

Visión S.A. de Finanzas E.C.A.

Analista: Carina López Espiño, Buenos Aires (54) 11-4891-2118; carina_lopez@standardandpoors.com

Principales factores de calificaciónFundamentosPerspectivaPerfilEstructura accionaria y legalEstrategiaCalidad de activosRentabilidadAdministración de activos y pasivosCapital**Principales factores de calificación**

Fortalezas:

- Diversificada estructura de ingresos debido a la amplia gama de servicios provistos
- Cautelosas políticas de administración de activos y pasivos
- Experiencia del management en el desarrollo de negocios en entornos de estrés financiero.

Debilidades:

- Altos riesgos inherentes a operar en el sistema financiero de Paraguay, en gran parte debido al alto riesgo soberano del país
- Operación en un segmento de mercado riesgoso y en un entorno operativo volátil
- Nivel de provisionamiento aún bajo dado el riesgo implícito en la cartera de préstamos.

Fundamentos

Las calificaciones de Visión S.A. de Finanzas E.C.A. (Visión) están limitadas por la incertidumbre intrínseca al sistema financiero paraguayo, y el alto riesgo soberano del país. Visión es una compañía financiera que opera en los segmentos tradicionalmente riesgosos de préstamos al consumo, micro y mediana empresa de los sectores de medianos y bajos ingresos. Por otro lado, la institución muestra una buena diversificación de ingresos, con una participación de ingresos por comisiones sobre ingresos totales relativamente alta para una compañía de su tamaño y perfil.

Visión muestra un indicador de préstamos en mora aún elevado de 9,45% y un bajo nivel de cobertura de provisiones por incobrabilidad, en el 52% de la cartera de préstamos irregulares. Visión opera en uno de los segmentos de mercados de mayor riesgo y en un entorno económico aún desfavorable; sin embargo, los factores favorables incluyen los adecuados planes de control de morosidad que se aplicaron luego de la crisis de 2002 (la mora a 30 días alcanzó un máximo del 17% en noviembre de 2002), y la experiencia del management en el desarrollo de negocios en entornos de alto estrés financiero.

Debido al significativo crecimiento de la compañía en los últimos años, los indicadores de capitalización se han deteriorado. Visión necesita recibir nuevos aportes de capital para sustentar sus actuales niveles de crecimiento y

generar una cobertura por incobrabilidad consistente con los riesgos que enfrenta. Como resultado de estas necesidades, los accionistas originales han logrado la incorporación de nuevos inversores en la compañía. Un acuerdo reciente alcanzado con una organización internacional dedicada al desarrollo de microfinanzas permite cubrir las necesidades de capital de mediano plazo de Visión.

En la actualidad, la compañía está abocada a las últimas etapas de un proyecto de reingeniería que incluye la redefinición de procesos, sistemas generales y herramientas de gestión de información. Este proyecto tiene como propósito corregir parte de las debilidades de la compañía, incluyendo una estructura de relativamente baja productividad, y herramientas de administración deficientes para una toma de decisiones y medidas preventivas en forma oportuna. Como parte de este proceso, se ha logrado la certificación ISO de procesos recientemente redefinidos, los sistemas ya fueron mejorados y la mayor parte del trabajo operativo relacionado ha finalizado. Las tareas pendientes incluyen el desarrollo completo de las herramientas de gestión (incluyendo el *balanced score card*). Se espera que se cumpla este objetivo durante el primer semestre de 2005, lo que permite esperar que los incrementos de productividad alcanzados por esta vía se reflejen en los estados financieros del próximo año.

Perspectiva

La perspectiva estable refleja la expectativa de Standard & Poor's Ratings Services de que, a pesar de los aún altos riesgos operativos y soberano de Paraguay, la exitosa implementación de los cambios orientados a incrementar la eficiencia y optimizar las herramientas de gestión posibilitarán a Visión mejorar su actual posición competitiva sin un deterioro de su cartera de créditos.

Perfil

Visión es una compañía financiera bajo la supervisión del Banco Central de Paraguay, dedicada a brindar préstamos y servicios en la industria de microfinanzas y el segmento de consumo tradicional en los sectores de medios y bajos ingresos. Once accionistas paraguayos crearon la compañía en 1992 y quedaron a cargo de la gestión de la empresa. Con el fin de desarrollar aún más su negocio en el segmento de microfinanzas, en 1998 Visión incorporó como accionista a ProFund Internacional S.A., una institución internacional cuyo objetivo es permitir a las compañías de microfinanzas orientadas a la rentabilidad a alcanzar masa operativa crítica en América Latina y el Caribe. Luego de un rápido crecimiento y un nivel de diversificación algo inusual para una compañía financiera, Visión brinda una amplia gama de servicios y productos, incluyendo líneas de crédito para individuos y la pequeña y mediana empresa, tarjetas de crédito, cuentas de ahorro en dólares y en moneda local, cambio de moneda, nóminas salariales, cobranzas, cajeros automáticos, y gestión de remesas como subagente de Western Union en Paraguay.

A pesar del hecho de que el 67% de la cartera de Visión se encuentra ubicada en Asunción y las zonas periféricas, la compañía centró su crecimiento más reciente en el interior de Paraguay, donde la mayor parte de los microclientes no cuentan con los servicios del sistema financiero tradicional. La experiencia obtenida por la compañía en este nicho le brinda una importante ventaja competitiva en un segmento aún no explotado por los bancos locales.

La compañía cuenta con una red de 22 sucursales y 14 cajeros automáticos

en toda Asunción y el interior de Paraguay. El área comercial se encuentra dividida en tres regiones, cada una de ellas con un supervisor responsable de controlar el desempeño de las sucursales en la región, y desarrollar presupuestos regionales. Asimismo, está organizada con un gerente de productos para cada producto brindado por la compañía. Cada sucursal emplea personal administrativo de respaldo y personal de generación de negocios.

