°40: P/E	59
Tabla N°41: P/Book.....	60
Gráfico N°47 – Resultados de la valuación, expresado en millones de Gs.....	61

GLOSARIO

3R's: cartera reestructurada, renovada, refinanciada, son operaciones aplicadas a las deudas existentes en el sistema bancario y financiero.

BCP: Banco Central Paraguay.

CAGR (Compound Annual Growth Rate): tasa de crecimiento anual compuesto.

CAPM (Capital Asset Pricing Model): es un modelo de valoración de los activos financieros que permite estimar su rentabilidad esperada en función del riesgo sistemático.

Cash management: es el conjunto de medidas estratégicas y organizativas que afectan a los flujos monetarios y a los resultados financieros de una empresa.

Covid: enfermedad infecciosa causado por el virus SARS-Cov-2.

Cross selling: consiste en ofrecerle al cliente un producto o servicio como un complemento al producto y/o servicio que adquirió o que está interesado en adquirir.

EMBI: (Emerging Markets Bond Index Plus): es el principal indicador de riesgo país. Mide la diferencia entre la tasa de interés de la deuda soberana externa de un país emergente respecto a la tasa de interés del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran libres de riesgo.

EPS (Earnings per-Share): beneficio por acción. Es una de las medidas más utilizadas para analizar la rentabilidad de una empresa, es la parte del beneficio neto total de una compañía que le corresponde a cada una de las acciones que constituyen su capital social.

Equity: Capital propio.

FCFE (Free Cash Flow to Equity): Flujos de Fondos para los accionistas.

FED (Federal Reserve Board): Banco Central de los Estados Unidos.

FELABAN: Federación latinoamericana de bancos.

FMI: Fondo monetario internacional.

Gs.: moneda guaraní.

Pay out ratio: La tasa de pago de dividendos es una parte de la utilidad neta que una empresa paga a sus accionistas en dividendos.

PBI: Producto bruto interno.

Price to earnings: precio sobre rendimiento. Este ratio muestra la relación entre el precio de una acción y la rentabilidad neta.

Price to book value: precio sobre el valor libro de mercado. Este ratio se utiliza para comparar el precio de mercado de una empresa con respecto a su valor contable.

Risk free: tasa libre de riesgo.

ROA (Return on Assets): Retornos sobre activos. Ratio de rentabilidad que mide la ganancia operativa sobre el total de activos.

ROE (Return on Equity): Retorno sobre el patrimonio neto. Ratio de rentabilidad que mide la ganancia neta sobre el capital accionario contable o patrimonio neto.

S&P 500: Índice bursátil de Estados Unidos. Se basa en la capitalización bursátil de 500 grandes empresas que poseen acciones cotizantes en las bolsas estadounidenses.

Spread: es la diferencia entre el precio de compra y de venta.

USD: dólar estadounidense.



Universidad de
San Andrés

1. INTRODUCCIÓN

Este trabajo, tiene como objetivo calcular el valor del paquete accionario del Banco Continental del Paraguay a diciembre de 2021. Para obtener este valor se utilizarán dos metodologías: el modelo de flujos de fondos libres para los accionistas y el modelo de valuación por múltiplos o comparables (Price to earnings y Price to Book).

Se eligió el Banco Continental por ser el banco de capitales privados nacionales más grande del país. Ubicándose en el primer puesto según su volumen de crédito y segundo puesto por el lado de los depósitos.

Primero se realiza una descripción detallada de la economía, del sistema financiero paraguayo y un análisis tanto cualitativo como cuantitativo de Banco Continental.

A continuación, se realizan las proyecciones de las variables macroeconómicas que impactan al modelo de valuación seleccionado y de los estados contables del Banco Continental para el periodo 2022-2031.

Para obtener la tasa de descuento se utiliza el modelo CAPM, al cual se le adiciona la prima de riesgo país y una prima por iliquidez. Posteriormente se procede al descuento de los flujos de fondos proyectados para hallar el valor del paquete accionario. Luego se realiza un análisis de sensibilidad seleccionando determinadas variables de relevancia en el modelo para analizar su impacto en el resultado de la valuación.

Por último, se realiza una valuación alternativa a través del método de múltiplos comparables.

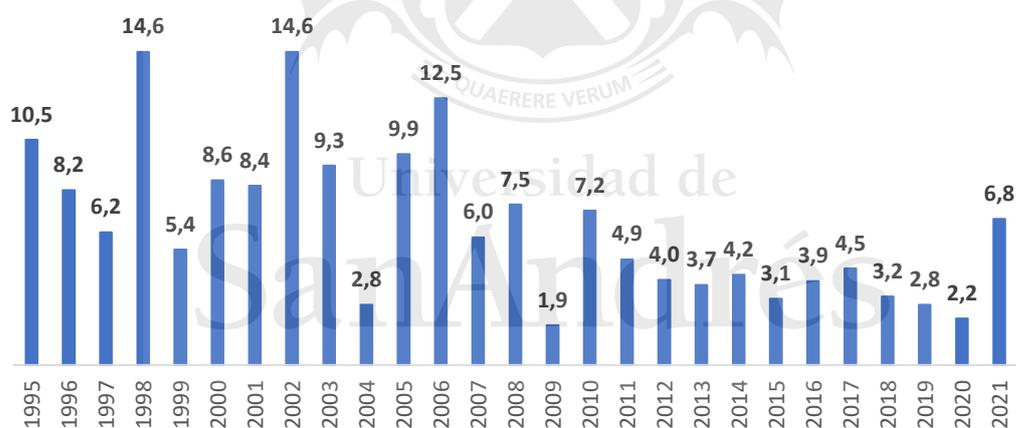
2. CONTEXTO ECONÓMICO Y SISTEMA FINANCIERO PARAGUAYO

2.1. ECONOMÍA PARAGUAYA

Paraguay ha vivido en los últimos 25 años etapas con importantes fluctuaciones en su economía, atravesando fuertes crisis financieras en los noventa y principios del 2000, ajustes fiscales y de deuda, y se ha visto favorecida por escenarios externos positivos, como el boom de los precios de commodities (2004 a 2015) que, sumados a la estabilidad macroeconómica, motivaron años de crecimiento sostenido del PBI. Especialmente a partir del 2003, en donde comienza a revertirse el periodo de estancamiento de la actividad económica, esto se debió exclusivamente a la expansión del producto del sector agrícola.

El fortalecimiento de la estabilidad macroeconómica se logró en 2004. Esto se debió gracias al ajuste macroeconómico, saneando las cuentas fiscales y la reestructuración de la deuda para salir de la cesación de pagos. Por el lado de las medidas de política monetaria, el Banco Central introdujo las letras de regulación monetaria para gestionar la oferta monetaria, a su vez, desde 2011 el BCP implementa un esquema de metas de inflación que permitió anclar las expectativas de precios dentro del rango de la meta (4% +/- 2,5%) y desde 2014 (4% +/- 2%). Todo esto, permitió estabilizar el tipo de cambio y el nivel de precios.

Gráfico N°1 – Inflación acumulada de 12 meses, desde 1995 a 2021.



Fuente: Banco Central del Paraguay.

En ese mismo periodo, Paraguay comienza a adoptar importantes reformas orientadas a la adecuación y supervisión del sistema financiero.

Estas políticas fueron exitosas e impulsaron el crecimiento económico y la estabilidad macroeconómica. Sin embargo, en el 2009 en la economía nacional se vio afectada por el impacto de la crisis financiera internacional de 2008 y los factores climáticos adversos. La fuerte sequía afectó a la producción agropecuaria, lo que provocó una caída en el PBI de -0,3%. En el 2012 se registra una nueva caída del PBI de -

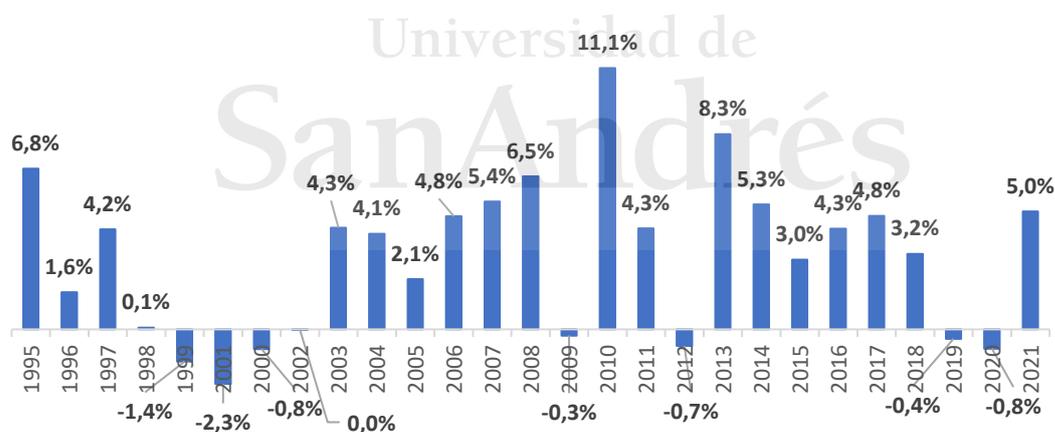
0,7%, también ocasionada por las condiciones climáticas que perjudicaron no solamente a la agricultura, sino que también a la ganadería.

En el 2019 se vuelve a observar una caída en el producto -0,4%, como consecuencia de shocks tanto internos como externos. Fue un año marcado por incertidumbre política y condiciones climáticas adversas (sequías, seguidas de inundaciones). En cuanto al contexto internacional, las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos afectaron negativamente a los precios de las materias primas; el turismo y el comercio de frontera se vieron afectados por la devaluación de la Argentina y el Brasil.

En los primeros meses del 2020 la economía presentaba una recuperación frente al año anterior impulsada por los niveles históricos de cosecha de la soja del periodo 2019-2020. No obstante, con la aparición de la pandemia COVID-19, la actividad económica se vio fuertemente afectada. Especialmente en el periodo de confinamiento de la población, con una caída abrupta de la actividad económica, que se fue recuperando para el segundo semestre del año lo que hizo que el PBI cayera -0,8% al cierre del 2020. Pese a la crisis sanitaria, la autoridad monetaria mantuvo la meta de inflación en 4,0% en todo el 2020, cerrando el año con un 2,2%.

Esta estabilidad y disciplina macroeconómica, permitió que Paraguay sea uno de los países que mejor pudo afrontar la pandemia de COVID-19. El crecimiento del PBI en el último año +5% fue resultado de la recuperación de la demanda y precios más altos de la soja.

Gráfico N°2 – Variación porcentual del PBI anual desde 1995 a 2021.

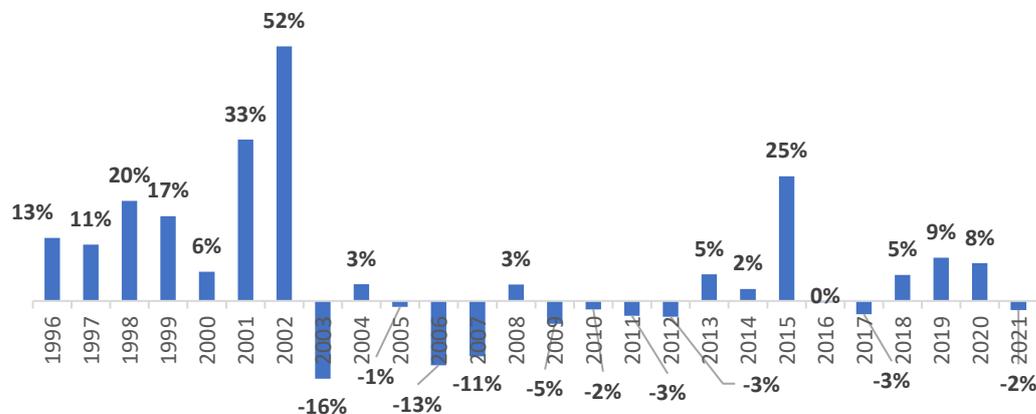


Fuente: Banco Central del Paraguay.

Al comparar la moneda local frente a sus socios comerciales como Argentina y Brasil, podemos ver como el guaraní fue la moneda que menos se depreció, tal como se observa en el Gráfico N°4. Esto se debe principalmente a que Paraguay es una economía cerrada para el flujo de capitales financieros y el BCP maneja un sistema de tipo de cambio administrado, interviniendo en el mercado de cambios para satisfacer los excesos de demanda de moneda extranjera y suavizar los movimientos del tipo de cambio.

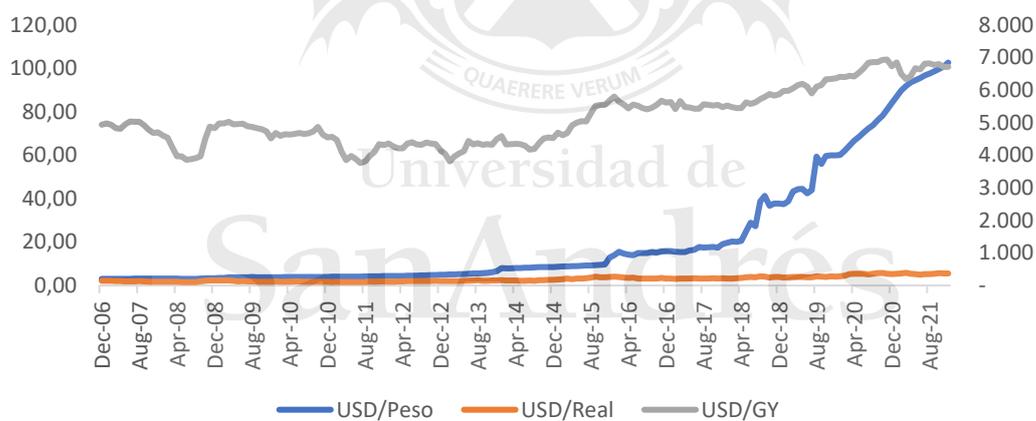
Si tomamos la cotización punta a punta, es decir diciembre 2006 a diciembre 2021, la depreciación del peso frente al dólar fue del 3.254%, el real lo hizo un 161% y el guaraní un 36%.

Gráfico N°3 – Devaluación del tipo de cambio, desde 1996 a 2021.



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico N°4 – Monedas de la región frente al USD, desde 2006 a 2021.



Fuente: Yahoo finance.

2.2. SISTEMA FINANCIERO PARAGUAYO

Previo a 1944, año en el que se lleva a cabo la primera reforma monetaria y bancaria del sistema financiero, el Estado tenía la necesidad de fomentar la creación de entidades bancarias, sean de capital privado, público o mixto. Sin embargo, los bancos no contaban con un marco legal, ni con instituciones apropiadas para la supervisión y regulación de estos.

La crisis financiera de mediados de los 90 y principios del nuevo milenio, fueron causadas por algunos de los siguientes factores internos: rápida liberalización financiera, los bajos requerimientos para la apertura de instituciones financieras, el apogeo del crédito acompañado de malas prácticas bancarias, un sistema de información inadecuado, la ausencia de normas prudenciales, sistemas de control y supervisión inapropiados; y la carencia de un fondo de garantía de depósitos.

También sucedieron factores externos que contribuyeron con la crisis local, como la crisis financiera mexicana, (efecto tequila 1994-1995), que se propagó por América Latina con una fuerte salida de capitales y depreciaciones de las monedas domésticas. Más tarde, la crisis financiera asiática de 1997, que se convirtió en la primera crisis financiera global; en donde los inversionistas internacionales se tornaron menos propicios a prestar dinero a países emergentes.

Como desenlace de la crisis financiera en Paraguay, fue intervenido más del 50 % de todos los bancos y financieras del sistema y prácticamente todas las entidades intervenidas tuvieron que ser liquidadas (Insfran Pelozo, 2000). El costo estimado de esta crisis llegó al 13 % del PBI en 1998. Como consecuencia, los depósitos migraron de bancos nacionales a los extranjeros, y las captaciones en moneda local migraron a moneda extranjera (mix 40% - 60%) para fines de los noventa.

En 1999 al igual que en los primeros años del 2000, Paraguay sufrió una caída en su actividad económica. Esto se debió en parte por la crisis financiera regional y por factores internos como mala cosecha y la debilidad de las políticas económicas nacionales. Todos estos factores contribuyeron y propiciaron la crisis bancaria más severa que experimento Paraguay, con una pronunciada contracción crediticia.

En 2002 el Banco Alemán, el tercer banco del país, se derrumbó. Lo que provocó la fuga de depósitos en el sistema bancario local y una retracción crediticia en el 2003. En lo que respecta al tipo de cambio paso de Gs/USD 4.682 a 7.104, lo que representa un 52% de depreciación del guaraní.

A diferencia de la crisis de 1995 el número de entidades no se redujeron, el nivel de crédito disminuyó con relación al PBI, de 18% a 11,5%.

A fines del 2003 el Gobierno firmó el Acuerdo de Stand-By con el FMI, a modo de garantizar la estabilidad, restaurar la confianza interna y de los mercados internaciones. En el cual se acordó llevar a cabo

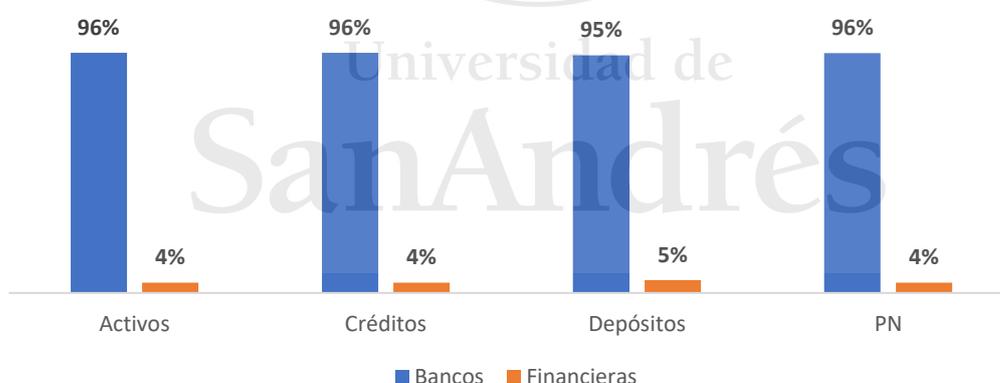
un plan para revertir la posición fiscal por medio de la contención de los gastos, la política de reducción de la evasión tributaria y la reforma del sistema impositivo.

Adicionalmente se creó el Fondo de Garantía de Depósitos (FGD), cuya importancia radica en el mayor grado de estabilidad en detrimento del riesgo de las corridas bancarias, ante este seguro o resguardo institucional.

En el corto plazo, Paraguay pudo lograr una estabilidad macroeconómica, solidez monetaria, equilibrio fiscal y a recuperó la confianza del sector empresarial, gracias al programa del FMI y a las medidas implementadas. El tipo de cambio que había alcanzado a Gs/USD 7.104 se acomodó entorno al Gs/USD 5.983 para fines del 2003.