Desde el comienzo de sus operaciones, Visión ha sido evaluada por diversos fondos internacionales, organismos multilaterales, y otras instituciones financieras, estableciendo relaciones con organizaciones que le permitieron lograr objetivos múltiples: incorporar *know-how*, recibir aportes de capital para crecimiento, y obtener acceso a fondos con términos muy beneficiosos para los estándares del sistema financiero de Paraguay. Es en este contexto que la compañía se ha convertido en una de las instituciones intermediarias que canaliza los recursos del Banco Interamericano de Desarrollo (IADB) a través de Programas Globales de Crédito para la Microempresa, lo que ha permitido a Visión ser líder en el segmento de microfinanzas de Paraguay.

Durante 2003, la compañía obtuvo la certificación ISO 9001. En la actualidad, Visión está finalizando la implementación de un proyecto de reingeniería y sistemas sumamente ambicioso para el mejor manejo de sus productos.

En junio de 2004, Visión registraba pasivos en guaraníes paraguayos (PG) por 238.000 millones (\$40,4 millones de dólares), depósitos de PG168.900 millones (\$28,7 millones de dólares) y patrimonio por PG23.900 millones (\$4,1 millones de dólares). La compañía ocupa el primer lugar respecto a pasivos y activos en el grupo de 17 compañías financieras en el sistema financiero de Paraguay, con una participación de mercado de 18,42% en activos y 19,37% en depósitos. Dentro del grupo más amplio de 31 bancos y compañías financieras, Visión ocupa el 13er lugar respecto a activos y depósitos, y con una participación de mercado de 1,65% y 1,53%, respectivamente. La cartera de la compañía se halla compuesta por un 48% de préstamos a microempresas y el resto en los tradicionales segmentos comercial y de consumo.

Estructura accionaria y legal

Visión es propiedad de accionistas paraguayos en un 76,6%, con un 23,38% por ProFund Internacional S.A., un accionista institucional establecido en Panamá creada por organizaciones no gubernamentales para el desarrollo de microfinanzas en América Latina y el Caribe. El Comité Ejecutivo, a cargo de los negocios y la gestión superior de las distintas áreas, se encuentra compuesto por seis miembros fundadores con experiencia en el sector financiero. Las principales decisiones estratégicas se toman por consenso del Comité Ejecutivo. Su principal accionista, ProFund Internacional S.A., no forma parte de las decisiones operativas de la compañía.

Visión no cuenta aún con un sistema informatizado de gestión que le suministre información en forma oportuna respecto a los indicadores de desempeño por producto, empleado y sucursal. El equipo de gestión ha reconocido esta debilidad y se encuentra abocado a la implementación de un proyecto de reingeniería y desarrollo de un sistema informático para una mejor gestión de las distintas áreas de negocios. En línea con la intención de mejorar los estándares de reporte de la compañía y profundizar su transparencia, en 2003, una compañía de auditoría reconocida en todo el mundo reemplazó la anterior firma de auditores local.

Visión tiene 357 empleados, de los cuales 330 están dedicados a tareas comerciales. Debido a que la estructura administrativa y de back-up no representa costos fijos elevados, y el personal dedicado a la generación de negocios es retribuido en su mayor parte por desempeño, Visión tiene una estructura de gastos relativamente flexible.

Estrategia

El propósito de Visión es consolidar su liderazgo en el segmento de microfinanzas, tanto respecto al financiamiento como la provisión de servicios a la micro y mediana empresa. El mercado objetivo de la compañía son los “microclientes”, - los destinatarios de pequeños préstamos (tanto microempresas como el tradicional segmento de préstamos al consumo) o productos de ahorro (a través de depósitos a la vista y a plazo fijo) – y otros servicios para el mismo segmento (cobranzas, transferencias, cambio de divisas). Con esta amplia gama de servicios, inusual tanto para una compañía de microfinanzas tradicional como para una compañía de financiamiento al consumo, Visión espera cumplir con todo el espectro de productos requeridos por los “microclientes” y convertirse en su principal proveedor de servicios. En 2003, con el fin de consolidar la lealtad del consumidor, Visión lanzó campañas publicitarias promocionando una imagen positiva para diferenciarse de sus principales competidores.

A pesar del hincapié puesto en las microfinanzas por parte de Visión, los significativos cambios en el sistema financiero paraguayo en los últimos años han, en cierta medida, redefinido la estrategia de la compañía y los mercados objetivos. Debido a que numerosos participantes importantes han abandonado el mercado paraguayo –diversos bancos extranjeros anunciaron su partida o redujeron sus operaciones – ciertos negocios y áreas fueron desatendidos. En este contexto, surgieron nuevas oportunidades de negocios en segmentos de mayores ingresos, y Visión tiene entre sus planes aprovechar su flexibilidad y su relativamente amplia gama de productos para penetrar en estos segmentos. El énfasis del management en incursionar en nuevos negocios sólo en la medida en que sean rentables y el menor riesgo de los segmentos de mayores ingresos minimizan los riesgos de la nueva estrategia de Visión.

Más recientemente, el énfasis de la compañía en temas ambientales responde al doble propósito de cumplir con las exigencias de potenciales patrocinantes mundiales y desarrollar una mejor imagen institucional en el frente interno, lo que a su vez respalda el objetivo de fortalecimiento de su posición en segmentos de mayores ingresos.

Con el fin de consolidar su liderazgo, el management reconoció la necesidad de implementar cambios en procesos, sistemas, capacitación y remuneración que permitirían una mayor productividad, una adecuada estructura de incentivos, menor rotación de personal, control de costos y herramientas de gestión que brinden tiempo suficiente para tomar medidas preventivas. Este diagnóstico adecuado fue el principio rector del ambicioso proceso de reingeniería emprendido por la institución. A pesar de haberse pospuesto la finalización de ciertas fases – en su mayor parte debido a la combinación de cambios regulatorios y un significativo crecimiento a través de adquisición de cartera-, la implementación se encuentra ahora en sus etapas finales, y se podrán verificar sus resultados en el corto plazo.

Calidad de activos

La cartera de préstamos de Visión representa aproximadamente el 74% de los activos reportados, mientras que los instrumentos líquidos de la institución

(incluyendo efectivo y depósitos a la vista en el Banco Central de Paraguay y otras instituciones) equivalen a un elevado 22% de sus activos totales. La exposición directa a los títulos públicos de Paraguay no es significativa.

Estructura de Activos - Junio 2004 - en miles			
	Dólares	Guaraníes	Part. (%)
Liquidez	8,824	51,974,656	22%
Préstamos	29,725	175,081,010	74%
Inversiones	149	874,929	0%
Activo Fijo	1,322	7,784,278	3%
Otros	383	2,255,821	1%
Total de Activos	40,402	237,970,694	100%

El crecimiento de la cartera de préstamos con anterioridad a la crisis de 2002 fue notable, con un promedio en cinco años del 9,4% en términos reales. En 2002, hubo una contracción de la cartera tanto en términos reales como en dólares, en línea con la crisis económica de Paraguay, que padeció el efecto contagio de países vecinos, conduciendo a una devaluación de la moneda de más del 50% e inflación en el orden del 15%. El crecimiento en 2003 recobró la dinámica, registrando la cartera de créditos un significativo incremento del 38% en términos reales. La mitad del incremento es resultado de la adquisición de la cartera de préstamos de instituciones financieras que quebraron en 2003. Estas operaciones tuvieron éxito ya que el desempeño de las carteras estuvo en línea con las proyecciones de Visión y el nivel de retención de los clientes fue elevado. En los primeros nueve meses de 2004, el crecimiento real alcanzó el 21%, siendo un tercio de éste aportado por las adquisiciones de cartera.

El número de préstamos otorgados por Visión mostró un crecimiento anual promedio del 36% en los últimos cinco años; este crecimiento es consistente con el hincapié puesto en los microcréditos, que se tradujo en una mayor atomización de la cartera de la institución hasta 2003. En 2004, la atomización disminuyó como resultado de las distorsiones introducidas por las carteras recientemente adquiridas y el cambio de estrategia por medio del cual se incluyeron individuos de mayores ingresos dentro del mercado objetivo de Visión. Los créditos con saldos inferiores a \$3.000 representaban el 59,3% de la cartera en junio de 2004 desde el 79,6% en 2003. Sin embargo, dados sus orígenes como compañía financiera tradicional, el tamaño promedio de los créditos de Visión siempre ha sido muy superior al de la mayoría de las instituciones microfinancieras. Un bajo 10% de la cartera de préstamos de Visión se encuentra denominado en dólares.

Cuadro 2: Evolución de la atomización de la cartera de Visión						
(%)	1999	2000	2001	2002	2003	J2004
Inferior a \$3,000	73.8	76.5	77.1	78.4	79.6	59.3
\$3,000 a \$10,000	8.2	8.5	8.5	8.9	7.5	25.3
\$10,000 a \$25,000	6.8	6.0	6.0	5.8	5.3	11.7
\$25,000 a \$50,000	8.0	6.2	6.0	5.5	5.4	3.4
Inferior a \$50,000	3.2	2.8	2.5	2.3	2.3	0.3

Los parámetros de originación para los créditos clasificados como microempresas (48,4% de la cartera en Junio 2004), incluye un monto máximo

de \$18.000 dólares, que es significativamente alto según la definición usual del segmento. Otras diferencias respecto a los productos de microfinanzas tradicionales incluyen la ausencia de planes de solidaridad y el requerimiento de garantías reales (prendas sobre activos o hipotecas sobre propiedades) para préstamos superiores a \$7.200 dólares. Los vencimientos pueden extenderse durante 24 meses. Las pequeñas empresas (19% de la cartera) incluyen los descuentos de documentos de crédito (cheques y pagarés) para el financiamiento de inversiones o capital de trabajo. El monto máximo para el descuento de pagarés también representa \$18.000 dólares y el vencimiento puede exceder 12 meses; mientras que la línea máxima por cliente para el descuento de cheques es de \$61.000 dólares, con vencimientos de un plazo inferior a 180 días. El vencimiento promedio de la cartera entera de Visión es de aproximadamente entre 12 y 13 meses.

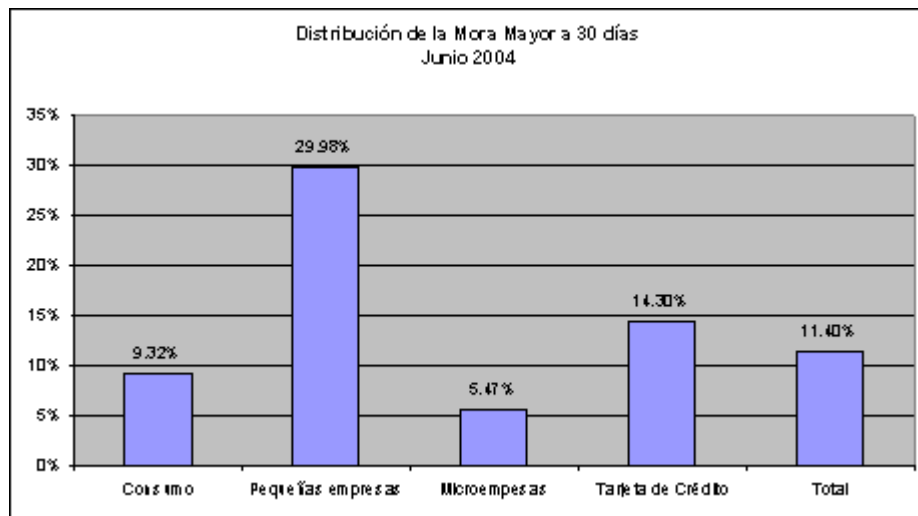
Cuadro 3: Evolución de la composición de la cartera de Visión						
(%)	1999	2000	2001	2002	2003	J2004
Consumo y empleados	18.4	19.1	19.6	16.9	26.8	21.7
Pequeñas empresas	34.9	33.4	32.1	28.5	17.0	19.0
Microempresas	35.8	36.8	33.9	40.4	39.2	48.4
Sector financiero	1.1	3.3	5.6	4.6	9.7	3.5
Tarjetas de crédito	9.8	7.3	8.9	9.6	7.2	7.5