En la actualidad el sistema financiero paraguayo está compuesto por 17 Banco y 8 financieras que son supervisadas por el Banco Central del Paraguay. Las financieras tienen poca incidencia en el mercado financiero local, como se puede visualizar en el gráfico que figura a continuación, solo representan un 4% de los activos, créditos y patrimonio neto, en cuanto a los depósitos representan un 5%. En lo que respecta a la mora (cartera vencida/cartera total) mientras los bancos tienen en promedio 2,31%, las financieras duplican este indicador, en promedio 4,8%, esto se debe al perfil crediticio de sus clientes.

Gráfico N°5 – Participación de bancos y financieras



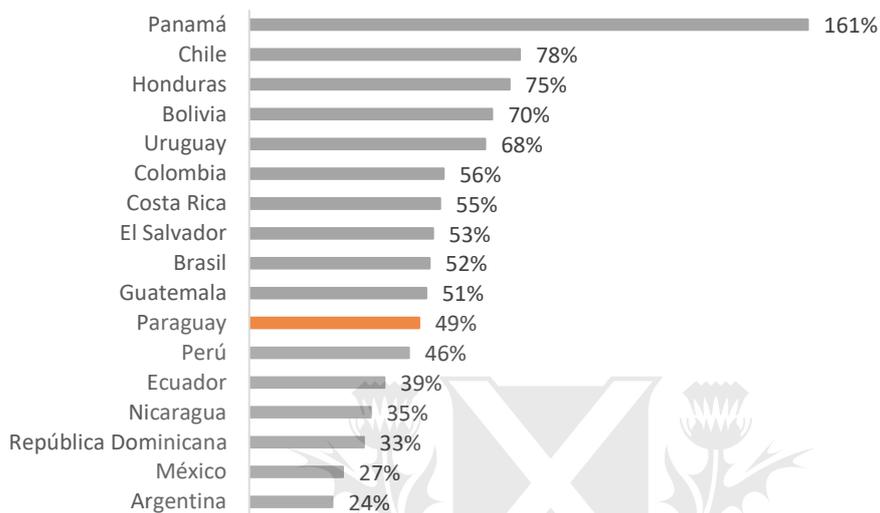
Fuente: Banco Central del Paraguay.

El sistema financiero paraguayo se caracteriza por su modesto nivel de bancarización y de penetración del crédito.

A continuación, y con el fin de evaluar la penetración del sistema financiero paraguayo, se compara la métrica de depósitos y créditos otorgados por el sistema financiero como porcentaje del PBI para países de la región en el año 2021.

Al analizar la profundización financiera, medido a través de la relación de los depósitos bancarios respecto al PBI, podemos observar cómo Paraguay se encuentra por debajo del promedio de la región 57%, y de sus países vecinos Brasil 52%, Bolivia 70%, con excepción de Argentina 24%; por lo que existe espacio para que se pueda producir una expansión de los depósitos en los próximos años.

Gráfico N°6 – Depósitos sobre PBI, datos a marzo 2021.



Fuente FELABAN.

En cuanto a la evolución de los depósitos bancarios respecto al PBI, a fines de 2015, alcanzó un nivel récord del 53%, manteniéndose constante en los últimos 2 años, 49%.

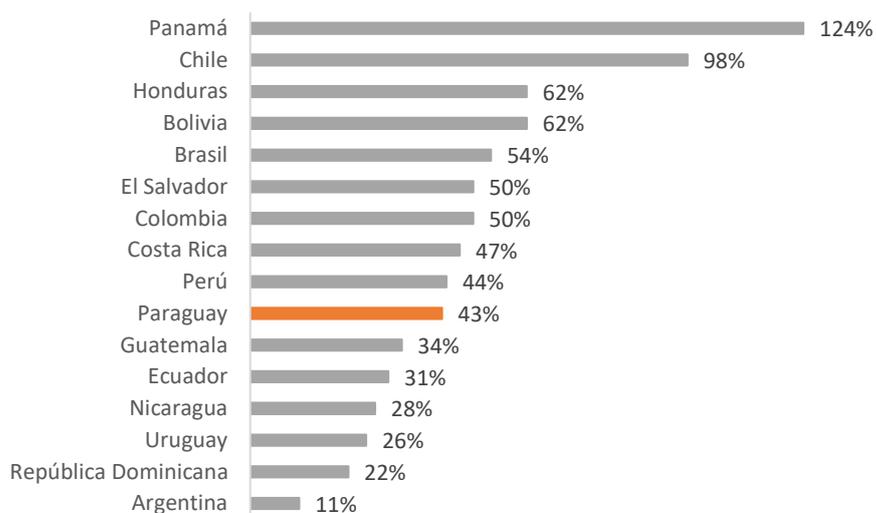
Gráfico N°7 – Evolución de los depósitos bancarios respecto al PBI, expresados en millones de dólares



Fuente FELABAN.

Al igual con lo que ocurre con los depósitos, el ratio de crédito sobre PBI muestra una menor penetración, ubicándose por debajo del promedio regional 49%.

Gráfico N°8 – Créditos sobre PBI, datos a marzo 2021



Fuente FELABAN.

En los últimos cuatro años, los créditos otorgados por el sistema financiero como porcentaje del Producto Bruto Interno han mostrado una tendencia alcista, pasando de 35% en el 2017 al 43% en el 2021. A fines de 2020, alcanzó un nivel récord del 45%.

Gráfico N°9 – Evolución de los créditos bancarios respecto al PBI, expresados en millones de dólares



Fuente FELABAN.

A continuación, se detalla las principales variables y el posicionamiento de los principales bancos comerciales tanto nacionales como extranjeros de Paraguay, para explicar el desempeño del sistema financiero al cierre del ejercicio diciembre 2021, acompañado de un breve análisis de cada una de ellas.

Tabla N°1 - Posicionamiento de los principales Bancos de Paraguay, expresado en millones de Gs.

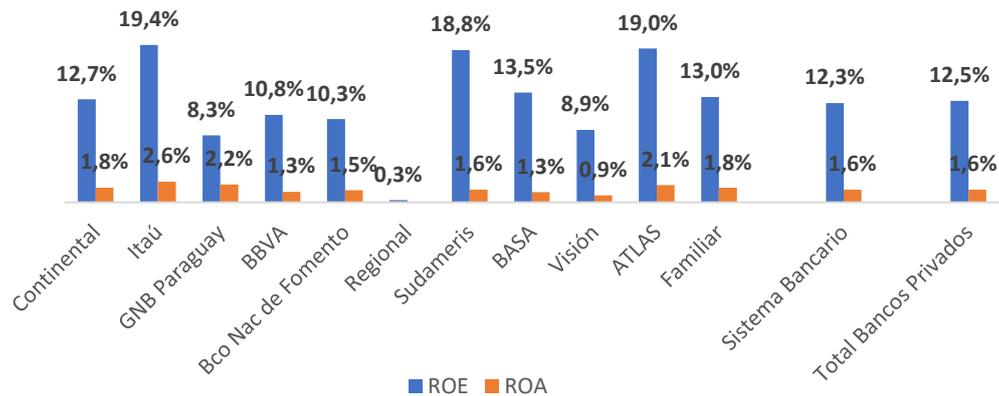
Banco	Tipo de entidad	Activos	Cuota de Mercado	#	Créditos	Cuota de Mercado	#	Depósitos	Cuota de Mercado	#	Patrimonio Neto	#
Continental	Nacional	25.772.859	16%	2	17.331.388	17%	1	17.388.637	15%	2	3.657.964	1
Itaú	Extranjero	27.515.350	17%	1	14.182.216	14%	2	20.502.086	18%	1	3.651.857	2
GNB Paraguay	Extranjero	11.146.369	7%	3	6.664.845	7%	3	7.587.315	7%	3	2.958.795	3
BBVA	Extranjero	12.944.793	8%		7.815.785	8%		10.788.761	9%		1.575.963	
Bco Nac de Fomento	Nacional	17.791.192	11%	4	9.135.585	9%	6	14.157.603	12%	4	2.564.606	4
Regional	Nacional	17.641.888	11%	5	13.172.221	13%	4	12.315.841	11%	5	1.563.541	5
Sudameris	Extranjero	14.322.650	9%	6	11.122.105	11%	5	9.701.819	8%	6	1.191.670	6
BASA	Nacional	9.331.672	6%	7	6.549.218	6%	7	6.248.766	5%	8	870.593	8
Visión	Nacional	8.226.286	5%	8	5.924.804	6%	8	6.704.646	6%	7	786.627	10
ATLAS	Nacional	8.473.708	5%	9	5.562.121	5%	9	6.542.525	6%	9	949.779	7
Familiar	Nacional	6.221.059	4%	10	4.545.045	4%	10	4.442.742	4%	10	856.087	9
Sistema Bancario		174.573.475			111.295.722			127.277.496			22.260.951	
Total Bancos Privados		156.782.283			102.160.137			113.119.894			19.696.344	

El sistema bancario cerró el año 2021 con un total de activos de Gs. 174.573.475 millones. El Banco Continental sumó activos por Gs 25.772.859 millones, el equivalente al 16% del top 10 de bancos y 15% del mercado. Ocupando el segundo puesto del ranking de posiciones por activos.

Por su parte, el saldo de la cartera de créditos del sistema bancario ascendió de Gs. 111.295.722 millones. El Banco Continental se posicionó en el primer puesto por cartera de créditos, con una cartera de Gs. 17.331.388 millones y una cuota de mercado del 17%, dentro de los diez bancos más grandes de Paraguay. Este liderazgo en el sistema financiero se ha mantenido durante los últimos 5 años, registrando una participación en el mercado en promedio del 15,5%.

Por el lado de los depósitos, al cierre del año, el saldo del sistema bancario equivalía a Gs. 127.277.496 millones. En donde el Banco Continental ocupa el segundo puesto del ranking por pasivos con un total de Gs. 17.388.637 millones y una cuota de mercado del 15% dentro del top 10, por detrás del Banco Itaú, quien lidera este ranking con depósitos por Gs. 20.502.086 millones, con un 18%. En promedio en los últimos años, el Banco Continental tiene una participación del 14%.

Gráfico N°10 – Indicadores de rentabilidad sistema financiero de Paraguay – ROE & ROA



Fuente Banco Central de Paraguay

Respecto a los indicadores de rentabilidad, el Banco Continental muestra un ROE del 12,7%, 40 puntos básicos por arriba del ROE del sistema y del promedio del total bancos privados. A su vez, la rentabilidad por activos asciende a 1,8%, superando al sistema y el promedio del total de bancos privados 1,6%.

Tabla N°2 - Morosidad Bancos de Paraguay

Top 10 de Bancos	Morosidad/Cobertura	Previsiones/Morosidad	3R's/Cred	Bienes adj en pago/Cred	Medidas Covid
Banco Continental	1,5%	192,3%	12,2%	3,2%	6,6%
Itaú	1,4%	153,3%	13,4%	0,6%	3,1%
GNB Paraguay	2,5%	129,8%	17,7%	4,2%	13,4%
BBVA	2,1%	179,0%	15,6%	1,7%	5,9%
Bco Nac de Fomento	3,4%	140,3%	13,8%	0,3%	24,0%
Regional	2,7%	160,7%	13,4%	3,0%	11,3%
Sudameris	0,7%	220,3%	7,3%	1,6%	7,5%
BASA	1,5%	143,3%	17,1%	2,0%	10,0%
Vision	4,3%	175,6%	8,4%	1,1%	47,1%
ATLAS	2,0%	146,9%	13,1%	0,1%	4,0%
Familiar	3,5%	133,7%	18,8%	0,6%	2,0%
Sistema Bancario	2,2%	154,6%	12,9%	2,0%	11,1%
Total Bancos Privados	2,0%	156,7%	12,8%	2,1%	9,9%

La morosidad del Banco Continental fue del 1,5%, inferior a la del promedio del sistema 2,2%, incluso en el contexto adverso que generó la pandemia. Adicionalmente, el ratio de cobertura se ubica en 192,3%, muy por encima del promedio del sistema bancario y bancos privados.

Al analizar más en detalle, la cartera riesgosa, es decir considerando la cartera de renovada, refinanciada y reestructurada (3R's), podemos observar que el ratio 3R's /créditos se ubicó por debajo del promedio del sistema y bancos privados. Al analizar las medidas excepcionales por Covid sobre el total de

créditos, podemos ver que el indicador asciende a 6,6%, aproximadamente 50% por debajo del promedio del sistema bancario y bancos privados.

Por último, al analizar el coeficiente de bienes adjudicados sobre créditos, se observa que el Banco Continental practica una política agresiva de cobranzas a través de la metodología de cancelación de deuda por bienes en dación de pagos. Este es el mayor del sistema bancario y superó al promedio de bancos privados en aproximadamente un 100%.

3. ANÁLISIS FINANCIERO BANCO CONTINENTAL

3.1 LA EMPRESA

Banco Continental es una Sociedad Anónima Emisora de Capital Abierto (S.A.E.C.A.) por lo que puede emitir acciones y bonos a través de la Bolsa de Valores y Productos de Asunción (BVPASA), calificando para al efecto en la Comisión Nacional de Valores (CNV).

Banco Continental es una de las entidades financieras privadas más importante del sistema financiero paraguayo, ubicándose entre las primeras participantes tanto en términos de activo, de créditos, depósitos y patrimonio neto, como se mencionó anteriormente. El banco tiene presencia en todo el territorio paraguayo, posee más de 70 sucursales en todo el país.

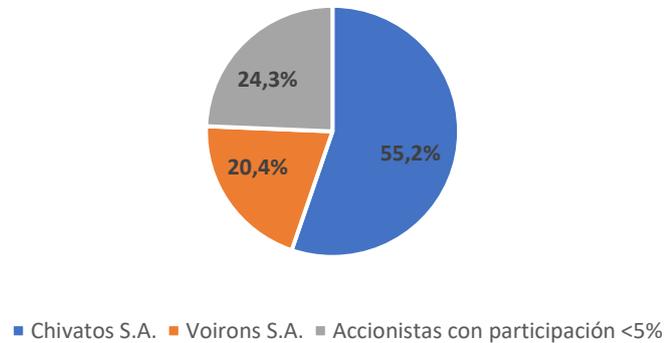
El Banco se fundó el 10 de noviembre de 1980. En el año 2004, fue adquirido por parte de un grupo de inversionistas paraguayos. A partir de entonces se ha convertido en pionero en varios sucesos del mercado. Como en el año 2009, que inició una etapa de internacionalización, al incorporar al Banco Mundial como accionista; siendo la primera institución bancaria del país en recibir una inversión por parte de esta entidad. Otro hito lo logró en el año 2012, mediante la emisión de bonos en el mercado internacional por USD 200 millones; los bonos fueron emitidos a través de la Bolsa de Luxemburgo. De esta manera, se convirtió en la primera entidad de capital paraguayo en emitir en plazas internacionales. En el año 2020 emitió Bonos sustentables por USD 300 millones a 5 años.

En el 2013, hubo otro hecho importante dentro del sistema financiero fue cuando el Banco compró el 100% de las acciones del NBC Bank Brasil S.A., de la ciudad de Porto Alegre de Río Grande do Sul, Brasil.

3.2 NÓMINA DE ACCIONISTAS

La composición accionaria al 31/12/2021 se encuentra estructurada de la siguiente manera:

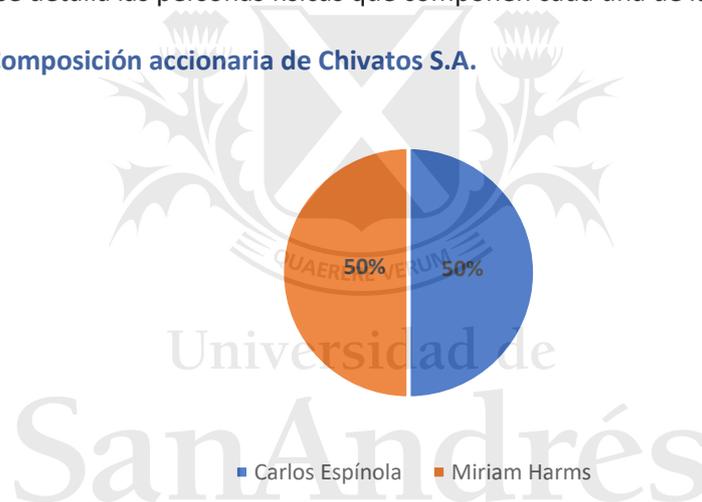
Gráfico N°11 – Composición accionaria del Banco Continental



Fuente Banco Continental

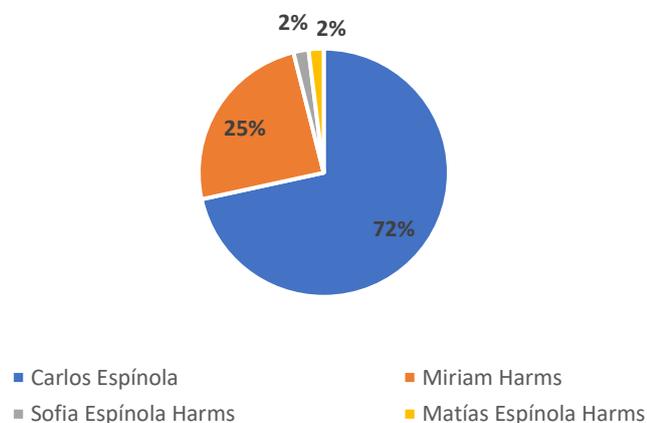
A continuación, se detalla las personas físicas que componen cada una de las sociedades:

Gráfico N°12 – Composición accionaria de Chivatos S.A.



Fuente Banco Continental

Gráfico N°13 – Composición accionaria de Voirons S.A.



Fuente Banco Continental

3.3 ANÁLISIS DE LOS ESTADOS CONTABLES

A continuación, se realiza un resumen del balance, de los resultados y principales indicadores del Banco Continental desde el año 2014 en adelante.

Tabla N°3: Estado de Situación Patrimonial, expresado en millones de Gs

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	CAGR
ACTIVO									
Caja y Liquidez	4.753.913	4.567.240	4.125.494	5.378.725	5.083.114	5.437.542	7.375.998	5.251.330	1,4%
Interbancario	577.274	900.741	883.333	1.323.101	2.075.912	1.973.483	2.431.533	2.806.962	25,3%
Crédito	10.486.996	13.244.775	13.263.261	12.367.620	12.885.525	12.985.397	14.247.279	16.274.678	6,5%
(-) Saldo de Provisiones	-237.275	-303.043	-391.307	-486.685	-457.947	-476.959	-513.798	-512.593	11,6%
Otros Activos	431.761	502.679	503.133	522.132	748.263	622.062	650.063	663.348	6,3%
Bienes adjudic	29.625	43.996	133.689	205.170	326.379	371.190	630.688	496.018	49,6%
Bienes fijos	117.405	129.272	131.234	129.165	313.042	387.437	487.173	793.115	31,4%
Total Activo	16.159.698	19.085.659	18.648.837	19.439.228	20.974.288	21.300.151	25.308.936	25.772.859	6,9%
PASIVO									
Depósitos a la vista	5.545.214	5.950.029	5.888.788	6.401.429	6.969.746	7.048.962	10.230.630	10.456.654	9,5%
Depósitos a plazo	5.389.126	6.279.031	6.261.956	6.150.276	6.041.763	6.651.211	6.457.495	6.931.982	3,7%
Bancos	1.774.500	2.941.802	3.515.746	3.693.112	4.277.188	3.765.048	2.357.735	2.008.075	1,8%
Bonos	1.196.827	1.529.330	435.604	386.926	431.192	506.799	2.566.842	2.450.802	10,8%
Otros Pasivos	626.028	493.024	399.129	312.456	470.843	319.138	336.291	267.382	-11,4%
Total Pasivo	14.531.695	17.193.217	16.501.223	16.944.199	18.190.732	18.291.157	21.948.994	22.114.895	6,2%
PATRIMONIO NETO	1.628.003	1.892.443	2.147.613	2.495.029	2.783.555	3.008.994	3.359.942	3.657.964	12,3%
Morosidad	0,9%	1,3%	1,5%	1,8%	1,6%	1,8%	1,8%	1,5%	

En el ACTIVO tenemos, Caja y Liquidez que contempla: Caja y Bancos, Banco Central (encaje legal, cuenta corriente, depósitos en BCP, otros); Valores públicos. Interbancario: préstamos y depósitos en entidades locales y del exterior. Créditos: préstamos al sector no financiero. Saldo de provisiones: Provisiones totales. Otros Activos: Productos financieros (vigentes y vencidos), Operaciones a Liquidar y Otros activos Netos. Bienes adjudicados: Bienes adjudicados en pago y Provisiones sobre bienes adjudicados. Bienes Fijos: Otras, Provisiones y Bienes de Uso.

En el PASIVO: Depósitos a la vista. Depósitos a plazo. Bancos: Otras entidades (Interno y Externo). Bonos: Otros valores emitidos. Otros Pasivos.

A partir de la evolución del estado de situación patrimonial en los últimos años se puede destacar los siguientes puntos:

El activo crece a una tasa anual compuesta del 6,9%, casi duplicando la tasa de crecimiento de la inflación para el mismo periodo 3,7%.

Cabe destacar que caja y liquidez crecen a una tasa del 1,4%. Mientras que préstamos y otros activos, crecen a una tasa del entorno del 6,5%, similar a la tasa de crecimiento de los activos totales.

La línea interbancario abarca las colocaciones de depósitos a plazo en bancos del exterior, más las colocaciones en depósitos a plazo en entidades locales. Esta creció a una tasa compuesta anual de 25,3%, duplicando el crecimiento del sistema 14% y el promedio del total de bancos privados 13,9% para ese mismo periodo.

Saldo de provisiones crece a una tasa superior a la del total del activo 11,6%, y en gran medida se debe al incremento de la tasa de morosidad. Este ratio, a partir del 2017 se ubica en un promedio del 1,7%, desde un promedio de 1,2% (2014-2016).

Un punto que llama la atención es la tasa de crecimiento de los bienes adjudicados 49,6%, tal como se mencionó con anterioridad, y de los bienes fijos 31,4%, principalmente por adquisición de inmuebles.

Estructura del Activo

Estructura de los activos al cierre del ejercicio diciembre 2021.

A los efectos de establecer una medida de comparación se evalúa al Banco Continental frente al sistema financiero y a la totalidad de bancos privados.

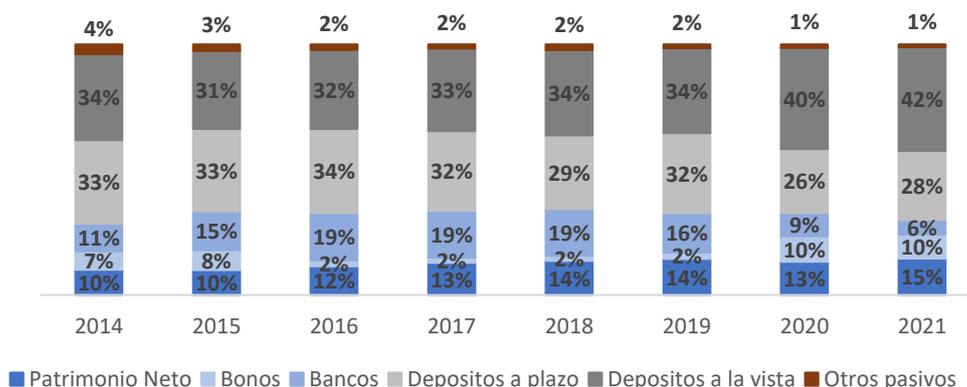
Tabla N°4 – Estructura del Activo al cierre del ejercicio diciembre 2021.

Estructura Activo	Banco Continental	Sistema Bancario	Bancos Privados
Caja y Liquidez	20%	27%	25%
Caja y Bancos	3%	5%	5%
Banco Central	9%	17%	15%
<i>Encaje</i>	7%	10%	10%
<i>Depósitos</i>	2%	7%	5%
Títulos	8%	6%	5%
Interbancario	11%	6%	6%
Créditos	63%	61%	62%
(-) PDD	-2%	-2%	-2%
Otros Activos	3%	4%	4%
Bienes adjudic	2%	1%	1%
Bienes fijos	3%	3%	3%
Total Activo	100%	100%	100%

Al observar la Tabla N°4, por el lado de los componentes del activo, cabe destacar que el banco opera con niveles de liquidez por debajo a los del sistema bancario 20% vs 27% y bancos privados 20% vs 25%.

Sumando la línea de Interbancario con los créditos, esta proporción asciende a 74%, los mismos se encuentran en niveles superiores que el sistema bancario 67% y bancos privados 68%. No obstante, la mayor proporción en la línea interbancaria, productos de corto plazo, principalmente depósitos a plazo en bancos del exterior, con menores tasas de interés respecto de los préstamos, indicaría que el banco opera con cierta ineficiencia respecto a sus competidores.

Gráfico N°14 – Evolución de la estructura de fondeo (PN + P)



Fuente Banco Central del Paraguay.

Respecto a la evolución de la estructura de fondeo del banco, en los últimos años no se han producido grandes variaciones, ni cambios en la estructura de fondeo.

La proporción de los depósitos permanecen estables a lo largo de los años, entorno al 66%. Sin embargo, se observa un cambio paulatino en el mix vista a plazo, partiendo de un 50/50 en el 2016 a 60/40 en el 2021.

El crecimiento anual del pasivo 6,2% es 70 puntos básicos por debajo del crecimiento del Activo. Un punto que cabe mencionar es que los depósitos a la vista crecieron a una tasa del 9,5%, por encima de la tasa de crecimiento de los depósitos a plazos 3,7%, disminuyendo el costo de fondos.

El banco cuenta con fuentes de financiación a nivel local y en el exterior. Las fuentes de fondeo en el exterior incluyen préstamos de mediano y largo plazo en dólares, otorgados principalmente por organismos multilaterales.

Al sumar la línea bancos y bonos, se ubica en torno al 19% del total de las fuentes de fondeo. La principal variación se da en bancos, pasando de una proporción de 11% a 6% y bonos de 7% a 10%, esto se da principalmente por el cambio de fondeo de multilaterales por emisión de bonos en el exterior.

Por el lado del patrimonio neto, este crece a una tasa del 12,3%, 500 bp por encima del activo. Este mayor crecimiento se debe básicamente a que el payout ratio promedio, desde el 2014, es del 31%, capitalizando el 69% de los resultados durante el periodo bajo análisis.

Tabla N°5 - Estructura de Fondo al cierre del ejercicio diciembre 2021

Estructura de Fondo	Banco Continental	Sistema Bancario	Bancos Privados
Patrimonio Neto	15%	13%	13%
Bonos	10%	3%	4%
Bancos	6%	8%	8%
Depósitos a plazo	28%	27%	26%
Depósitos a la vista	42%	46%	47%
Otros pasivos	1%	3%	3%
Total	100%	100%	100%

En el último año de análisis, la proporción del patrimonio neto del banco y la suma de bancos y bonos es superior al del sistema bancario y bancos privados.

Por el lado de los depósitos a plazo el banco opera a niveles similares a los competidores, sin embargo, considerando los depósitos a la vista, el banco opera por debajo.

Tabla N°6: Estado de Resultado, expresado en millones de Gs.

ESTADO DE RESULTADO	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
INGRESOS FINANCIEROS	1.364.404	1.569.060	1.577.579	1.562.134	1.492.797	1.485.307	1.349.754	1.332.089
Intereses	1.242.770	1.458.393	1.476.043	1.428.767	1.328.984	1.330.942	1.198.293	1.249.102
Títulos	121.634	110.667	101.537	133.367	163.814	154.365	151.462	82.987
EGRESOS FINANCIEROS	-651.230	-709.110	-758.106	-675.954	-677.451	-730.343	-676.291	-605.512
Resultado por intervencion financiera	713.174	859.950	819.473	886.180	815.346	754.964	673.464	726.577
Previsiones del ejercicio	-100.814	-140.989	-262.657	-216.113	-162.564	-130.753	-102.795	-52.838
Resultado Total Neto de provisiones	612.360	718.961	556.816	670.067	652.782	624.211	570.669	673.739
Resultado por Servicio	135.196	162.549	160.039	160.277	164.557	182.936	176.375	182.799
Gastos Administrativos	-328.824	-404.457	-412.245	-414.513	-423.844	-457.484	-451.975	-478.131
Otros Ingresos /(Gastos)	55.372	40.970	30.924	40.434	56.792	93.869	64.119	76.863
Resultado Operacional	474.104	518.024	335.534	456.266	450.288	443.533	359.187	455.270
Otros Ingresos /(Gastos) no operacional	26.857	31.922	48.944	41.007	56.765	57.495	57.188	52.410
Resultado Antes de IR, CS/Part.	500.961	549.946	384.478	497.273	507.053	501.028	416.375	507.681
IR/CS (Impuestos)	-29.022	-29.682	-24.221	-32.221	-31.973	-30.265	-28.375	-42.060
Resultado del Periodo	471.939	520.264	360.257	465.052	475.080	470.762	388.000	465.620

Tabla N°7 – Principales indicadores

	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Tasa Activa Implícita	12,0%	11,6%	10,4%	10,3%	9,3%	8,9%	7,6%	7,0%
Tasa Pasiva Implícita	5,2%	4,6%	4,6%	4,1%	3,9%	4,1%	3,4%	2,8%
Spread	6,8%	6,9%	5,8%	6,1%	5,3%	4,8%	4,2%	4,2%
Previsiones del ejercicio/Crédito	1,0%	1,1%	2,0%	1,7%	1,3%	1,0%	0,7%	0,3%
Payout ratio	6,2%	41,6%	25,6%	32,7%	40,1%	51,6%	7,9%	43,2%

$$Tasa\ activa\ implícita = \frac{Intereses\ por\ préstamos}{(interbancario\ n - 1 + créditos\ n - 1 + interbancario\ n + créditos\ n)/2}$$

$$Tasa\ pasiva\ implícita = \frac{Egresos\ financieros}{\frac{Depósitos\ a\ la\ vista\ n - 1 + depósitos\ a\ plazo\ n - 1 + Bancos\ n - 1 + Bonos\ n - 1 + Depósitos\ a\ la\ vista\ n + depósitos\ a\ plazo\ n + Bancos\ n + Bonos\ n}{2}}$$

$$Spread = \frac{Tasa\ Activa\ implícita}{Tasa\ Pasiva\ implícita}$$

$$Payout\ ratio = \frac{PN\ n - 1 - PN\ n - Rdo\ del\ ejercicio\ n}{Rdo\ del\ ejercicio\ n - 1}$$

En lo que respecta al estado de resultado, se observa los siguientes puntos:

Los ingresos financieros por otorgamiento de préstamos constituyen la principal fuente de ingresos del Banco, estas representan un 77% promedio durante el periodo analizado.

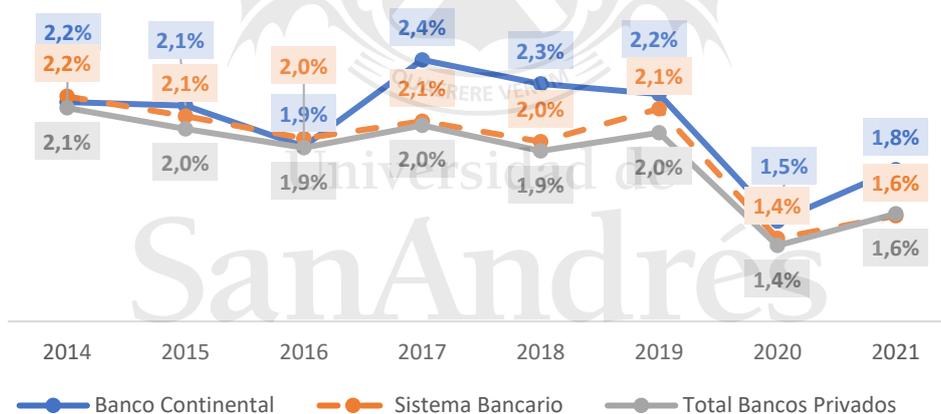
Los resultados provenientes por títulos públicos se mantuvieron estables.

Si observamos los gastos administrativos, podemos ver que desde el 2015, los mismos crecieron a una tasa anual promedio del 2,8%, situándose por debajo de la tasa de crecimiento de la inflación, mostrando una buena gestión de los costos.

Al analizar los indicadores de rentabilidad, observamos que el ROA se mantuvo constante desde el 2014 al 2019, en 2,2% promedio. Sin embargo, en 2020 este índice sufrió una abrupta caída de 70 pb, esto se debe al impacto de los efectos de la pandemia en los ingresos financieros de la entidad. En el 2021 muestra una leve recuperación.

El impacto de la pandemia afectó a todo el sistema financiero en su conjunto como se puede ver en el siguiente gráfico, en donde tanto el Banco como sus competidores experimentaron una fuerte caída.

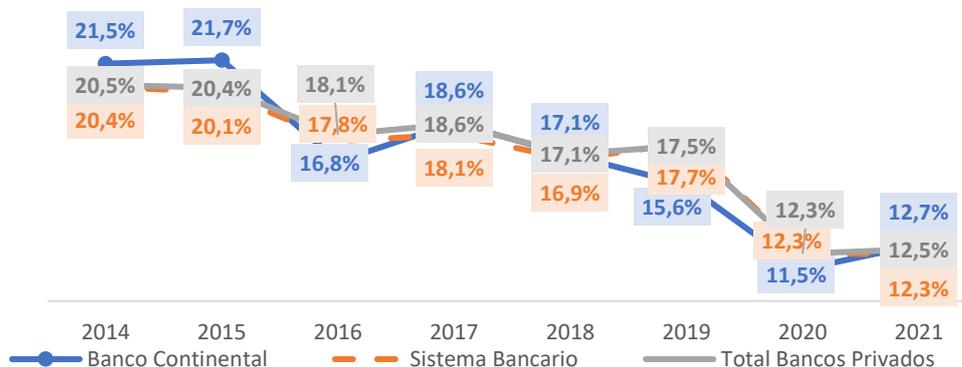
Gráfico N°15 – Evolución del ROA



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Por el lado del ROE se observa una caída durante el periodo analizado, desde 21,5% en 2014 hasta 11,5% en 2020, siendo el menor ratio del periodo. En el 2021 se observa una mejora en el indicador, ubicándose en 12,7%. Si bien este deterioro se observa tanto en el sistema como en los Bancos privado, la caída del Banco Continental es más acelerada.

Gráfico N°16 – Evolución del ROE



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Esta baja sostenida del índice de rentabilidad sobre el patrimonio se explica por un lado por la disminución en los niveles de apalancamiento que van desde 9,9 a 7,0. Esto se debe a la continua capitalización del 69% promedio de los resultados y por el otro, por la baja consistente del spread (tasa activa menos tasa pasiva). Este cae debido a que las tasas activas implícitas bajan a una velocidad mayor que la tasa pasiva implícita, como se observa en el Gráfico N°18; esta baja se da tanto en el sistema bancario, como en los bancos privados, siendo más acentuado en el Banco Continental.

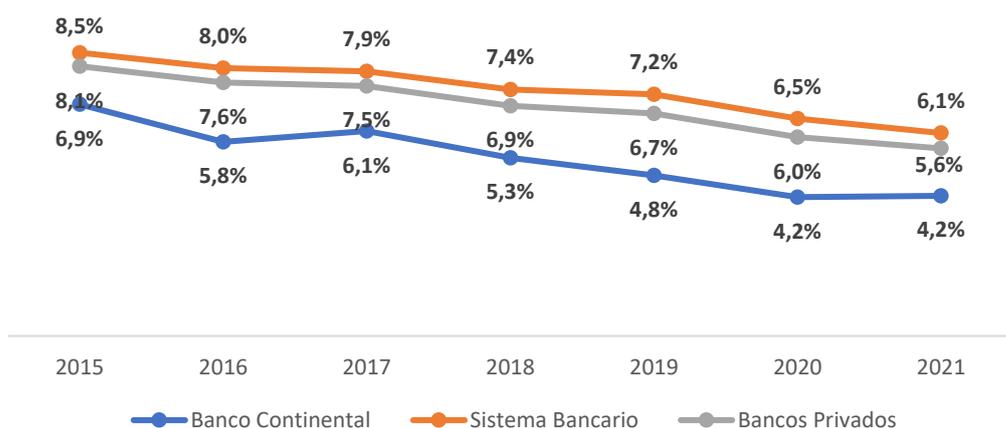
Las tasas activas caen a mayor velocidad debido a que desde el 2015 el BCP implementó, una regulación de tasas máximas para los préstamos y tarjetas de crédito.

Gráfico N°17 – Evolución del Apalancamiento (A/PN)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Gráfico N°18 – Evolución del Spread (tasa activa implícita – tasa pasiva implícita)



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Las tasas implícitas de las carteras totales de préstamos y de depósitos muestran que los productos activos del banco poseen un rendimiento inferior a sus competidores, mientras que por otra parte el costo de fondeo es superior, por la mayor proporción de pasivos remunerados: bonos + depósitos a plazo 42% vs 34% sistema y bancos privados 33%.

Tabla N°8 – Tasas

Dic 2021	Banco Continental	Sistema Bancario	Bancos Privados
Tasa Activa Implícita	7,0%	8,6%	8,2%
Tasa Pasiva Implícita	2,8%	2,6%	2,6%
Spread	4,2%	6,1%	5,6%

Por último, con respecto al indicador de eficiencia este se ubicó en promedio al 41,4%, con excepción en el 2021 que se registró del 48,5%, por debajo del sistema bancario 52,3% y de bancos privados 51,8%, mostrando ser más eficientes que sus competidores.