A pesar del hecho de que existen comités de créditos en las sucursales, sus niveles de aprobación son bajos, ya que los mismos no exceden \$1.600 dólares y pueden ser aun inferiores dependiendo del nivel asignado a la persona a cargo de la sucursal y el desempeño de la cartera de la misma. La aprobación de créditos de mayor monto es responsabilidad de un comité de créditos centralizado. Esta centralización relativa del proceso crediticio mitiga parcialmente el riesgo de originación de préstamos fuera de las pautas establecidas, lo que es importante en esta etapa de alto crecimiento de la cartera.

Los préstamos vencidos exhibieron una preocupante tendencia a la suba en 2002, en línea con la crisis económica que afectó a Paraguay y la región, que se tradujo en una contracción significativa de la economía y el empleo. Asimismo, el management tomó la decisión estratégica de reducir las exposiciones individuales de más de \$30.000 dólares, lo que ocasionó un incremento de la mora por parte de los clientes afectados.

A junio de 2004, los préstamos con más de 30 días de mora ascendían a 11,4% de la cartera total. Al considerar los préstamos con más de 60 días de mora, el indicador sólo se reduce 2,5 puntos porcentuales. El peor desempeño se registra en el segmento de la pequeña empresa con un 30% a junio de 2004. La cartera de microempresas muestra el mejor desempeño, con un indicador de mora del 5,5%.

A pesar de los altos niveles de mora, el desempeño relativo de Visión es algo mejor que el de la mayor parte de sus competidores. El indicador de préstamos en mora sobre préstamos totales es inferior que el del promedio de las compañías financieras de Paraguay (en un quinto lugar de las 17 compañías en la escala por indicador de préstamos en mora).



La mora de 30 días alcanzó un máximo de 17,4% en noviembre de 2002 en el contexto de una seria crisis económico-financiera. Con el fin de frenar el deterioro de la cartera, a comienzos de 2003 se creó e implementó un plan destinado a disminuir la morosidad. Este plan implicó inversiones en capacitación y nuevas herramientas tecnológicas, y fue desarrollado con el respaldo de consultores en un acuerdo entre Visión y Fomin (parte del BID). El proyecto tiene cuatro puntos principales:

- Mejorar el proceso de originación de préstamos (perfeccionar el análisis de los negocios de los deudores y técnicas de acceso a la información, fortalecer los comités de créditos de las sucursales, etc.);
- Mejorar el seguimiento de la cartera (más recursos disponibles para incrementar la frecuencia del contacto con clientes morosos);
- Mejorar las políticas y procesos de cobranza (medidas preventivas y mejor capacitación); y
- Cambiar el sistema de compensación (estableciendo incentivos para los originadores que promueven el control de la morosidad y sancionar el mal desempeño).

El plan de control logró reducir en 2003 el indicador de préstamos irregulares sobre los préstamos totales. La adquisición de la cartera de préstamos de una compañía financiera en proceso de liquidación impactó negativamente los números de 2004, los que permanecen relativamente altos. Sin embargo, la transacción tuvo éxito ya que el desempeño de las carteras adquiridas cumplió con las expectativas.

A pesar de haber mejorado desde diciembre de 2002, la cobertura con provisiones representa un aún bajo 52% de la cartera. El management resaltó su objetivo de incrementar la cobertura al 100% para el año 2008.

Standard & Poor's considera que Visión opera en uno de los segmentos de mercados de mayor riesgo, en un entorno aún desfavorable, y en un contexto operativo adverso debido a la deteriorada cultura de pago de Paraguay. En este contexto, Standard & Poor's considera que el management de Visión tiene experiencia en el desarrollo de negocios en entornos de estrés financiero. Sin embargo, el nivel de provisionamiento

es aún bajo dados los riesgos inherentes en la cartera de préstamos.

Rentabilidad

Los ingresos de Visión son resultado en un 75% de sus actividades de intermediación financiera y en un 17% provienen de ingresos por comisiones. La alta proporción de ingresos por servicios es poco común para las compañías financieras y permite a Visión una favorable diversificación de ingresos.

A los segmentos de riesgo en los que opera Visión se les suele aplicar elevadas tasas de interés, a un promedio de 46% en el caso de la cartera de préstamos al sector no financiero. El margen financiero neto es aún elevado, alcanzando un 15,1% en 2004, aunque muestra una tendencia hacia la baja como resultado del actual entorno de menores tasas de interés en Paraguay.