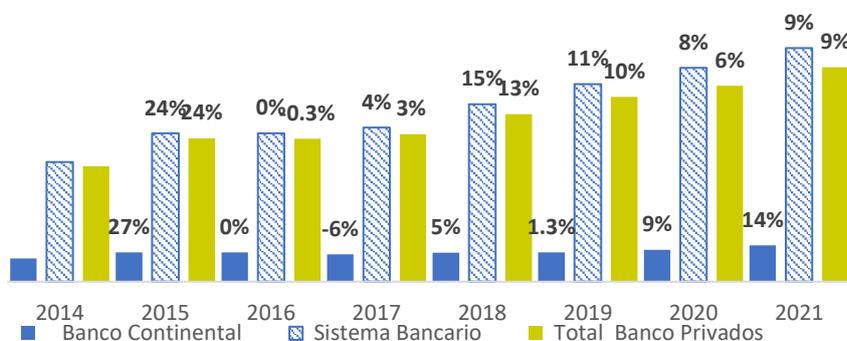
Tabla N°9 – Eficiencia

Dic 2021	Banco Continental	Sistema Bancario	Bancos Privados
Gastos Administrativos/Margen Operativo eficiencia	48,5%	52,3%	51,8%

Análisis de la cartera de créditos

En el siguiente gráfico se ve la evolución de la cartera de créditos y la variación anual.

Gráfico N°19 – Evolución de la cartera de créditos y su variación

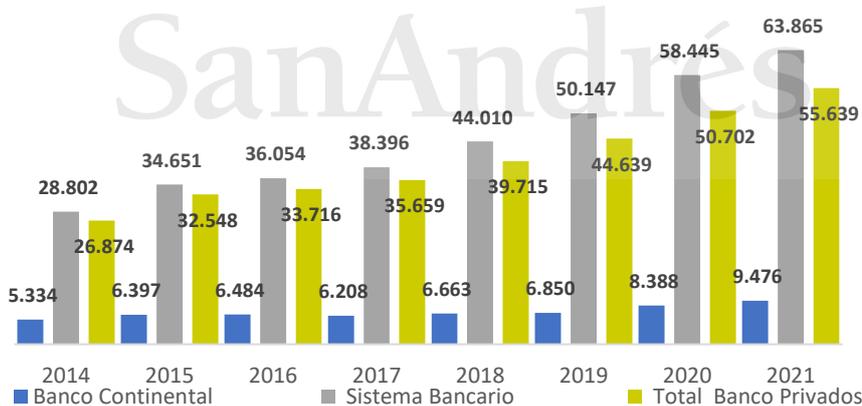


Fuente: Banco Central del Paraguay.

Si bien el Banco Continental es líder en este segmento, durante el periodo analizado, el banco creció a una tasa anual compuesta del 7%, por debajo del crecimiento anual del sistema bancario 10% y del total bancos privados 9%.

Gráfico N°20 – Evolución de la cartera de créditos, en moneda local, expresado en mil millones de

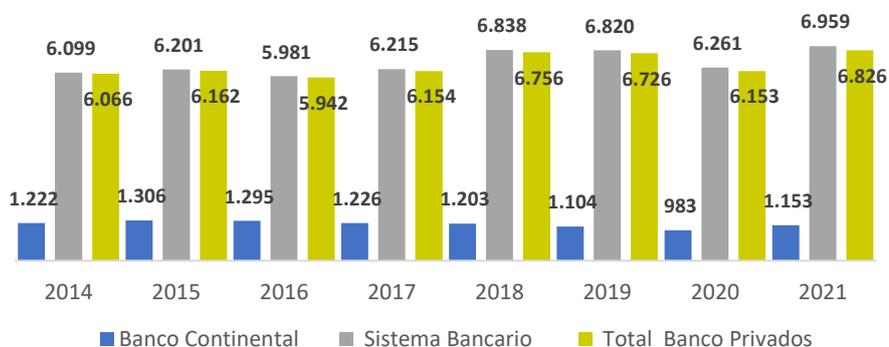
Gs.



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Si analizamos la evolución de la cartera en moneda local, podemos ver como el Banco Continental crece a una tasa anual compuesta de 9%, siendo está por debajo del sistema 12% y del total de los banco privados 11%. Sin embargo, si nos focalizamos en el último año, el crecimiento del Banco Continental en moneda local fue de 13%, superior al del sistema 9% y al del total de los bancos privados 10%.

Gráfico N°21 – Evolución de la cartera de créditos, en moneda extranjera, expresados en millones de Gs.

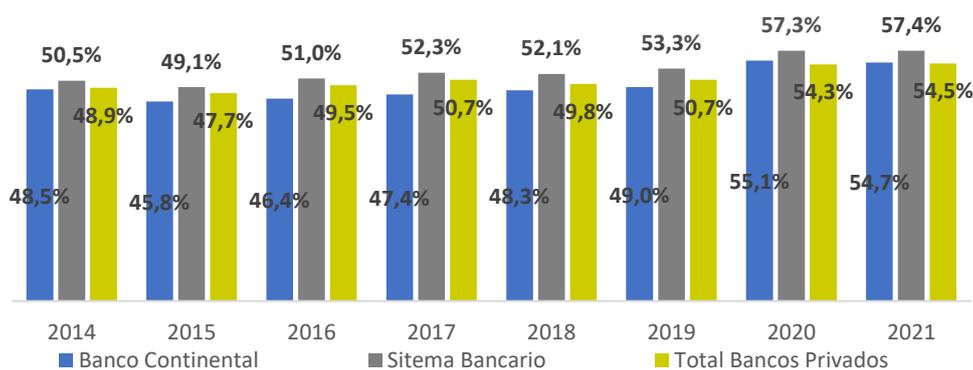


Fuente: Banco Central del Paraguay.

Por el lado de la evolución de los préstamos en moneda extranjera, el Banco tuvo una cartera promedio prácticamente constante durante el periodo analizado.

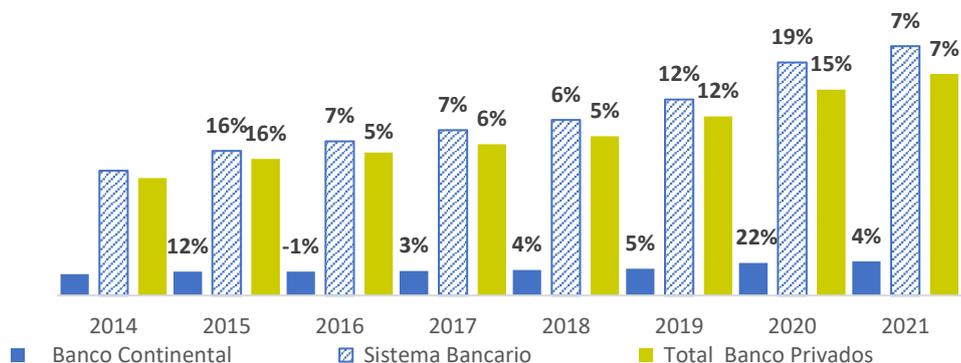
Como se observa en el siguiente gráfico, podemos ver un aumento de la participación de los préstamos en moneda local respecto de la cartera total desde 2020. El Banco Continental muestra un cambio en esta composición pasando de un 48,5% a un 54,7%. Esta migración se debe a factores específicos de la economía paraguaya durante la pandemia, en donde la tasa de interés en moneda local se ubicó en niveles históricamente bajos, tasa de política monetaria 0,8%.

Gráfico N°22 – Participación de créditos en moneda local



Fuente: Banco Central del Paraguay.

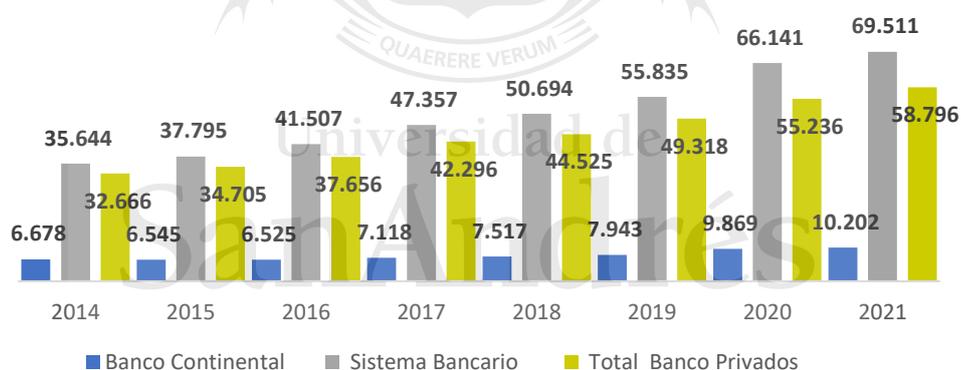
Gráfico N°23 - Evolución de la cartera de depósitos y su variación.



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Cuando analizamos la evolución de los depósitos, la tasa de crecimiento anual compuesta del banco es del 7%, ubicándose por debajo del sistema bancario 9% y del total de los bancos privados 10%.

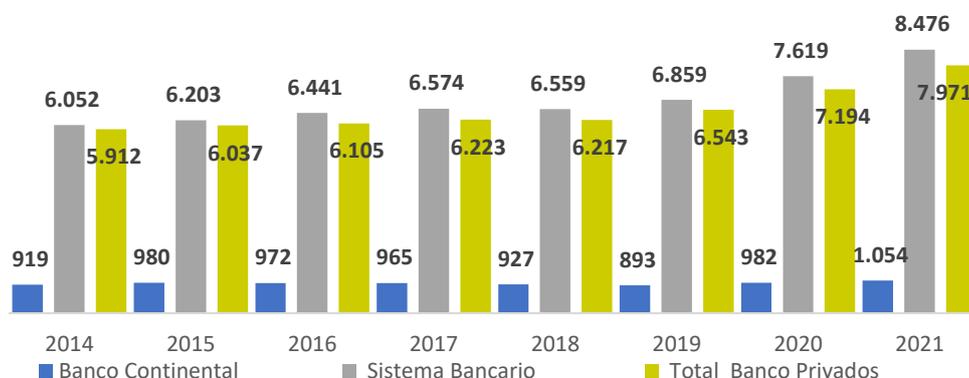
Gráfico N°24 – Evolución de la cartera de depósitos, en moneda local, expresados en mil millones de Gs.



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Durante el periodo analizado, la tasa de crecimiento anual compuesta de depósitos en moneda local se ubica en 6%, por debajo del crecimiento del sistema bancario 10% y del total de bancos privados 9%.

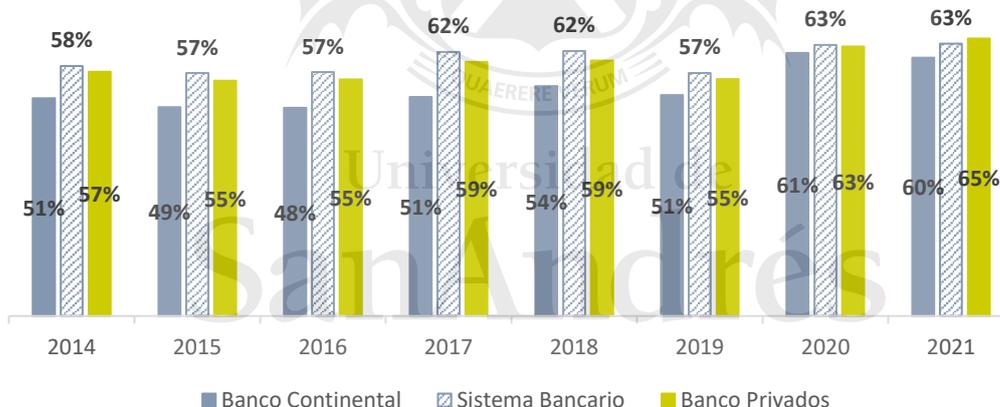
Gráfico N°25 – Evolución de la cartera de depósitos, en moneda extranjera, expresados en millones de Gs.



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Los depósitos en moneda extranjera crecieron a una tasa anual compuesta del 2%, por debajo del crecimiento del sistema bancario 5% y del promedio del total de bancos privados 4%.

Gráfico N°26 – Evolución de depósitos a la vista



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Analizando la participación de la evolución de los depósitos vista, dentro del total de los depósitos, podemos ver como el Banco aumenta su participación en un 10%. Este cambio de mix implica un menor costo de fondeo para la entidad.

Análisis FODA del Banco Continental

Del análisis de las fortalezas, oportunidades, debilidad y amenazas del Banco Continental se desprenden los siguientes puntos como conclusión:

Tabla N°10 – FODA

Debilidades	Fortalezas
<p>Niveles de morosidad: Bienes adjudicados.</p> <p>Gestión con alta dependencia del presidente de la entidad, cuya participación accionaria es mayoritaria.</p>	<p>Buena cobertura geográfica de las sucursales de la entidad.</p> <p>Cartera activa bien diversificada y atomizada, por política interna no pueden invertir mas del 20% de la cartera total en un sector específico. Know how y expertise en Pymes y créditos personales.</p>
Amenazas	Oportunidades
<p>Fuerte dependencia de la economía de los factores climáticos favorables.</p>	<p>Desarrollar cross selling (servicios, fwd, cash management).</p>

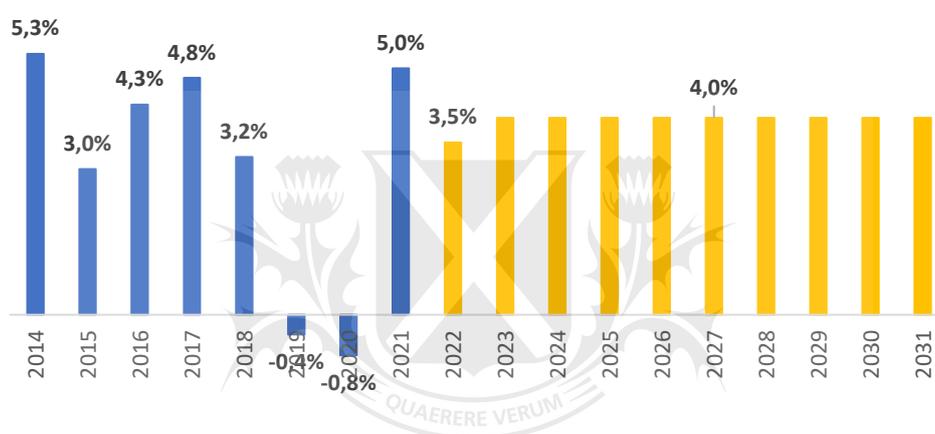
4. PROYECCIÓN DEL ESCENARIO MACROECONÓMICO

En esta sesión se describirán las principales variables macroeconómicas que afectan a las entidades financieras y sus estimaciones para los próximos 10 años.

4.1 PBI

El crecimiento económico medido a partir de la variación del PBI real se proyectó en línea con la proyección del Banco Central del Paraguay en el mes de diciembre 2021. Dicho relevamiento contiene las proyecciones para el período 2021, 5% - 2022, 3,5%, mientras que para los años posteriores se estimó un crecimiento estable del 4% producto potencial.

Gráfico N°27 – Proyección de PBI real anual

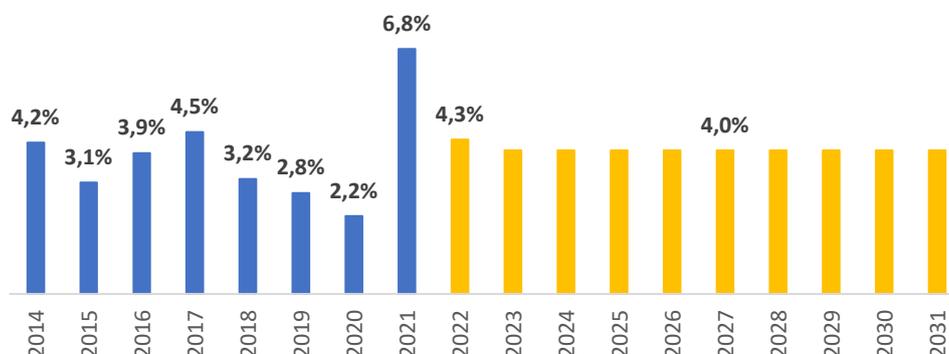


Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2022), proyección propia (2023-2031).

4.2. INFLACIÓN

Para proyectar la inflación del año 2022 se tomó la proyección de Banco Itaú 4,30%, para los periodos posteriores, se tuvo en cuenta la meta del Banco Central, estabilizada en 4%.

Gráfico N°28 – Proyección de Inflación

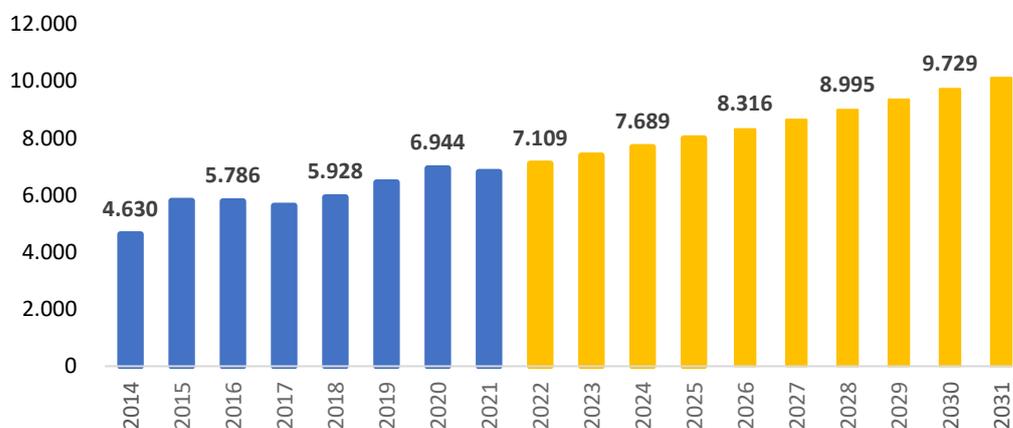


Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), informe Banco Itaú (2022), proyección propia (2023-2031).

4.3. TIPO DE CAMBIO

Para la proyección se consideró la tasa de depreciación neta entre el guaraní y el dólar americano, del 4%.

Gráfico N°29 – Proyección de la Tasa de cambio PYG/USD

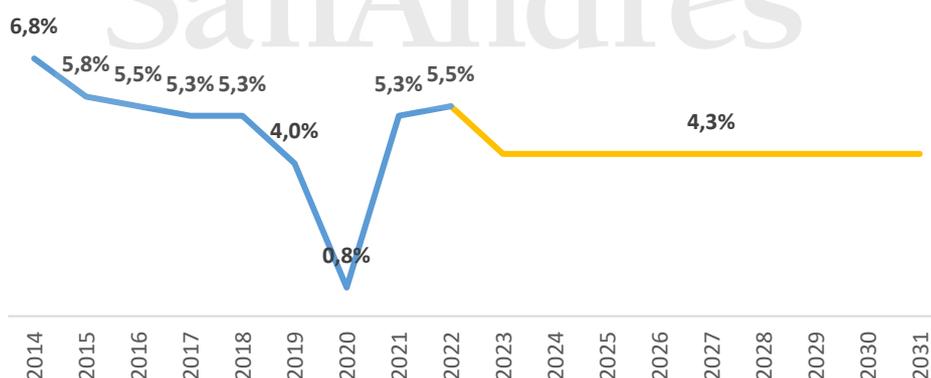


Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), proyección propia (2023-2031).