Una de las características del negocio de préstamos al consumo y a la microempresa es que exige un alto nivel de provisionamiento. Los participantes deben establecer el precio de sus productos en forma adecuada para cubrir los riesgos y asegurar rentabilidad. El provisionamiento por incobrabilidad absorbió una gran parte de los ingresos de Visión, incrementándose a un 22,4% en los primeros nueve meses de 2004 desde el 18% en los dos años anteriores. Esta mayor necesidad de provisionamiento se debió en gran parte a la cartera de préstamos adquirida durante el año. Sin embargo, si Visión constituyera provisiones extraordinarias para lograr un indicador de cobertura del 100% de los préstamos problemáticos, el ajuste adicional consumiría 20% de los ingresos anualizados de Visión.

Respecto a los indicadores de eficiencia y rentabilidad, Visión no se compara favorablemente con las principales instituciones financieras. Este peor desempeño relativo se debe, en parte, al hecho de que ninguno de los competidores de Visión brinda una gama de servicios tan amplia, lo que se traduce en mayores costos de estructura y, como consecuencia, peores indicadores de eficiencia. Asimismo, en el primer semestre de 2004, se incurrió en gastos adicionales de personal como resultado de beneficios suplementarios brindados a los empleados de la compañía como parte de los esfuerzos orientados a reducir la rotación. El peso de estos mayores costos de estructura debería disminuir al incrementarse el volumen de ciertos servicios aún nuevos. El continuo crecimiento de la red de sucursales también afectó la rentabilidad negativamente debido al hecho de que cada nueva agencia, en una etapa inicial, realiza préstamos pero no captura fondos. Esta incapacidad de auto-financiamiento se traduce en mayores costos operativos para la estructura central. Sin embargo, al madurar el negocio de una nueva sucursal, se sientan las bases para la consolidación de una mayor rentabilidad futura.

Los indicadores de productividad de Visión también se han visto afectados por la ausencia de una adecuada plataforma tecnológica y de sistemas. Desde sus orígenes, Visión no había realizado procesos de actualización continuos y, por lo tanto, padeció más deficiencias en los procesos y la información que muchos de sus competidores. Habiendo determinado adecuadamente sus debilidades, el management emprendió un proyecto para desarrollar tecnología y herramientas de gestión para todos sus productos. El proyecto ha exigido una inversión total de aproximadamente \$1 millón, de los cuales \$250.000 fueron aportados por programas del BID. La mayor parte de la migración a la nueva plataforma se finalizó en 2003. Sin embargo, las herramientas de gestión aún se encuentran en proceso de ser implementadas.

En 2004, la rentabilidad general se ha deteriorado parcialmente como resultado de mayores gastos administrativos, menores tasas de interés y un provisionamiento adicional. Con un retorno sobre activos de 1,0% a septiembre de 2004, y 1,56% a diciembre de 2003, las utilidades aún son débiles dado el alto riesgo del segmento en el cual opera la compañía. Visión ocupa un octavo lugar entre las 17 compañías financieras de Paraguay en términos de retorno sobre activos.

Standard & Poor's considera que Visión aún debe resolver debilidades que evitan que alcance objetivos de rentabilidad mayores y más estables. Estas debilidades implican niveles de provisionamiento insuficientes para asegurar una adecuada cobertura de riesgos crediticios, disminuyendo de este modo la eventual volatilidad de ingresos futuros. En el mediano plazo, Standard & Poor's espera que los cambios recientes en tecnología y procesos se traduzca en eficiencia que le permita cubrir sus necesidades de provisionamiento y compensar menores márgenes.

Administración de activos y pasivos

El financiamiento de terceros se compone de 87% de depósitos y 13% de líneas de crédito de instituciones financieras, en su mayor parte de organismos multilaterales y otras instituciones de desarrollo. El financiamiento a través de depósitos se incrementó desde el 70% reportado doce meses antes como resultado de haberse convertido en una fuente cada vez menos costosa en el actual entorno de menores tasas de interés de Paraguay. A pesar de tener acceso a líneas de crédito de mediano plazo en dólares – que es la moneda en la que los fondos de desarrollo y otras instituciones por lo general brindan financiamiento a nivel mundial – la administración de Visión ha priorizado el financiamiento en moneda local para mantener los descálces medianamente controlados, ya que la cartera de créditos se encuentra en gran parte denominada en guaraníes. Una porción cada vez menor de los depósitos se encuentra denominada en dólares (aproximadamente 12%). El management ha establecido la política cautelosa de mantener un monto similar al de los depósitos en dólares en activos líquidos o como garantía de las operaciones en guaraníes con bancos locales, desalentando el otorgamiento de préstamos denominados en dólares.

El management también adoptó un enfoque cauteloso respecto a la liquidez. El sistema financiero de Paraguay cuenta con un historial de inestabilidad sistémica en que las corridas de depósitos no son poco frecuentes. En este contexto, el 22% de los activos de Visión está constituido por instrumentos líquidos, cubriendo un 29% de los depósitos totales y excediendo ampliamente los depósitos a la vista. Por otro lado, el vencimiento promedio de la cartera de créditos de Visión es de aproximadamente 12 a 13 meses, debido a lo cual, en términos generales, 10% de la cartera vence mensualmente, lo que es una fuente adicional de liquidez en caso de necesidad. En general, los descálces de tasas potenciales son limitados y pueden ser absorbidos con facilidad por el alto margen financiero.

Standard & Poor's considera que las políticas de administración de activos y pasivos son adecuadas en base a la estrategia del management de mantener una alta proporción de activos líquidos y priorizar el financiamiento en moneda local, minimizando de este modo el riesgo de descálces de moneda y plazos. Asimismo, desde su inicio, Visión ha logrado superar diversas crisis de liquidez sistémicas, durante las cuales la compañía no precisó interrumpir una originación activa de créditos.