4.4. TASA DE POLÍTICA MONETARIA

Para la proyección de la tasa de política monetaria, se consideró la abrupta suba del 2021 donde la tasa ascendió a 5,3%. Para 2022 se utiliza la proyección de Banco Itaú y para el resto de los periodos, se proyecta una tasa consistente con la meta de inflación.

Gráfico N°30 – Proyección tasa de política monetaria



Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), informe Banco Itaú (2022), proyección propia (2023-2031).

4.5. SISTEMA FINANCIERO

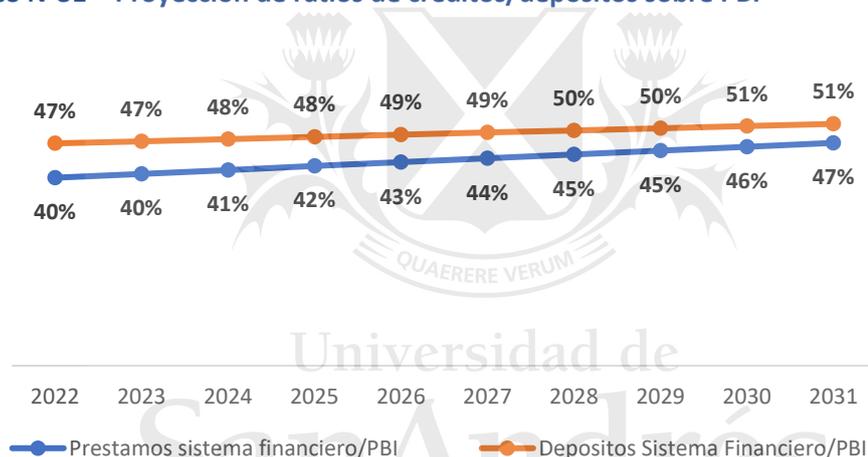
Los créditos y depósitos del sistema financiero, considerando solo bancos, se determinaron a partir de la proyección de los siguientes ratios:

- Créditos del Sistema Financiero / PBI Nominal
- Depósitos del Sistema Financiero / PBI Nominal

Para obtener el PBI nominal, se utilizó el PBI real y el nivel de inflación como deflactor del PBI.

Para estimar los préstamos se utiliza el ratio con respecto a PBI nominal, partiendo de 40%, para el 2022 con un crecimiento escalonado hasta alcanzar un 47% en el 2031 para conservar relación con el crecimiento promedio histórico del 10% para los préstamos. Del mismo modo, para los depósitos se parte de un 47% hasta alcanzar un 51% sobre el PBI nominal, para alcanzar niveles históricos del 51%.

Gráfico N°31 – Proyección de ratios de créditos/depósitos sobre PBI

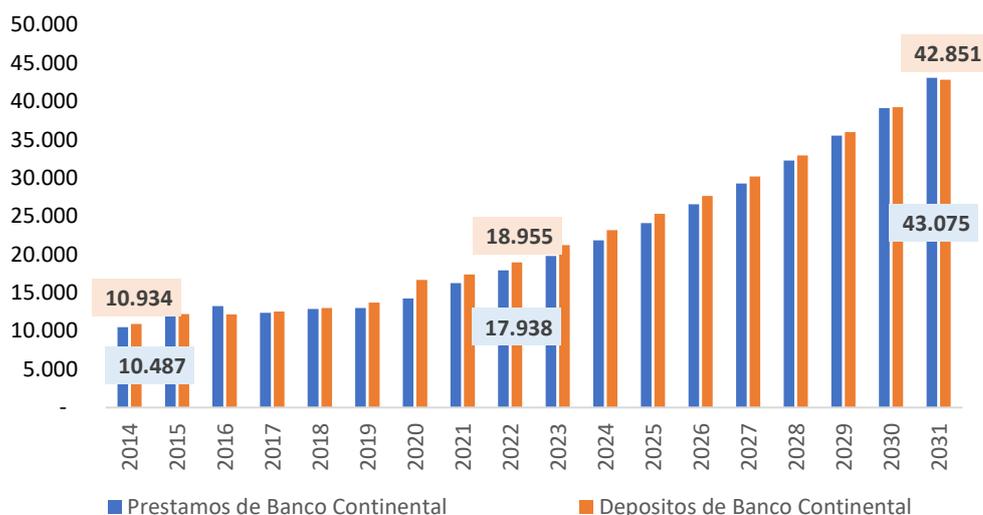


Fuente: proyección propia (2023-2031).

El total de créditos del sistema financiero, a fin del período proyectado asciende a Gs 281.699.971 millones, mientras que los depósitos alcanzan los Gs 305.674.437 millones en 2031. Los préstamos crecen a una tasa constante del 10% año tras año, y los depósitos a una tasa del 9%.

El total de créditos del Banco Continental asciende a Gs 43.074.639 millones, mientras que los depósitos alcanzan los Gs 42.850.643 millones en 2031. De esta forma el Banco conserva la misma cuota de mercado, créditos 15% y depósitos 14%.

Gráfico N°32 – Préstamos y depósitos del Banco Continental, expresados en mil millones de Gs.



Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), proyección propia (2022-2031).

5. PROYECCIÓN DEL FLUJO DE FONDO

5.1. ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL

A continuación, se detalla la metodología, supuestos y estimaciones utilizadas para la proyección de los rubros correspondientes a los activos y pasivos del balance de gestión.

5.1.1. ACTIVO

Caja y Liquidez

Se proyectó en las siguientes líneas:

- Caja y Bancos
- Banco central que comprende: encaje legal, cuenta corriente, depósitos en BCP y otros
- Inversiones en valores públicos.

En el caso de caja y bancos, para su proyección se analizó la evolución del ratio histórico de caja y bancos sobre depósitos, para cada una de las monedas.

Para moneda local, se proyectó un ratio del 4%, el mismo no presenta fuertes variaciones a nivel histórico. Por el lado de dólares, se utilizó el ratio de 5%, correspondiente con el último año, ya que en los últimos años su comportamiento muestra un alto grado de volatilidad.

Tabla N°11: Caja y Liquidez, expresado en millones de Gs.

Moneda local	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Caja y Bancos	387.904	417.985	468.398	511.499	558.515	609.797	944.896
Depósitos	10.201.742	10.865.151	12.175.583	13.295.945	14.518.077	15.851.130	24.561.721
Ratio	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

Moneda extranjera	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Caja y Bancos	348.314	393.340	442.172	484.378	530.561	581.088	914.446
Depósitos	7.186.895	8.090.308	9.066.070	9.900.304	10.810.317	11.802.922	18.288.922
Ratio	5%	5%	5%	5%	5%	5%	5%

Banco central comprende encaje legal, cuenta corriente, depósitos en BCP y otros. Para su proyección se tuvo en cuenta la proporción promedio histórica de cada uno de sus componentes sobre depósitos, considerando moneda local y moneda extranjera.

Al no contar con la información detallada de la vigencia de los depósitos a plazo para las proyecciones se utilizó el encaje promedio. En los últimos 6 años prepandemia el ratio encaje legal sobre depósitos se mantuvo constante en 8% en guaraníes y 14% en dólares.

Tabla N°12: Relación histórica de encaje legal con respecto a depósitos, expresado en millones de Gs.

Moneda local	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Encaje Legal	722.609	543.989	593.392	648.982	695.647	755.210	403.879	658.030
Depósitos	6.677.689	6.544.884	6.525.120	7.118.115	7.516.563	7.943.036	9.869.046	10.201.742
Ratio	10,8%	8,3%	9,1%	9,1%	9,3%	9,5%	4,1%	6,5%

Moneda extranjera	dic-14	dic-15	dic-16	dic-17	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21
Encaje Legal	670.891	820.309	757.475	790.645	784.359	748.891	632.315	1.064.301
Depósitos	4.256.651	5.684.176	5.625.625	5.433.590	5.494.946	5.757.137	6.819.080	7.186.895
Ratio	16%	14%	13%	15%	14%	13%	9%	15%

Cuenta corriente 0,02% en moneda local y 2% para moneda extranjera, depósitos en BCP 3% solo para guaraníes; y otros 0,02% para moneda local y 0,14% para moneda extranjera.

Tabla N°13: Encaje legal, Cta. cte., depósitos en BCP y otros, expresado en millones de Gs.

Moneda local	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Banco Central	1.214.733	1.248.404	1.398.972	1.527.702	1.668.124	1.821.292	2.822.137
Encaje Legal	658.030	905.195	1.014.370	1.107.709	1.209.527	1.320.586	2.046.281
Cuenta Corriente		2.590	2.902	3.169	3.461	3.778	5.855
Depósitos BCP	556.529	338.152	378.936	413.804	451.840	493.328	764.424
Otros	174	2.467	2.765	3.019	3.297	3.599	5.577
Depósitos	10.201.742	10.865.151	12.175.583	13.295.945	14.518.077	15.851.130	24.561.721
Encaje Legal	6%	8%	8%	8%	8%	8%	8%
Cuenta Corriente	0,00%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%
Depósitos BCP	5%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Otros	0,00%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%	0,02%

Moneda extranjera	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Banco Central	1.150.203	1.303.230	1.460.411	1.594.794	1.741.384	1.901.278	2.946.078
Encaje Legal	1.064.301	1.108.091	1.241.736	1.355.997	1.480.637	1.616.589	2.504.946
Cuenta Corriente	79.400	183.440	205.565	224.480	245.114	267.621	414.685
Otros	6.501	11.699	13.110	14.317	15.633	17.068	26.448
Depósitos	7.186.895	8.090.308	9.066.070	9.900.304	10.810.317	11.802.922	18.288.922
Encaje Legal	15%	14%	14%	14%	14%	14%	14%
Cuenta Corriente	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Otros	0,09%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%	0,14%

Para inversiones en valores públicos moneda local, se consideró el promedio histórico 27% sobre los depósitos y se proyectó de forma escalonada partiendo desde el 2021 hasta 2031.

Tabla N°14: Valores públicos, expresado en millones de Gs.

Moneda local	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Valores Públicos	2.150.176	2.349.308	2.699.116	3.020.057	3.376.901	3.773.493	6.517.477
Depósitos	10.201.742	10.865.151	12.175.583	13.295.945	14.518.077	15.851.130	24.561.721
Valores Públicos	21%	22%	22%	23%	23%	24%	27%

Interbancario

Se proyectó considerando el promedio histórico del ratio interbancario sobre depósitos a plazo, depósitos a la vista y emisiones de bonos, siendo 6% para moneda local y 22% para moneda extranjera, en línea con los últimos años.

Tabla N°15: Interbancario, expresado en millones de Gs.

Moneda local	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Interbancario	762.088	673.367	755.521	828.239	907.961	994.839	1.570.917
Depósitos a la vista	5.688.507	6.014.175	6.689.950	7.251.390	7.858.793	8.515.833	12.695.337
Depósitos a plazo	4.513.235	4.850.976	5.485.633	6.044.555	6.659.284	7.335.297	11.866.384
Bonos	156.250	196.875	236.051	310.308	397.840	492.015	1.245.176
Ratio	7%	6%	6%	6%	6%	6%	6%

Moneda extranjera	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Interbancario	2.044.875	2.248.466	2.459.223	2.701.113	2.962.158	3.232.780	4.993.844
Depósitos a la vista	4.768.147	5.230.282	5.707.314	6.064.548	6.438.613	6.829.597	9.031.472
Depósitos a plazo	2.418.748	2.860.026	3.358.756	3.835.756	4.371.703	4.973.325	9.257.450
Bonos	2.294.552	2.335.128	2.336.578	2.623.914	2.924.286	3.186.471	4.865.978
Ratio	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%

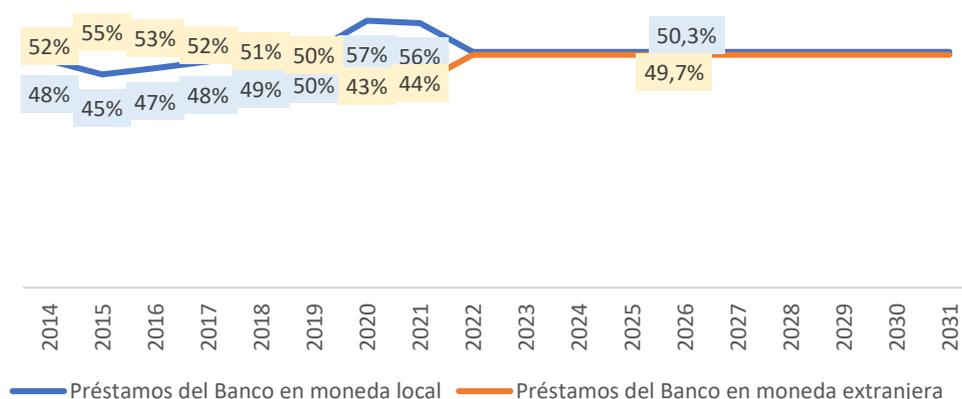
Préstamos

Los préstamos se proyectaron a partir de la definición de la cuota de mercado del Banco Continental respecto del total de préstamos del sistema financiero paraguayo.

Supuesto principal que la participación en el mercado total de préstamos permanecerá constante al 15% durante los 10 años correspondientes bajo análisis, tomando como referencia el 2021.

Para la proyección de las participaciones se consideró el promedio histórico de los últimos 8 años, moneda local 50,3% y moneda extranjera 49,7%, esta proporción se mantuvo constante durante los 10 años de la proyección.

Gráfico N°33 – Participación de préstamos en moneda local y moneda extranjera

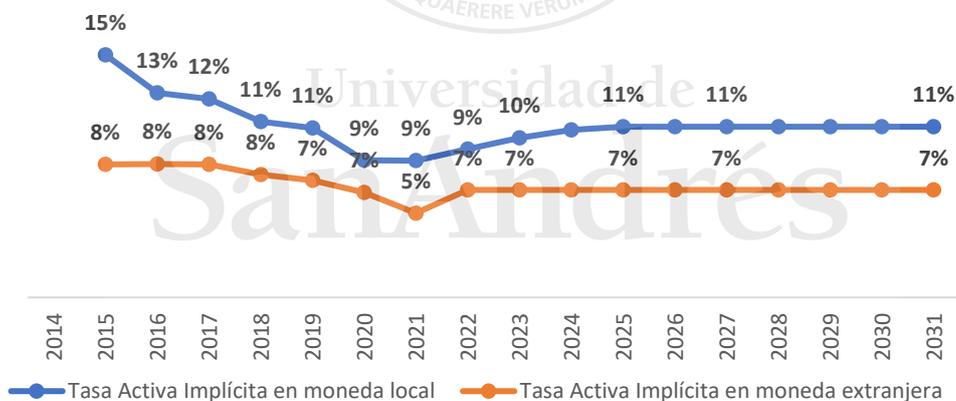


Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), proyección propia (2022-2031).

La tasa activa en guaraníes se proyectó considerando como objetivo el spread entre la tasa de política monetaria y la tasa activa implícita, de los últimos años (2014-2021). Partiendo desde 9% y desde allí, se consideró un crecimiento del spread escalonado hasta llegar al 11%.

La tasa activa para dólares se proyectó considerando el promedio histórico de los últimos 7 años, 7%.

Gráfico N°34 – Tasa Activa implícita en moneda local y en moneda extranjera



Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), proyección propia (2022-2031).

Previsiones

Los saldos de provisiones se estimaron partiendo de un ratio provisiones sobre préstamos del 3,30% hasta alcanzar un 4,20% en 2031. Para este punto se consideró que el banco va a ir ganando cuota de mercado en el mercado de préstamos personales, donde los niveles de mora son más altos.

Tabla N°16: Previsiones, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Previsiones	-512.593	-600.859	-683.074	-775.571	-879.550	-996.345	-1.830.516
Préstamos	16.274.678	17.938.022	19.801.336	21.849.300	24.099.645	26.571.760	43.074.639
Ratios	-3%	-3,3%	-3,4%	-3,5%	-3,6%	-3,7%	-4,2%

Otros activos y Bienes adjudicados

Ambas cuentas se proyectaron teniendo en cuenta, el promedio del ratio histórico de cada cuenta sobre préstamos, siendo una proporción de 4% para otros activos y 3% para bienes adjudicados.

Tabla N°17: Otros Activos, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Otros Activos	422.361	755.258	833.711	919.938	1.014.686	1.118.771	1.813.604
Préstamos	16.274.678	17.938.022	19.801.336	21.849.300	24.099.645	26.571.760	43.074.639
Ratios	3%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

Tabla N°18: Bienes Adjudicados, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Bienes adjudicados	496.018	521.095	575.224	634.717	700.089	771.903	1.251.307
Préstamos	16.274.678	17.938.022	19.801.336	21.849.300	24.099.645	26.571.760	43.074.639
Ratios	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%

Bienes fijos

Se proyectó teniendo en cuenta la tasa de inflación, 4% fija.

Tabla N°19: Bienes Fijos, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Bienes fijos	793.115	827.219	860.308	894.720	930.509	967.730	1.177.391
Inflación	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

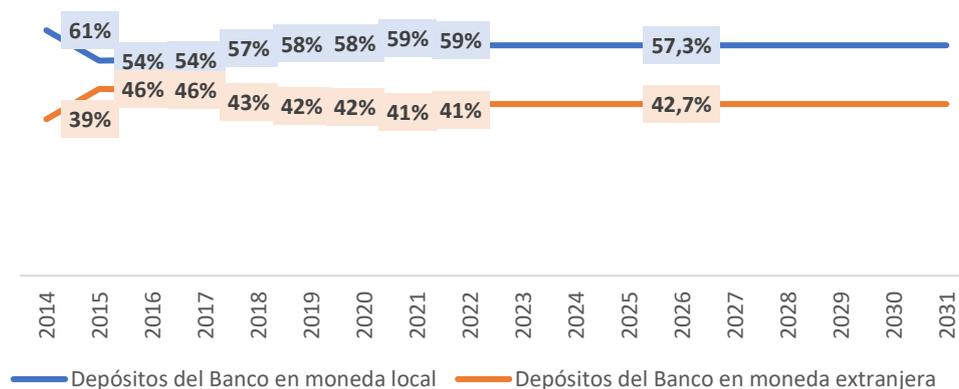
5.1.2 PASIVO

Depósitos

De la misma manera que es estimaron los préstamos, los depósitos se proyectaron suponiendo que la participación de mercado de estos permanecerá constante durante 10 años, 14%.

Para la proyección de las participaciones de los depósitos, se consideró el promedio histórico de los últimos 8 años, moneda local 57,3% y moneda extranjera 42,7%, esta proporción se mantuvo constante durante los 10 años de la proyección.

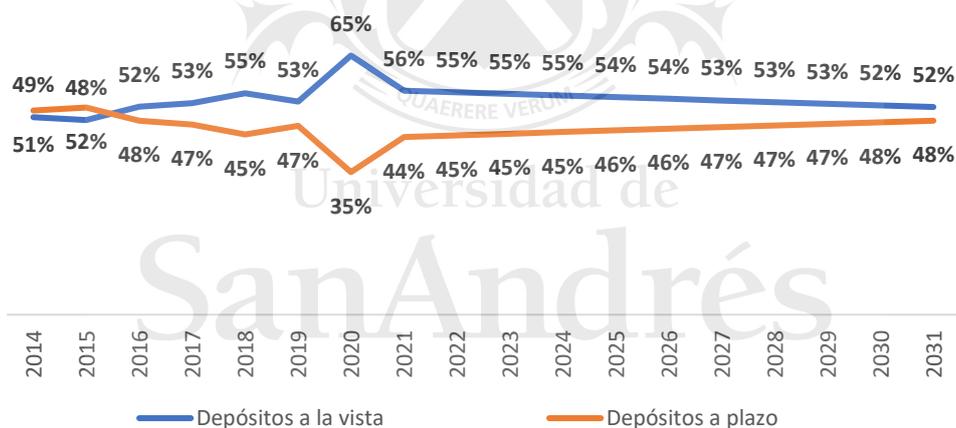
Gráfico N°35 – Participación de depósitos en moneda local y en moneda extranjera



Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), proyección propia (2022-2031).

Por el lado de la composición en moneda local de los depósitos a la vista y a plazo, se partió desde la composición del 2021 (56% vista - 44% plazo) hasta llegar escalonadamente a la proporción promedio histórica (52% - 48%) respectivamente.

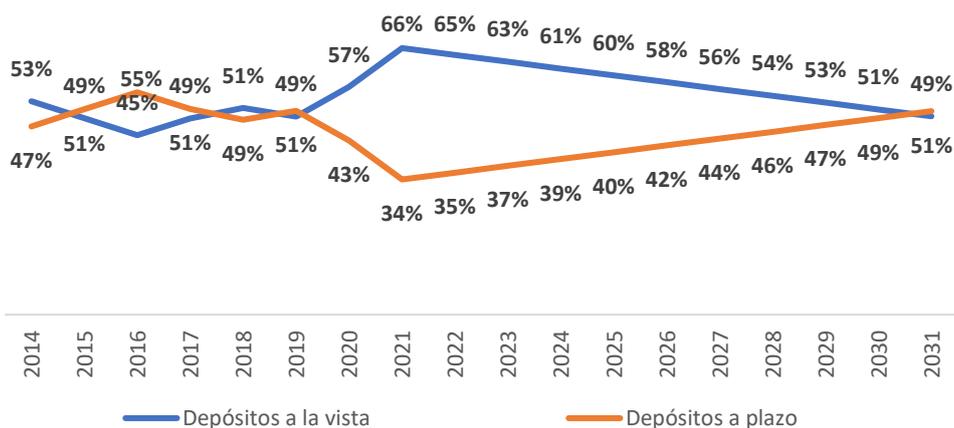
Gráfico N°36 – Participación de depósitos en moneda local



Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), proyección propia (2022-2031).

Asimismo, la composición de los depósitos a la vista y a plazo en dólares se partió desde la composición del 2021 (66% vista - 34% plazo) hasta llegar escalonadamente a la proporción promedio histórica (49% - 51%).

Gráfico N°37 – Participación de depósitos en moneda extranjera

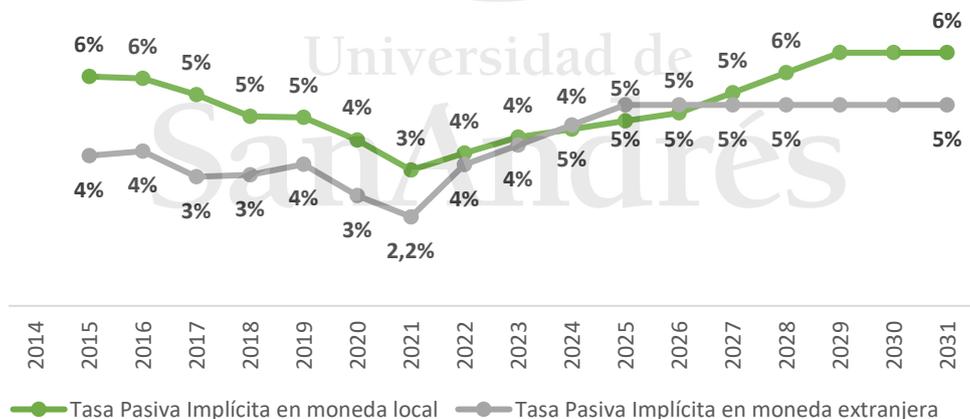


Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), proyección propia (2022-2031).

La tasa pasiva en guaraníes se proyectó considerando la proyección de la tasa de política monetaria más el promedio del spread histórico entre la tasa de política monetaria y la tasa pasiva implícita.

La tasa pasiva en dólares se proyectó considerando las subas de tasas estimadas de la FED y la composición de depósitos a vista y a plazo proyectada, partiendo de 2% (2021) hasta llegar a 5%, promedio histórico.

Gráfico N°38 – Tasa pasiva implícita en moneda local y en moneda extranjera



Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), proyección propia (2022-2031).

Bonos

Para el cierre de balance, se tomó como supuesto que el mismo se realiza a través de emisión de bonos. Para acompañar el mayor crecimiento de los préstamos, desde el 2024 se asume que la compañía se financia a través de la emisión de bonos.

Se toma como supuesto que el bono internacional que vence en el 2023 y los bonos en guaraníes son refinanciados al vencimiento. El monto en moneda local de bonos en dólares crece a la tasa de depreciación del tipo de cambio, 4%.

Tabla N°20: Bonos en moneda local y moneda extranjera, expresado en millones de Gs.

Moneda local	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Bonos	156.250	196.875	236.051	310.308	397.840	492.015	1.245.176
Depósitos	10.201.742	10.865.151	12.175.583	13.295.945	14.518.077	15.851.130	24.561.721
Ratio	2%	2%	2%	2%	3%	3%	5%

Moneda extranjera	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Bonos	2.294.552	2.335.128	2.336.578	2.623.914	2.924.286	3.186.471	4.865.978
Depósitos	7.186.895	8.090.308	9.066.070	9.900.304	10.810.317	11.802.922	18.288.922
Ratio	32%	29%	26%	27%	27%	27%	27%

Bancos

Se proyectó considerando la proporción promedio histórica entre depósitos a la vista, a plazo y bonos de forma tal que mantenga la proporción entorno al 8%.

$$\text{Ratio} = \frac{\text{Bancos}}{\text{Bonos} + \text{depósitos a la vista} + \text{depósitos a plazo}}$$

Tabla N°21: Bancos, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Depositos a la vista	10.456.654	11.244.457	12.397.264	13.315.937	14.297.407	15.345.430	21.726.809
Depositos a plazo	6.931.982	7.711.001	8.844.389	9.880.311	11.030.987	12.308.622	21.123.834
Bancos	2.008.075	2.209.145	2.373.373	2.567.040	2.776.510	3.003.073	4.445.282
Bonos	2.450.802	2.532.003	2.572.629	2.934.221	3.322.126	3.678.486	6.111.154
Depositos	79,6%	80,0%	81,1%	80,8%	80,6%	80,5%	80,2%
Bancos	9,2%	9,3%	9,1%	8,9%	8,8%	8,7%	8,3%
Bonos	11,2%	10,7%	9,8%	10,2%	10,6%	10,7%	11,4%

Otros pasivos

Se tuvo en cuenta la relación histórica de los últimos 3 años, entre el total del activo y otros pasivos, se mantuvo constante en 1%.

Tabla N°22: Otros pasivos, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Total Activo	25.772.859	28.074.836	31.071.316	34.190.886	37.610.982	41.348.387	66.196.220
Otros Pasivos	267.382	252.340	263.760	313.275	368.566	425.444	642.481
Ratio	1%						

5.2 ESTADO DE RESULTADO

A continuación, se detalla la metodología, supuestos y estimaciones utilizadas para la proyección de cada componente del estado de resultado.

Ingresos Financieros:

- **Intereses**

Se calculó en base a la proyección de la tasa activa implícita sobre la proyección de activos remunerados (créditos e interbancarios), considerando la apertura de moneda local y extranjera.

Tabla N°23: Ingresos por préstamos, expresado en millones de Gs.

Moneda local	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Interbancario	762.088	673.367	755.521	828.239	907.961	994.839	1.570.917
Préstamos	9.181.427	9.020.661	9.957.683	10.987.562	12.119.214	13.362.389	21.661.346
Activos remunerados	9.943.515	9.694.028	10.713.203	11.815.801	13.027.175	14.357.229	23.232.263
Tasa Activa Implícita	9%	9%	10%	11%	11%	11%	11%
Intereses	852.784	901.545	1.071.320	1.240.659	1.393.908	1.536.223	2.485.852

Moneda extranjera	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Interbancario	2.044.875	2.248.466	2.459.223	2.701.113	2.962.158	3.232.780	4.993.844
Préstamos	7.093.251	8.917.361	9.843.653	10.861.739	11.980.431	13.209.371	21.413.293
Activos remunerados	9.138.126	11.165.827	12.302.875	13.562.851	14.942.589	16.442.151	26.407.137
Tasa Activa Implícita	5%	7%	7%	7%	7%	7%	7%
Intereses	483.542	751.908	828.477	913.324	1.006.236	1.107.217	1.778.260
Total intereses	1.336.326	1.653.453	1.899.798	2.153.983	2.400.144	2.643.440	4.264.112

El total de intereses por préstamos llega a Gs 4.264.112 millones en el último año proyectado, de los cuales el 58%, Gs 2.485.852 corresponde al ingreso en moneda local y el 42%, Gs 1.778.260 provenientes de dólares.

- **Títulos**

La tasa de los títulos se proyectó teniendo en cuenta la proyección de la tasa de política monetaria más el spread histórico entre la tasa de política monetaria y la tasa de títulos, partiendo de forma escalonada.

Cabe destacar que en Paraguay los títulos se valúan a costo más rendimiento, por la escasa profundidad del mercado secundarios de bonos locales.

Gráfico N°39 – Tasa de Títulos



Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), proyección propia (2022-2031).

Tabla N°24: Títulos, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Valores Públicos	2.150.176	2.349.308	2.699.116	3.020.057	3.376.901	3.773.493	6.517.477
Tasa de los títulos	3,9%	6,0%	6,5%	7,0%	7,5%	8,0%	8,0%
Títulos	82.987	141.123	175.631	211.615	253.504	302.144	521.854

Egresos financieros

Se proyecta a nivel consolidado, ya que la información disponible no permite la apertura de cada uno de los componentes, utilizando las estimaciones de tasa pasiva implícita, teniendo en cuenta la apertura en moneda local y extranjera.

Tabla N°25: Egresos financieros en moneda local y moneda extranjera, expresado en millones de Gs.

Moneda local	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Depósitos a la vista	5.688.507	6.014.175	6.689.950	7.251.390	7.858.793	8.515.833	12.695.337
Depósitos a plazo	4.513.235	4.850.976	5.485.633	6.044.555	6.659.284	7.335.297	11.866.384
Bancos	745.958	820.651	881.659	953.602	1.031.416	1.115.580	1.651.330
Bonos	156.250	196.875	236.051	310.308	397.840	492.015	1.245.176
Pasivos financieros	11.103.950	11.882.677	13.293.293	14.559.854	15.947.333	17.458.724	27.458.227
Tasa Pasiva Implícita	3%	4%	4%	4%	5%	5%	6%
Egresos	374.962	451.542	558.318	640.634	733.577	838.019	1.729.868
Moneda extranjera	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Depósitos a la vista	4.768.147	5.230.282	5.707.314	6.064.548	6.438.613	6.829.597	9.031.472
Depósitos a plazo	2.418.748	2.860.026	3.358.756	3.835.756	4.371.703	4.973.325	9.257.450
Bancos	1.262.117	1.388.493	1.491.714	1.613.438	1.745.094	1.887.494	2.793.952
Bonos	2.294.552	2.335.128	2.336.578	2.623.914	2.924.286	3.186.471	4.865.978
Pasivos financieros	10.743.564	11.813.929	12.894.363	14.137.655	15.479.697	16.876.887	25.948.852
Tasa Pasiva Implícita	2%	4%	4%	5%	5%	5%	5%
Egresos	237.830	415.106	515.775	636.194	773.985	843.844	1.297.443
Total egresos financieros	612.792	866.647	1.074.093	1.276.828	1.507.562	1.681.863	3.027.311

Resultado por Servicio

Para la proyección se tuvo en cuenta, como punto de partida, el histórico de la relación de resultados por servicio e ingresos financieros. Adicionalmente, se consideró un incremento paulatino hasta que dicho

ratio alcance un nivel del 30%, suponiendo que el Banco alcanza los niveles transaccionalidad del Banco Itaú, el banco más transaccional del país.

Tabla N°26: Resultados por servicio, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-30	dic-31
Intereses	1.249.102	1.653.453	1.899.798	2.153.983	2.400.144	2.643.440	3.878.978	4.264.112
Resultado por Servicio	182.799	255.238	305.560	360.109	457.031	566.222	1.205.194	1.422.520
Ratio	14%	14%	15%	15%	17%	19%	28%	30%

Gastos Administrativos

Se proyectó considerando la inflación para los próximos 10 años, 4%.

Tabla N°27: Gastos Administrativos, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Gastos Administrativos	478.131	496.866	516.741	537.410	558.907	581.263	707.195
Inflación	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

Otros gastos

Se proyectó como proporción ente otros ingresos (Gastos) e ingresos financieros. Utilizando el promedio histórico del 4%.

Tabla N°28: Otros gastos, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Ingresos Financieros	1.332.089	1.794.576	2.075.429	2.365.599	2.653.648	2.945.584	4.785.967
Otros Ingresos /(Gastos)	76.863	66.893	77.362	88.178	98.916	109.798	178.398
Ratio	6%	4%	4%	4%	4%	4%	4%

Otros ingresos / gastos no operacionales

Se tuvo en cuenta la relación histórica de ingreso financiero y otros ingresos (gastos), promedio 3% para los primeros años de las proyecciones y luego se consideró un 2%.

Tabla N°29: Otros ingresos, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Ingresos Financieros	1.332.089	1.794.576	2.075.429	2.365.599	2.653.648	2.945.584	4.785.967
Otros Ingresos /(Gastos) no operacional	52.410	54.507	56.687	58.955	61.313	63.765	77.580
Ratio	4%	3%	3%	2%	2%	2%	2%

Provisión IR/CS

El resultado antes de IR se multiplicó por una alícuota marginal histórica del 7%. Si bien el impuesto a la renta es del 10%, se consideró la alícuota marginal, ya que los resultados por títulos están exentos.

Tabla N°30: Provisión IR/CS, expresado en millones de Gs.

	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Resultado Antes de IR, CS/Part.	507.681	719.435	841.989	966.106	1.100.459	1.305.447	2.523.321
Provisión IR/CS (Impuestos)	-42.060	-50.360	-58.939	-67.627	-77.032	-91.381	-176.632
Ratio	-8%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%	-7%

6. ANÁLISIS DE LOS ESTADOS PROYECTADOS

6.1 ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL

Para brindar una visión integral de las proyecciones de los Estados Contables del Banco Continental, se analizan los principales aspectos a nivel global del estado de situación patrimonial, estado de resultados y los principales indicadores estimados para Banco.

Tabla N°31: Estado de situación patrimonial proyectado, expresado en millones de Gs.

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28	dic-29	dic-30	dic-31	CAGR
ACTIVO												proyecciones
Caja y Liquidez	5.251.330	5.712.267	6.469.069	7.138.430	7.875.484	8.686.949	9.580.193	10.563.307	11.645.168	12.835.515	14.145.034	10,4%
<i>Caja y Bancos</i>	736.218	811.325	910.570	995.877	1.089.075	1.190.886	1.302.097	1.423.568	1.556.236	1.701.122	1.859.342	9,7%
<i>Banco Central</i>	2.364.936	2.551.634	2.859.384	3.122.496	3.409.508	3.722.570	4.064.021	4.436.410	4.842.512	5.285.350	5.768.215	9,3%
<i>Inversiones en valores</i>	2.150.176	2.349.308	2.699.116	3.020.057	3.376.901	3.773.493	4.214.075	4.703.329	5.246.420	5.849.042	6.517.477	11,7%
Inbterbancario	2.806.962	2.921.833	3.214.743	3.529.352	3.870.119	4.227.619	4.621.971	5.057.560	5.536.180	6.034.553	6.564.761	8,9%
Crédito	16.274.678	17.938.022	19.801.336	21.849.300	24.099.645	26.571.760	29.286.856	32.268.126	35.540.930	39.132.997	43.074.639	10,2%
(-) Saldo de Provisiones	-512.593	-600.859	-683.074	-775.571	-879.550	-996.345	-1.127.438	-1.274.474	-1.439.279	-1.623.878	-1.830.516	13,6%
Otros Activos	663.348	755.258	833.711	919.938	1.014.686	1.118.771	1.233.087	1.358.609	1.496.407	1.647.646	1.813.604	10,6%
Bienes adjudic	496.018	521.095	575.224	634.717	700.089	771.903	850.776	937.381	1.032.455	1.136.804	1.251.307	9,7%
Bienes fijos	793.115	827.219	860.308	894.720	930.509	967.730	1.006.439	1.046.696	1.088.564	1.132.107	1.177.391	4,0%
Total Activo	25.772.859	28.074.836	31.071.316	34.190.886	37.610.982	41.348.387	45.451.883	49.957.205	54.900.425	60.295.744	66.196.220	9,9%
PASIVO												
Depósitos a la vista	10.456.654	11.244.457	12.397.264	13.315.937	14.297.407	15.345.430	16.463.930	17.656.991	18.928.862	20.283.949	21.726.809	7,6%
Depósitos a plazo	6.931.982	7.711.001	8.844.389	9.880.311	11.030.987	12.308.622	13.726.678	15.300.001	17.044.962	18.979.610	21.123.834	11,8%
Bancos	2.008.075	2.209.145	2.373.373	2.567.040	2.776.510	3.003.073	3.248.124	3.513.171	3.799.846	4.109.913	4.445.282	8,3%
Bonos	2.450.802	2.532.003	2.572.629	2.934.221	3.322.126	3.678.486	4.095.138	4.584.541	5.144.832	5.638.237	6.111.154	9,6%
Otros Pasivos	267.382	252.340	263.760	313.275	368.566	425.444	486.643	539.841	585.854	621.228	642.481	9,2%
Total Pasivo	22.114.895	23.948.945	26.451.415	29.010.785	31.795.596	34.761.056	38.020.513	41.594.545	45.504.357	49.632.937	54.049.560	9,3%
PATRIMONIO NETO	3.657.964	4.125.891	4.619.900	5.180.101	5.815.385	6.587.331	7.431.370	8.362.660	9.396.068	10.662.807	12.146.660	12,8%
Resultado del Periodo	465.620	669.075	783.050	898.478	1.023.427	1.214.066	1.368.516	1.522.489	1.691.123	1.997.304	2.346.689	17,6%

Los activos alcanzan en el año 2031 el total de Gs 66.196.210 millones. Crecen a una tasa anual compuesta del 9,9%.