Capital

El nivel de capitalización de Visión ha mostrado una tendencia hacia la baja en los últimos años debido al alto crecimiento de la cartera y al hecho de que, como regla general, aproximadamente un tercio de las utilidades generadas por la compañía no son capitalizadas. A septiembre de 2004, el indicador de capital ajustado sobre activos fue del 9,82%, mientras que el indicador de capital regulatorio sobre activos de riesgo alcanzó un 10,77%, levemente superior al indicador regulatorio mínimo del 10%. Asimismo, el mayor riesgo del segmento en el cual opera Visión exige mayores aportes de capital. De este modo, para lograr una cobertura con previsiones más conservadora de los préstamos irregulares y consistente con los riesgos que enfrenta, la compañía debería consumir casi el 25% de su nivel de capital.

Como resultado de estas necesidades, los accionistas han logrado la incorporación de nuevos inversores en la compañía. Un acuerdo reciente con una organización internacional dedicada al desarrollo de microfinanzas (ACCIÓN Internacional) cubrirá las necesidades de capital de mediano plazo de Visión. La capitalización ascenderá a \$1 millón y llevará el indicador de capital regulatorio de la compañía al 15% de los activos de riesgo.

Standard & Poor's considera que Visión ha cumplido con el desafío de obtener nuevos aportes de capital para sustentar su crecimiento actual en el corto plazo. En el más largo plazo, Visión debería obtener aportes adicionales o capitalizar mayores utilidades con el fin de mantener un alto crecimiento y generar un resguardo de previsiones consistente con los riesgos que enfrenta.

(Mil. PG)	--Year ended Dec. 31--						Breakdown as a % of assets (adj.)					
	2004*	2003	2002	2001	2000	1999	2004*	2003	2002	2001	2000	1999
Assets												
Cash and money market instruments	55,021	49,763	28,845	21,410	14,609	11,361	21.3	22.37	18.11	16.53	14.59	15.71
Securities	7,871	1,167	12,290	1,896	1,502	2,067	3.05	0.52	7.71	1.46	1.5	2.86
Nontrading securities	7,871	1,167	12,290	1,896	1,502	2,067	3.05	0.52	7.71	1.46	1.5	2.86
Loans to banks (net)	3,586	15,920	5,803	6,116	2,877	664	1.39	7.16	3.64	4.72	2.87	0.92
Customer loans (gross)	191,660	153,591	109,923	97,375	79,158	56,629	74.19	69.05	69	75.19	79.07	78.3
All other loans	191,660	153,591	109,923	97,375	79,158	56,629	74.19	69.05	69	75.19	79.07	78.3
Loan loss reserves	9,416	6,176	3,911	2,181	1,425	1,110	3.64	2.78	2.46	1.68	1.42	1.53
Customer loans (net)	182,244	147,415	106,012	95,195	77,733	55,520	70.54	66.28	66.54	73.5	77.65	76.76
Earning assets	228,886	193,406	138,924	113,685	87,690	63,774	88.6	86.96	87.2	87.78	87.6	88.18
Intangibles (nonservicing)	2,149	1,504	1,344	1,202	962	1,008	0.83	0.68	0.84	0.93	0.96	1.39
Fixed assets	9,626	8,155	6,360	4,894	3,386	2,713	3.73	3.67	3.99	3.78	3.38	3.75
Total reported assets	260,497	223,925	160,652	130,713	101,069	73,332	100.8	100.7	100.8	100.9	101	101.4
Less nonservicing intangibles	-2,149	-1,504	-1,344	-1,202	-962	-1,008						
Adjusted assets	258,348	222,421	159,309	129,511	100,108	72,324	100	100	100	100	100	100
							Breakdown as a % of liabilities + equity					
	2004*	2003	2002	2001	2000	1999	2004*	2003	2002	2001	2000	1999

Liabilities													
Total deposits	220,104	167,720	80,596	36,697	22,805	14,528	84.49	74.9	50.17	28.07	22.56	19.81	
Noncore deposits	21,296	30,218	6,718	8,160	8,992	5,634	8.18	13.49	4.18	6.24	8.9	7.68	
Core/customer deposits	198,808	137,502	73,878	28,536	13,814	8,894	76.32	61.41	45.99	21.83	13.67	12.13	
Other borrowings	6,970	31,902	58,495	74,882	62,759	44,565	2.68	14.25	36.41	57.29	62.09	60.77	
Other liabilities	5,901	2,346	2,044	1,907	992	1,002	2.27	1.05	1.27	1.46	0.98	1.37	
Total liabilities	232,975	201,968	141,135	113,485	86,556	60,094	89.43	90.19	87.85	86.82	85.64	81.95	
Total shareholders' equity	27,522	21,957	19,517	17,228	14,514	13,238	10.57	9.81	12.15	13.18	14.36	18.05	
Common shareholders' equity (reported)	27,522	21,957	19,517	17,228	14,514	13,238	10.57	9.81	12.15	13.18	14.36	18.05	
Share capital and surplus	15,400	13,200	12,100	9,973	9,973	9,973	5.91	5.89	7.53	7.63	9.87	13.6	
Reserves (incl. inflation revaluations)	6,685	5,914	4,754	3,251	2,266	1,497	2.57	2.64	2.96	2.49	2.24	2.04	
Retained profits	5,437	2,843	2,664	4,004	2,275	1,768	2.09	1.27	1.66	3.06	2.25	2.41	
Total liabilities and equity	260,497	223,925	160,652	130,713	101,069	73,332	100	100	100	100	100	100	
Less revaluation reserve, intangibles	-2,149	-1,504	-1,344	-1,202	-962	-1,008							
Tangible total equity	25,373	20,452	18,174	16,026	13,552	12,230							
Tangible common equity	25,373	20,452	18,174	16,026	13,552	12,230							
Adjusted common equity	25,373	20,452	18,174	16,026	13,552	12,230							
Adjusted total equity	25,373	20,452	18,174	16,026	13,552	12,230							
*Data as of Sept. 30, 2004. Ratios annualized where appropriate.													