Tabla N°32: Total Activo, expresado en millones de Gs.

	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Total Activo	28.074.836	31.071.316	34.190.886	37.610.982	41.348.387	66.196.220
Variación	8,9%	10,7%	10,0%	10,0%	9,9%	9,8%

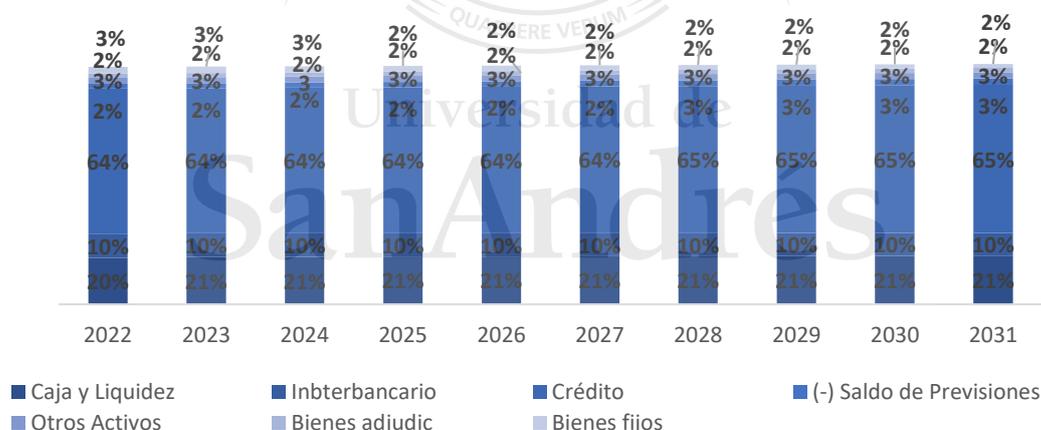
Caja y liquidez crece a una tasa del 10,4%. Mientras que créditos crece a una tasa de 10,2% y otros activos, crecen a una tasa del 10,6%.

La línea interbancaria crece a una tasa compuesta anual de 8,9%, por debajo de la tasa de crecimiento del total de activos.

Saldo de provisiones crece a una tasa superior a la del total del activo 13,6%, esto se debe al aumento de la mora, producto de la mayor participación de los créditos personales.

La tasa de crecimiento de los bienes adjudicados 9,7%, como consecuencia de un cambio en su plan de negocio. Los bienes fijos crecen a una tasa anual compuesta de 4%, en línea con la proyección de inflación esperada para los 10 años.

Gráfico N°40 – Estructura del Activo



Fuente: proyección propia (2022-2031).

Los pasivos por su parte crecen a un ritmo menor que los activos, es decir a una tasa anual compuesta de 9,3%.

Los pasivos alcanzan en el año 2031 el total de Gs 54.049.560 millones, al analizar su evolución dentro de los 10 años de proyección, su crecimiento se mantiene constante en el tiempo.

La proporción de los depósitos respecto al fondeo total permanece estable a lo largo de los 10 años, entorno al 65%. Se proyecta un cambio paulatino en el mix de depósitos vista y a plazo, partiendo de un mix

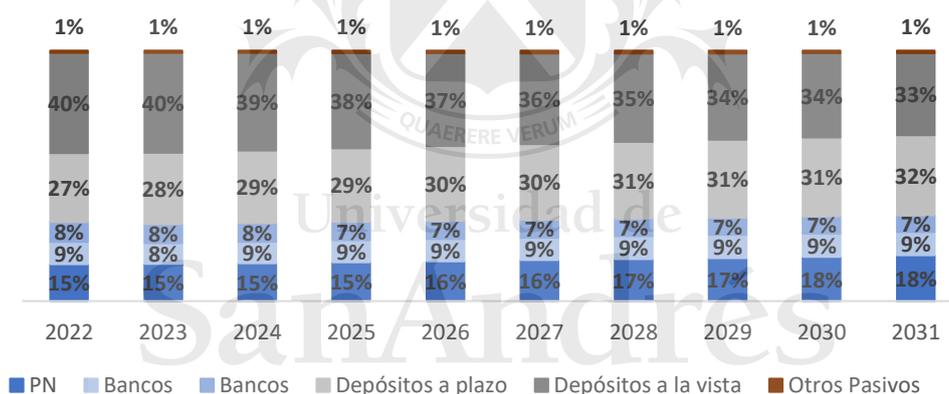
42/28, esta proporción se debe en gran medida a que durante la pandemia hubo una migración de los depósitos a plazo a la vista, alcanzando el mix histórico 33/32, impulsado en gran parte por el aumento de tasas. En el 2020 la tasa de política monetaria estaba en 0,8% pasando a 5,3% en el 2021 y luego a un nivel de 4,3% para los años proyectados.

Los depósitos a la vista crecen a una tasa anual compuesta de 7,6% por debajo al crecimiento del Pasivo. Sin embargo, los depósitos a plazo crecieron a una tasa del 11,8%.

Tabla N°33: Pasivo y Patrimonio Neto, expresado en millones de Gs.

	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-31
Total Pasivo	23.948.945	26.451.415	29.010.785	31.795.596	34.761.056	54.049.560
Variación	8%	10%	10%	10%	9%	9%
PN	4.125.891	4.619.900	5.180.101	5.815.385	6.587.331	12.146.660
Variación	13%	12%	12%	12%	13%	14%
Pasivo + PN	28.074.836	31.071.316	34.190.886	37.610.982	41.348.387	66.196.220
Variación	9%	11%	10%	10%	10%	10%

Gráfico N°41 – Estructura de fondeo proyectada (PN+P)



Fuente: proyección propia (2022-2031).

6.2. ESTADO DE RESULTADO

Tabla N°34: Estado de Resultado, expresado en millones de Gs.

ESTADO DE RESULTADO	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28	dic-29	dic-30	dic-31	CAGR
INGRESOS FINANCIEROS	1.332.089	1.794.576	2.075.429	2.365.599	2.653.648	2.945.584	3.248.185	3.581.068	3.947.015	4.347.311	4.785.967	14%
Intereses	1.249.102	1.653.453	1.899.798	2.153.983	2.400.144	2.643.440	2.910.764	3.204.472	3.526.934	3.878.978	4.264.112	13%
Títulos	82.987	141.123	175.631	211.615	253.504	302.144	337.421	376.596	420.081	468.333	521.854	20%
EGRESOS FINANCIEROS	-605.512	-866.647	-1.074.093	-1.276.828	-1.507.562	-1.681.863	-1.934.044	-2.220.234	-2.544.090	-2.776.915	-3.027.311	17%
Resultado por intervencion financiera	726.577	927.928	1.001.336	1.088.771	1.146.086	1.263.721	1.314.141	1.360.834	1.402.925	1.570.396	1.758.656	9%
Previsiones del ejercicio	-52.838	-88.265	-82.216	-92.497	-103.979	-116.795	-131.093	-147.036	-164.805	-184.599	-206.638	15%
Resultado Total Neto de provisiones	673.739	839.663	919.121	996.274	1.042.107	1.146.926	1.183.048	1.213.797	1.238.120	1.385.797	1.552.018	9%
Resultado por Servicio	182.799	255.238	305.560	360.109	457.031	566.222	705.595	849.527	1.015.280	1.205.194	1.422.520	23%
Gastos Administrativos	-478.131	-496.866	-516.741	-537.410	-558.907	-581.263	-604.514	-628.694	-653.842	-679.996	-707.195	4%
Otros Ingresos /(Gastos)	76.863	66.893	77.362	88.178	98.916	109.798	121.077	133.485	147.126	162.047	178.398	9%
Resultado Operacional	455.270	664.928	785.302	907.151	1.039.146	1.241.682	1.405.206	1.568.116	1.746.685	2.073.043	2.445.741	18%
Otros Ingresos /(Gastos) no operacional	52.410	54.507	56.687	58.955	61.313	63.765	66.316	68.968	71.727	74.596	77.580	4%
Resultado Antes de IR, CS/Part.	507.681	719.435	841.989	966.106	1.100.459	1.305.447	1.471.522	1.637.084	1.818.412	2.147.639	2.523.321	17%
IR/CS (Impuestos)	-42.060	-50.360	-58.939	-67.627	-77.032	-91.381	-103.007	-114.596	-127.289	-150.335	-176.632	15%
Resultado del Periodo	465.620	669.075	783.050	898.478	1.023.427	1.214.066	1.368.516	1.522.489	1.691.123	1.997.304	2.346.689	18%

Tabla N°35: Indicadores proyectados

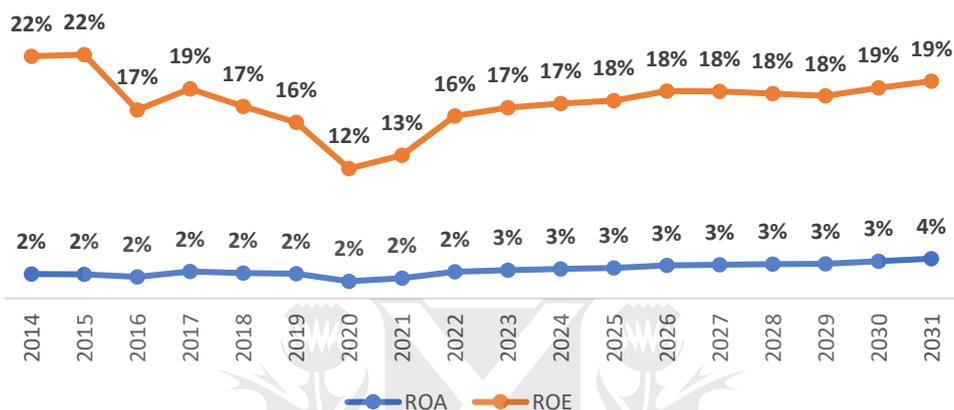
	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28	dic-29	dic-30	dic-31
Tasa Activa Implícita	7,0%	8,3%	8,7%	8,9%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Tasa Pasiva Implícita	2,8%	3,8%	4,3%	4,7%	5,0%	5,1%	5,4%	5,7%	5,9%	5,9%	5,9%
Spread	4,2%	4,5%	4,4%	4,2%	4,0%	3,9%	3,6%	3,3%	3,1%	3,1%	3,1%
Previsiones del ejercicio/Crédito	0,3%	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Payout ratio	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%	43,2%

En lo que respecta al estado de resultado, se observa los siguientes puntos:

Los ingresos financieros por otorgamiento de créditos constituyen la principal fuente de ingresos del banco, estas representan un 71% promedio durante el periodo analizado.

Al analizar los indicadores de rentabilidad, observamos que tanto el ROA como el ROE se mantuvo en una senda creciente en los años que van desde 2021 al 2031.

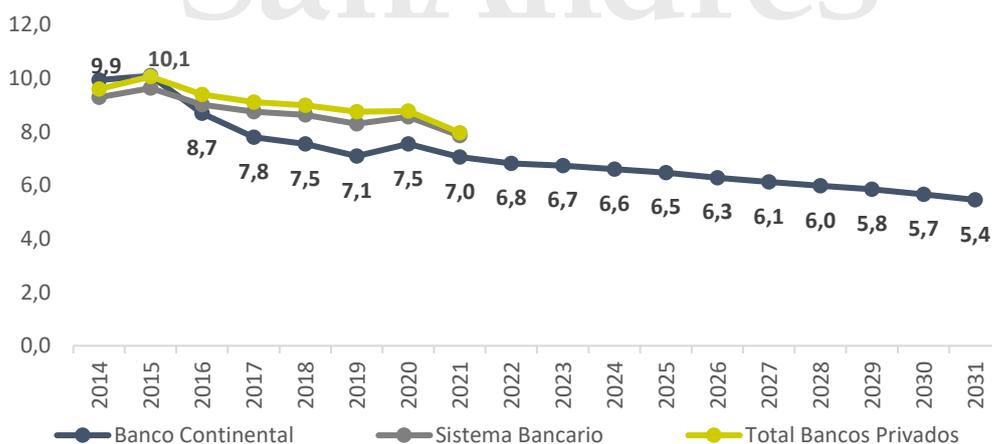
Gráfico N°42 – Evolución del ROA y ROE proyectada



Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), proyección propia (2022-2031).

El apalancamiento fue decreciendo a lo largo del periodo proyectado, de 7 veces el patrimonio neto a 5,4. Estos niveles de apalancamiento, por debajo del sistema, le permite al banco tomar deuda para afrontar los crecimientos proyectados y seguir distribuyendo dividendos consistentemente.

Gráfico N°43 – Evolución del apalancamiento y proyección

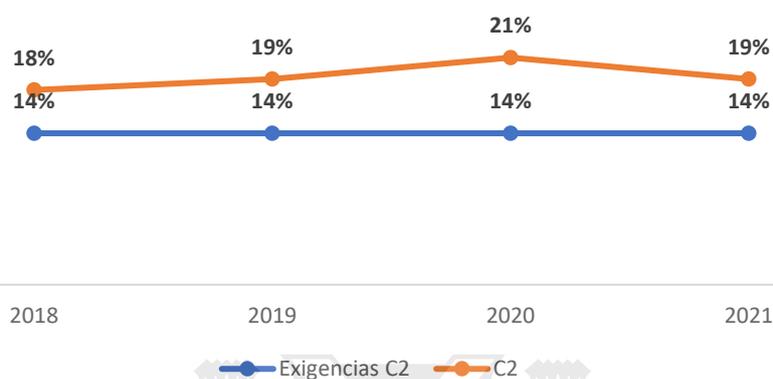


Fuente: Banco Central del Paraguay (2014-2021), proyección propia (2022-2031).

Exigencia de capital mínimo

El sistema financiero paraguayo, a diferencia de los demás países de la región, solo exige capital por riesgo de crédito. En este sentido el Banco Continental históricamente mantuvo niveles de capital muy por encima del requerido, como se observa en el siguiente gráfico.

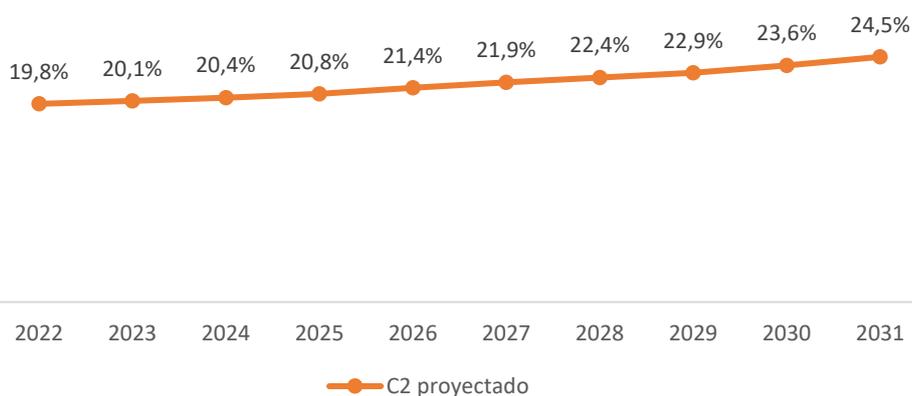
Gráfico N°44 – Capital mínimo requerido



Fuente: Banco Central del Paraguay.

Para las proyecciones de los dividendos se utilizó un payout ratio del 43%, de esta manera el banco continúa manteniendo niveles de capital por encima del regulatorio. Adicionalmente como se observa en el siguiente gráfico, el capital muestra un crecimiento a lo largo del periodo proyectado, este exceso de capital hace que el Banco se encuentre preparado para abordar futuros requerimientos de capital por riesgo de mercado y riesgo operacional.

Gráfico N°45 – C2 proyectado



Fuente: proyección propia (2022-2031).

7. VALUACIÓN

Los métodos de valuación propuestos son: Flujos de Fondos Libres para los accionistas y el modelos de valuación por múltiplos. El primero relaciona el valor de un activo con el valor presente de los flujos futuros que se esperan que genere dicho activo. El segundo método nos permite estimar el valor de un negocio por comparación de ratios con negocios de similares características.

FLUJO DE FONDOS

Para calcular el flujo de fondos de los dividendos se utiliza la siguiente fórmula:

$$\text{Flujo de fondos de dividendos} = \text{Resultado del periodo} * \text{payout ratio}$$

Tabla N°36: Flujo de fondos, expresado en millones de Gs.

	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28	dic-29	dic-30	dic-31
Resultado del Periodo	669.075	783.050	898.478	1.023.427	1.214.066	1.368.516	1.522.489	1.691.123	1.997.304	2.346.689
Payout ratio	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%	43%
Flujo de fondos de los dividendos	289.040	338.278	388.143	442.120	524.476	591.199	657.715	730.565	862.835	1.013.769

TASA DE DESCUENTO

Para descontar los flujos de fondos libres esperados para los accionistas en cada periodo, se procede a calcular el costo del equity, a través del modelo CAPM y se le adiciona una prima por riesgo país. Primero se calcula en moneda extranjera y luego se convierte en moneda local.

La fórmula para el cálculo fue la siguiente:

$$K_e = R_f + \beta * PRM + RP$$

Donde:

Ke: costo del equity

Rf: tasa libre de riesgo

β: Beta

PRM: prima de riesgo por el mercado accionario

RP: riesgo país

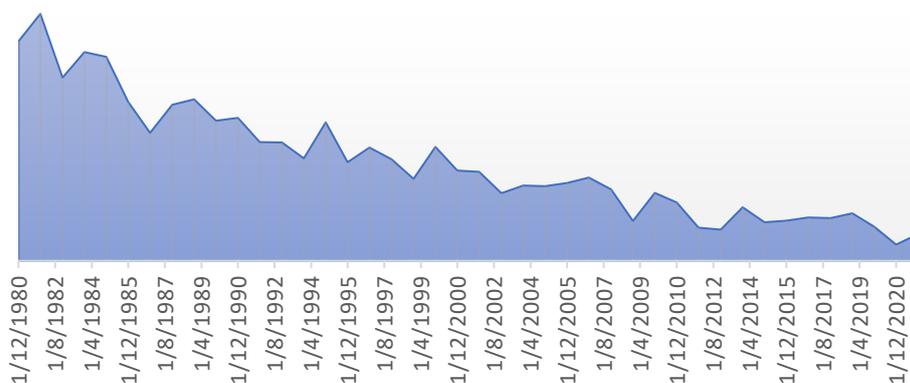
TASA LIBRE DE RIESGO

A continuación, se analizó la serie de rendimiento de los bonos del Gobierno de los Estados Unidos a 10 años, para estimar la tasa libre de riesgo.

La serie comienza en enero 1980, con una tasa que alcanzó el 11,1%. El valor más bajo de la serie fue a fines de julio 2020, en pleno pico de la pandemia con una tasa de 0,5%.

Finalmente se decidió tomar para la valuación como tasa libre de riesgos 1,5%, correspondiente al 31 de diciembre 2021.

Gráfico N°46 – US Treasury a 10 años



Fuente: Boomborg

BETA

La Beta mide la sensibilidad del retorno de una acción respecto al rendimiento del mercado, utilizando el retorno del S&P500 como proxy.

Para hallar el Beta, se utilizaron los siguientes bancos: Bradesco, Banco Colombia y Superville, que concentran sus operaciones en dichos países; y cada una de las acciones seleccionadas cotizan en la Bolsa de Estados Unidos.

Se regresaron los rendimientos de los bancos seleccionados, de los últimos 10 años contra los rendimientos del S&P 500. Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

Tabla N°37: Beta

	Banco Bradesco	Banco Colombia	Banco Superville
Beta respecto al SP 500	1,3	1,2	1,6

Se decidió tomar el valor del beta promedio 1,4.

PRIMA DE RIESGO MERCADO

Para calcular el exceso de retorno sobre la tasa libre de riesgo, se utilizó el promedio del retorno anual del S&P 500 para el periodo 1980 – 2021.

El retorno promedio del S&P fue de 10,0%.

$$PRM = RM - Rf$$

$$PRM = 10,0\% - 1,5\%$$

$$PRM = 8,5\%$$

Donde:

RM: retorno del mercado

Rf: tasa libre de riesgo

RIESGO PAÍS

Para calcular la prima por riesgo país se analizaron los rendimientos del bono de Paraguay 2031 vs la tasa del tesoro a 10 años. Se optó por esta metodología, ya que no se calcula el índice EMBI para Paraguay, ni existen derivados de créditos de la deuda soberana paraguaya. Se toman los valores a diciembre del 2021.

Tasa del tesoro a 10 años: 1,5%

Tasa del bono de Paraguay 2031: 3,4%

Prima por riesgo país = 3,4% - 1,5% = 1,9%

El costo del equity en moneda extranjera para el Banco Continental de Paraguay queda de la siguiente manera:

$$Ke = Rf + \beta * PRM + Rp$$

$$Ke = 1,5\% + 1,4 * 8,5\% + 1,9\%$$

$$Ke = 15,3\%$$

En moneda local queda de la siguiente manera:

$$Ke Gs = (1 + Ke) * (1 + \text{tasa de depreciación neta}) - 1$$

$$Ke Gs = (1 + 15,3\%) * (1 + 4\%) - 1$$

$$Ke Gs = 19,9\%$$

Con el costo del equity se procedió a calcular, el valor presente de los dividendos de los próximos 10 años, mediante la siguientes fórmula:

$$\sum_{t=0}^{\infty} \frac{FCFE_t}{(1 + ke)^t}$$

Donde:

FCFE: flujos de fondos libres para los accionistas en el periodo t.

Ke: costo del equity

Tabla N°38: Valor actual expresado en millones de Gs.

	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28	dic-29	dic-30	dic-31
FCFE	₺ 289.040	₺ 338.278	₺ 388.143	₺ 442.120	₺ 524.476	₺ 591.199	₺ 657.715	₺ 730.565	₺ 862.835	₺ 1.013.769
CO Gs	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%	19,9%
Valor actual	₺ 241.068	₺ 235.307	₺ 225.182	₺ 213.926	₺ 211.656	₺ 198.984	₺ 184.631	₺ 171.043	₺ 168.483	₺ 165.100
Valor para la proyección	₺ 2.015.379									
TDC 12-21	6.816	USD 296								

El valor presente de los 10 años de los dividendos es de Gs. 2.015.379 millones.

VALOR TERMINAL

La fórmula utilizada para la determinación del valor terminal es la siguiente:

$$VT = \frac{FCFE_t * (1 + g)}{(Ke - g)}$$

$$VA = \frac{VT}{(1 + Ke)^{10}}$$

Donde:

FCFE: flujos de fondos libres para los accionistas en el periodo t, último año del periodo de valuación explícita (2031).

g: tasa de crecimiento a perpetuidad de los flujos de fondos libres para los accionistas.

Ke: costo del equity.

En el cálculo del valor terminal, se utilizó como tasa de crecimiento a perpetuidad del 11%.

$$g = (1 - \text{payout ratio}) * ROE$$

$$g = (1 - 0,43\%) * 19\%$$

$$g = 11\%$$

El valor presente del valor terminal es de Gs. 2.052.522 millones.

El valor del paquete accionario del Banco Continental alcanzado para el 31 de diciembre de 2021 en el presente trabajo es de Gs. 4.067.901 millones.

PRIMA POR ILIQUIDEZ

Teniendo en cuenta que el Banco Continental, no cuenta con un mercado secundario líquido para sus acciones, es decir, que la mayoría de las operaciones de estas se realizan a través de contratos bilaterales, que luego se registran en la bolsa de valores, y considerando que los bancos utilizados para calcular el costo del equity tienen cotización pública. Es conveniente, adicionarle una prima de descuento por iliquidez, que refleje ese costo para el accionista.

En base a los artículos de Aswath Damodaran: Measuring Illiquidity Discount y The Cost of Illiquidity, se describen tres alternativas para llegar a la estimación. Teniendo en cuenta el tamaño del Banco Continental, se decidió la metodología que consiste en adicionar a la tasa de descuento, anteriormente obtenida una prima por iliquidez. De esta forma al descontar los flujos de dividendos futuros a una tasa mayor, se obtiene un valor del paquete accionario menor. Por lo tanto, siguiendo el trabajo de Damodaran, donde determina que el exceso de retorno entre empresas de pequeñas capitalización y las grandes, oscila entre 3% y 4%. Este exceso de retorno es principalmente atribuido a la prima por iliquidez.

En conclusión, se adiciona la prima por iliquidez en 3,5%, prima que se utiliza para empresas pequeñas que no cotizan en bolsa. Al sumar la prima, a la tasa calculada anteriormente de 19,9%, se obtiene una tasa de 23,4%

Incorporando esta prima el valor del paquete accionario del Banco Continental alcanzado para el 31 de diciembre de 2021 en el presente trabajo es de Gs. 3.121.136 millones.

8. ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD

La valuación del paquete accionario de Banco Continental se realizó en base a un modelo de flujo de fondo libres para los accionistas. El valor obtenido a través de este modelo depende de cada una de las variables seleccionadas para las proyecciones financieras. Por lo tanto, se realizó un análisis de sensibilidad de algunas de las variables para analizar el impacto que una variación en las mismas podría tener en el resultado obtenido de la valuación.

Para realizar el análisis se planteó una variación porcentual de cada una de las siguientes variables del modelo (*ceteris paribus*):

- PBI
- Inflación

Los resultados obtenidos fueron los siguientes:

Tabla N°39: Variables del análisis de sensibilidad, expresado en millones de Gs.

Variables	Valuación	Variación (%)
PBI	5%	₡ 3.767.031 21%
	Base	₡ 3.121.136
	2%	₡ 2.247.407 -28%
Inflación	6%	₡ 5.123.700 64%
	Base	₡ 3.121.136
	2%	₡ 2.271.470 -27%

A partir de los resultados del análisis de sensibilidad podemos concluir que las dos variables analizadas tienen correlación positiva con el valor de las acciones de Banco Continental. Es decir, ante una variación

positiva del producto bruto interno, como de la inflación el valor de las acciones del banco muestra una variación positiva.

9. VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS

Se realiza una valuación alternativa mediante el cálculo de múltiplos, utilizando entidades financieras comparables, para corroborar si el valor obtenido de la valuación por el método de flujos de fondos libres para los accionistas es razonable.

Los múltiplos seleccionados dado su relevancia para el sector financiero son: ratio precio beneficio (Price to earnings) y ratio precio valor libro (Price to book value).

Para la selección de los bancos comparables, se adicionó dos bancos a los utilizados para calcular el costo de equity. Banco de Bogotá y Banco Mercantil do Brasil, ambos cotizan en la bolsa de sus respectivos países.

9.1. PRICE TO EARNINGS

Este ratio muestra la relación entre el precio de una acción y la rentabilidad neta. Por lo tanto, representa cuantas veces se está pagando el beneficio neto anual de una compañía al comprar la acción.

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Capitalización del Mercado}}{\text{Utilidad neta}}$$

Los ratios obtenidos para los bancos seleccionados son los siguientes:

Tabla N°40: P/E

P/E	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banco Superville		10,0	24,3	11,3	-	5,9	-
Banco Colombia	8,1	9,0	11,0	11,0	13,6	9,5	8,2
Bradesco	5,6	9,0	12,1	15,6	13,8	14,5	8,5
Banco de Bogotá	10,4	5,2	10,8	6,3	10,2	15,5	5,8
Banco Mercantil Do Brasil	4,6	13,1	11,4	6,9	5,7	5,7	6,8
Promedio	7,2	9,1	11,3	10,0	10,8	11,3	7,3

Los beneficios del Banco Continental en 2021 ascendieron a Gs 465.620 millones, si se le aplica el valor promedio del ratio Price to earnings de los bancos a diciembre 2021, es decir 7,3 se alcanza un total de Gs 3.406.013 millones.

9.2. PRICE TO BOOK

Este ratio se utiliza para comparar el precio de mercado de una empresa con respecto a su valor contable.

$$\frac{P}{\text{Book}} = \frac{\text{Capitalización del mercado}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

Los ratios obtenidos para los bancos seleccionados son los siguientes:

Tabla N°41: P/Book

P/Book	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banco Superville	-	2,2	3,6	1,7	0,8	0,5	0,7
Banco Colombia	1,1	1,1	1,3	1,2	1,6	1,3	1,0
Bradesco	1,1	1,5	1,8	2,1	2,2	1,7	1,3
Banco de Bogotá	1,3	1,2	1,3	1,0	1,4	1,2	0,9
Banco Mercantil Do Brasil	0,5	0,3	0,4	0,5	0,8	0,9	1,1
Promedio	1,0	1,1	1,2	1,2	1,5	1,3	1,0

Si el P/Book promedio de los Bancos del 2021, 1,0 lo multiplico por el patrimonio del Banco Continental da Gs 3.657.964 millones, nos da Gs 3.548.225 millones.

El promedio de valuación a través de los dos múltiplos da Gs 3.477.119 millones.

10. RESUMEN Y CONCLUSIONES

El presente trabajo consistió en llevar a cabo la valuación del paquete accionario de Banco Continental al 31 de diciembre de 2021, a través de la metodología de flujos de fondos descontados para los accionistas.

Para armar el modelo de valuación se tuvo en cuenta la evolución financiera y operativa del banco, así como también se analizaron distintas variables macroeconómicas como inflación, variación del PBI, tasa de devaluación, tasa activa, pasiva, que interfieren directamente en la operatoria de las entidades financieras.

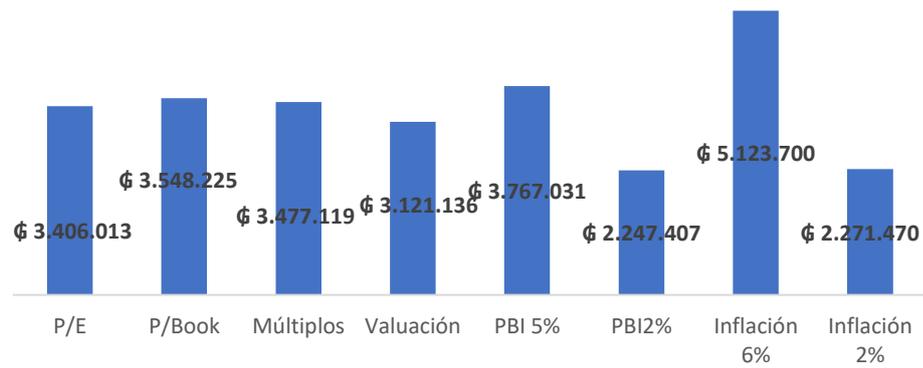
El valor obtenido para el paquete accionario del Banco Continental al 31 de diciembre de 2021 fue de Gs. 3.121.136 millones.

Una vez obtenido el resultado de la valuación, se decidió realizar un análisis de sensibilidad sobre las siguiente variables: PBI e inflación. El análisis arrojó como conclusión, que las variables tienen correlación positiva con el valor del paquete accionario.

Por último, para poder comparar y evaluar la razonabilidad del resultado obtenido mediante el modelo se realizó una valuación bajo la metodología de múltiplos comparables. Se utilizaron dos múltiplos distintos y luego se calculó el valor de referencia como el promedio simple entre el valor de valuación obtenido para cada uno de los múltiplos. El valor promedio obtenido mediante esta metodología para el paquete accionario de Banco Continental del Paraguay fue de Gs. 3.477.119 millones.

A continuación, se exponen los resultados alcanzados a través de las diferentes metodologías utilizadas:

Gráfico N°47 – Resultados de la valuación, expresado en millones de Gs.



Fuente: estimación propia.



BIOGRAFÍA

Material bibliográfico

- Aswath Damodaran, “Country risk: determinants, measures and implications – The 2016 Edition”, Stern School of Business.
- Aswath Damodaran, Measuring Illiquidity Discount. Stern School of Business, julio 2005.
- Aswath Damodaran, The Cost of Illiquidity. Stern School of Business, diciembre 2006.
- Carolina Florencia Queimaliños, Valuación Banco Santander Colombia, Universidad de San Andrés, 2013.
- Federico Filgueira, Valuación Banco Francés, Universidad de San Andrés, 2015.
- Fernando Nieto, Valuación de Banco Patagonia, Universidad de San Andrés, 2017.
- Iván Currarino, Valuación de Banco Hipotecario Universidad de San Andrés, 2019.
- Joaquín Celasco, Valuación Negocio Inmobiliario - Urbanización Jagüel, Universidad de San Andrés 2020.
- Joaquín Forrasi, Valuación Banco de la República Oriental del Uruguay, Universidad de San Andrés, 2020.
- Jorge Emilio Layus Huespe, Valuación proyecto inmobiliario Saint Jordi, Universidad de San Andrés, 2019.
- María Clara Saladino, Valuación del Banco de la Ciudad de Buenos Aires Saladino, Universidad de San Andrés, 2021.
- Valentina M. López, Valuación de Banco Macro, Universidad de San Andrés 2018.
- SchweserNotes (2023) Book 3: Corporate Issuers and Equity Investments, Level I CFA.

Informes institucionales

- Banco Continental, “Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre 2014”.
- Banco Continental, “Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre 2015”.
- Banco Continental, “Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre 2016”.
- Banco Continental, “Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre 2017”.
- Banco Continental, “Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre 2018”.
- Banco Continental, “Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre 2019”.

- Banco Continental, “Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre 2020”.
- Banco Continental, “Memoria y Estados Contables al 31 de diciembre 2021”.
- Informes económicos y financieros, del Banco Itaú del Paraguay.

Sitios web consultados

- Banco Central del Paraguay: www.bcp.gov.py
- Banco Mundial: www.bancomundial.org
- Bolsa de Valores Asunción: www.bolsadevalores.com.py
- Boomberg
- Estados Contables Banco Continental: www.bancontinental.com.py
- FELABAN: www.felaban.net
- Yahoo Finance <https://finance.yahoo.com>



Universidad de
San Andrés

ANEXO

ANEXO 1: Encaje para depósito en Gs. y USD.

Depósitos a la vista en Gs	De 2 días hasta 360 días	De 361 días y más
18,0%	18,0%	0,0%

Depósitos a la vista en Usd	De 2 días hasta 360 días	De 361 días hasta 540 días	De 541 días y más
24,0%	24,0%	16,5%	0,0%

ANEXO 2: ROE de los Bancos comparables.

ROE	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banco Continental	16,8%	18,6%	17,1%	15,6%	11,5%	12,7%
Bradesco	18,4%	15,4%	13,7%	16,2%	11,9%	15,1%
Banco Colombia	14,1%	11,8%	11,1%	12,1%	1,0%	13,9%
Banco Superville	28,2%	17,1%	16,3%	-16,0%	11,0%	-1,6%
Itaú	26,8%	29,0%	28,6%	28,7%	18,9%	19,4%
GNB Paraguay	18,0%	16,8%	15,8%	15,8%	9,3%	8,3%
BBVA	16,1%	18,6%	18,0%	17,4%	12,6%	10,8%
Bco Nac de Fomento	15,2%	13,9%	14,9%	18,6%	12,6%	10,3%
Sudameris	12,6%	12,4%	15,3%	15,3%	15,0%	18,8%
ATLAS	19,3%	20,9%	21,3%	25,9%	17,6%	19,0%
Banco Bogotá	26,9%	12,3%	16,4%	14,1%	10,6%	18,8%
Banco Mercantil Do Brasil	2,6%	3,6%	6,8%	14,4%	16,1%	17,5%

ANEXO 3: Selección de bancos para el cálculo de beta y múltiplos.

Para la selección de estos bancos se tuvo en cuenta la evolución del apalancamiento y del EPS. Si bien el Banco Continental opera con un nivel por debajo del promedio de los bancos seleccionados, este menor apalancamiento le permite al banco seguir tomando deuda para afrontar futuros crecimientos y distribuir dividendos en el tiempo.

Apalancamiento	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Banco Continental	8,7	7,8	7,5	7,1	7,5	7,0
Bradesco	-	-	10,5	10,2	9,5	9,7
Banco Colombia	-	-	8,9	8,8	9,6	9,0
Banco Superville	-	-	8,2	6,2	6,9	7,3
Itaú	8,4	9,0	8,0	7,5	7,3	7,5
GNB Paraguay	9,0	8,3	7,4	8,5	9,1	3,8
BBVA	11,1	10,9	10,6	10,1	9,2	8,2
Bco Nac de Fomento	5,7	5,9	5,9	5,2	7,1	6,9
Sudameris	11,9	12,0	11,8	12,9	12,9	12,0
ATLAS	9,0	9,0	8,8	8,7	8,6	8,9
Banco Bogotá	-	-	8,8	8,5	9,9	9,2
Banco Mercantil Do Brasil	15,1	12,7	11,9	11,2	10,8	11,1

Con respecto al indicador de EPS, el Banco Bradesco y Banco Colombia experimentaron crecimiento durante el periodo de análisis. Sin embargo, el Banco Superville tuvo resultados negativos en el último año y

el EPS Banco Continental muestra una baja del -1,8%. Para las proyecciones del banco, se asume que este comienza a ser más transaccional, aumentando la venta cruzada con sus clientes, teniendo como objetivo el nivel de transaccionalidad del Banco Itaú. Por consiguiente, el banco se vuelve más rentable.

EPS	2016	2017	2018	2019	2020	2021	CARG
Banco Continental	97,9	126,4	129,1	127,9	105,4	126,5	-1,8%
Bradesco	1,7	1,7	1,6	2,0	1,6	2,2	4,6%
Banco Colombia	2.793	2.691	2.756	3.189	240	4.086	7,8%
Banco Superville	4,1	4,6	5,6	-8,7	10,3	-1,9	n/a
Banco Bogotá	10.751	5.735	7.330	7.719	4.398	11.163	12,9%
Banco Mercantil Do Brasil	0,2	0,5	0,6	1,9	1,5	1,9	16,7%



Universidad de
San Andrés