Table 2: Profit and Loss Statement Statistics													
(Mil. PG)	--Year ended Dec. 31--						Adj. avg. assets (%)						
	2004*	2003	2002	2001	2000	1999	2004*	2003	2002	2001	2000	1999	
Profitability													
Interest income	59,927	118,608	109,173	44,116	28,484	22,746	33.24	62.14	75.6	38.43	33.04	32.63	
Interest expense	36,385	93,255	88,163	26,474	14,709	12,170	20.18	48.86	61.05	23.06	17.06	17.46	
Net interest income	23,542	25,352	21,010	17,643	13,775	10,575	13.06	13.28	14.55	15.37	15.98	15.17	
Operating noninterest income	7,968	8,894	8,656	6,978	4,533	3,122	4.42	4.66	5.99	6.08	5.26	4.48	
Fees and commissions	5,826	6,289	5,529	4,601	3,581	2,917	3.23	3.29	3.83	4.01	4.15	4.18	
Trading gains	114	0	0	0	0	0	0.06	0	0	0	0	0	
Other noninterest income	2,028	2,605	3,127	2,377	952	206	1.12	1.36	2.17	2.07	1.1	0.29	
Operating revenues	31,510	34,246	29,666	24,620	18,308	13,698	17.48	17.94	20.54	21.44	21.23	19.65	
Noninterest expenses	22,660	24,969	21,506	16,742	13,072	9,829	12.57	13.08	14.89	14.58	15.16	14.1	
Personnel expenses	11,061	10,327	8,258	6,727	5,610	4,550	6.13	5.41	5.72	5.86	6.51	6.53	
Other general and administrative expense	8,825	12,207	11,361	8,718	6,541	4,192	4.89	6.4	7.87	7.59	7.59	6.01	
Amortization of intangibles	805	453	385	285	290	376	0.45	0.24	0.27	0.25	0.34	0.54	
Depreciation and amortization-other	1,969	1,982	1,502	1,013	631	710	1.09	1.04	1.04	0.88	0.73	1.02	
Net operating income before loss provisions	8,851	9,277	8,160	7,879	5,235	3,869	4.91	4.86	5.65	6.86	6.07	5.55	
Credit loss provisions (net new)	7,054	6,293	5,535	3,792	2,256	1,736	3.91	3.3	3.83	3.3	2.62	2.49	

Net operating income after loss provisions	1,797	2,985	2,625	4,087	2,979	2,133	1	1.56	1.82	3.56	3.46	3.06
Pretax profit	1,797	2,985	2,625	4,087	2,979	2,133	1	1.56	1.82	3.56	3.46	3.06
Tax expense/credit	0	0	442	529	382	365	0	0	0.31	0.46	0.44	0.52
Net income before minority interest	1,797	2,985	2,183	3,558	2,597	1,768	1	1.56	1.51	3.1	3.01	2.54
Net income before extraordinary	1,797	2,985	2,183	3,558	2,597	1,768	1	1.56	1.51	3.1	3.01	2.54
Net income after extraordinary	4,101	3,307	2,664	4,004	2,275	1,768	2.27	1.73	1.84	3.49	2.64	2.54
Core earnings	N.A.	N.A.	2,183	3,558	2,597	1,768	N.A.	N.A.	1.51	3.1	3.01	2.54
	2004*	2003	2002	2001	2000	1999						
Asset Quality												
Nonperforming assets	18,103	11,803	11,669	5,968	5,599	4,137						
Nonaccrual loans	18,103	11,803	11,669	5,968	5,599	4,137						
Net charge-offs	3,814	4,028	3,804	3,035	1,941	1,290						
Average balance sheet												
Average customer loans	164,830	126,714	100,603	86,464	66,626	53,244						
Average earning assets	211,146	166,165	126,304	100,687	75,732	61,155						
Average assets	242,211	192,289	145,683	115,891	87,201	70,742						
Average total deposits	193,912	124,158	58,646	29,751	18,666	13,630						
Average interest-bearing liabilities	213,348	169,356	125,335	98,571	72,328	56,807						
Average common equity	24,739	20,737	18,373	15,871	13,876	13,004						
Average adjusted assets	240,384	190,865	144,410	114,810	86,216	69,700						
*Data as of Sept. 30, 2004. Ratios annualized where appropriate. N.A.--Not available.												

Table 3: Ratio Analysis

	--Year ended Dec. 31--					
	2004*	2003	2002	2001	2000	1999
ANNUAL GROWTH (%)						
Customer loans (gross)	33.05	39.73	12.89	23.01	39.78	9.68
Loss reserves	69.95	57.9	79.35	53.07	28.39	67.3
Adjusted assets	21.54	39.62	23.01	29.37	38.42	7.82
Customer deposits	59.45	86.12	158.89	106.58	55.32	-9.83
Tangible common equity	32.08	12.54	13.4	18.25	10.81	4.57
Total equity	33.79	12.5	13.29	18.7	9.64	3.66
Operating revenues	22.68	15.44	20.49	34.48	33.66	3.56
Noninterest expense	21	16.1	28.46	28.07	33	-2.45
Net operating income before provisions	27.2	13.7	3.57	50.5	35.31	22.78
Loan loss provisions	49.47	13.69	45.97	68.04	29.95	57.85
Net operating income after provisions	-19.74	13.7	-35.77	37.21	39.68	3.98
Pretax profit	-19.74	13.7	-35.77	37.21	39.68	3.98
Net income	-19.74	36.71	-38.65	37.02	46.89	-4.71

	2004*	2003	2002	2001	2000	1999
PROFITABILITY (%)						
Interest Margin Analysis						
Net interest income (taxable equiv.)/avg. earning assets	14.87	15.26	16.63	17.52	18.19	17.29
Net interest spread	15.1	16.31	16.09	16.96	17.27	15.77
Interest income (taxable equiv.)/avg. earning assets	37.84	71.38	86.44	43.82	37.61	37.19
Interest income on loans/avg. total loans	34.71	37.7	40.78	38.67	39.23	39.86
Interest expense/avg. interest-bearing liabilities	22.74	55.06	70.34	26.86	20.34	21.42
Revenue Analysis						
Net interest income/revenues	74.71	74.03	70.82	71.66	75.24	77.2
Fee income/revenues	18.49	18.36	18.64	18.69	19.56	21.29
Market-sensitive income/revenues	0.36	0	0	0	0	0
Noninterest income/revenues	25.29	25.97	29.18	28.34	24.76	22.8
Personnel expense/revenues	35.1	30.16	27.84	27.32	30.64	33.22
Noninterest expense/revenues	71.91	72.91	72.5	68	71.4	71.75
Noninterest expense/revenues less investment gains	71.91	72.91	72.5	68	71.4	71.75
Expense less amortization of intangibles/revenues	69.36	71.59	71.2	66.84	69.82	69.01
Expense less all amortizations/revenues	63.11	65.8	66.13	62.73	66.37	63.82
Net operating income before provision/revenues	28.09	27.09	27.51	32	28.6	28.25
Net operating income after provisions/revenues	5.7	8.72	8.85	16.6	16.27	15.57
New loan loss provisions/revenues	22.39	18.37	18.66	15.4	12.32	12.68
Pretax profit/revenues	5.7	8.72	8.85	16.6	16.27	15.57
Net income/revenues	5.7	8.72	7.36	14.45	14.19	12.91
Tax/pretax profit	0	0	16.83	12.94	12.82	17.1
	2004*	2003	2002	2001	2000	1999
OTHER RETURNS						
Net income before minority interest/avg. adjusted assets	1	1.56	1.51	3.1	3.01	2.54
Net income/avg. assets + securitized assets	1	1.56	1.51	3.1	3.01	2.54
Cash earnings/avg. tang. common equity (ROE) (%)	26.6	28.06	23.8	32.83	27.29	23.86
Core earnings/avg. tang. common equity (ROE) (%)	N.A.	N.A.	12.77	24.06	20.15	14.78
	2004*	2003	2002	2001	2000	1999
FUNDING AND LIQUIDITY (%)						
Customer deposits/funding base	87.55	68.88	53.11	25.58	16.14	15.05
Total loans/customer deposits	98.21	123.28	156.65	362.66	593.87	644.2
Total loans/customer deposits + long-term funds	85.33	94.75	95.8	106.13	112.68	109.68
Customer loans (net)/assets (adj.)	70.54	66.28	66.54	73.5	77.65	76.76
	2004*	2003	2002	2001	2000	1999
CAPITALIZATION (%)						
Adjusted common equity/adjusted assets	9.82	9.2	11.41	12.37	13.54	16.91
Adjusted common equity/adjusted assets + securitization	9.82	9.2	11.41	12.37	13.54	16.91
Adjusted common equity/customer loans (net)	13.92	13.87	17.14	16.83	17.43	22.03
Internal capital generation/prior year's equity	10.91	15.29	12.67	24.52	19.62	13.84
Adjusted total equity/adjusted assets	9.82	9.2	11.41	12.37	13.54	16.91
Adjusted total equity/adjusted assets + securitizations	9.82	9.2	11.41	12.37	13.54	16.91

Adjusted total equity plus LLR (specific)/customer loans (gross)	18.15	17.34	20.09	18.7	18.92	23.56
	2004*	2003	2002	2001	2000	1999
ASSET QUALITY (%)						
New loan loss provisions/avg. customer loans (net)	5.71	4.97	5.5	4.39	3.39	3.26
Net charge-offs/avg. customer loans (net)	3.09	3.18	3.78	3.51	2.91	2.42
Loan loss reserves/customer loans (gross)	4.91	4.02	3.56	2.24	1.8	1.96
Nonperforming assets (NPA)/customer loans + ORE	9.45	7.68	10.62	6.13	7.07	7.31
NPA (excl. delinquencies)/customer loans + ORE	9.45	7.68	10.62	6.13	7.07	7.31
Net NPA/customer loans (net) + ORE	4.77	3.82	7.32	3.98	5.37	5.45
NPA (net specifics)/customer loans (net specifics)	4.77	3.82	7.32	3.98	5.37	5.45
Loan loss reserves/NPA (gross)	52.02	52.33	33.52	36.54	25.45	26.82
*Data as of Sept. 30, 2004. Ratios annualized where appropriate. N.A.--Not available.						

Los servicios analíticos que provee Standard & Poor's Ratings Services se realizan de manera independiente con el fin de conservar la imparcialidad y objetividad de las opiniones de calificación. Las calificaciones son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, retener o vender título alguno. Standard & Poor's ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida durante el proceso de calificación.

Publicado por Standard & Poor's, una División de The McGraw-Hill Companies, Inc. Oficinas Corporativas: 1221 Avenue of the Americas, Nueva York, NY 10020. Oficinas Editoriales: 55 Water Street, Nueva York, NY 10041. Suscripciones: (1) 212-438-7280. Copyright 2004, por The McGraw-Hill Companies, Inc. Prohibida su reproducción total o parcial, excepto con autorización. Todos los derechos reservados. La información ha sido obtenida por Standard & Poor's de fuentes consideradas confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano y/o mecánico de nuestras fuentes, Standard & Poor's no garantiza la exactitud, adecuación o integralidad de cualquier información, y no se hace responsable por cualesquiera errores, omisiones, o por los resultados derivados del uso de dicha información.

The McGraw-Hill Companies