



CLASIFICADORA DE RIESGO

Strategic Affiliate of Standard & Poor's

INFORME DE CLASIFICACIÓN

(Confidencial)

**VISION S.A.
DE FINANZAS E.C.A.**

Octubre 2006

www.feller-rate.com

Los informes de clasificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Es importante tener en consideración que las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Feller Rate mantiene una alianza estratégica con Standard & Poor's Credit Markets Services, que incluye un acuerdo de cooperación en aspectos técnicos, metodológicos, operativos y comerciales. Este acuerdo tiene como uno de sus objetivos básicos la aplicación en Chile de métodos y estándares internacionales de clasificación de riesgo. Con todo, Feller Rate es una clasificadora de riesgo autónoma, por lo que las clasificaciones, opiniones e informes que emite son de su responsabilidad.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.



CLASIFICADORA DE RIESGO

VISION S.A. DE FINANZAS E.C.A.

SOLVENCIA	pyBBB+
PERSPECTIVAS	Estables

Analista: Claudia Labbé M. Fono: (562) 757-0444

Clasificaciones

Solvencia
Perspectivas

Octubre 2006

pyBBB+
Estables

Nomenclatura:

"py": este prefijo indica que la clasificación pertenece a la escala nacional de Paraguay. "BBB+": señala suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía. La nomenclatura (+) se utiliza por Feller Rate para mostrar una mejor posición relativa dentro de la categoría. "Estables": significa que la clasificación probablemente no cambie.

Nota: la clasificación de riesgo otorgada a Visión S.A. de Finanzas E.C.A. no se enmarca dentro de la Ley N° 1.056 de junio de 1997 que crea y regula las sociedades calificadoras de riesgo.

FUNDAMENTACION

La clasificación asignada a la solvencia de Visión S.A. de Finanzas E.C.A. refleja su buena posición de mercado dentro de su segmento objetivo -inexplorado por la banca tradicional-, una marca reconocida, su reciente reestructuración con mejoras en controles e inversiones en tecnología, y su consolidación en un entorno de stress financiero. La clasificación también se beneficia de la experiencia de su grupo controlador que, a su vez, está cargo de la administración.

En contrapartida, la clasificación se ve limitada por los riesgos inherentes a operar en el sistema financiero paraguayo, principalmente debido al elevado riesgo soberano ("B-/Positivas/C" por Standard & Poor's). Asimismo, considera sus relativamente bajos niveles de capitalización dado el segmento de mayor riesgo en que opera.

Visión de Finanzas participa en la intermediación de préstamos y provee de servicios en el segmento de personas de ingresos medios y bajos y en la industria micro financiera en la que ha consolidado una posición de liderazgo. Su oferta de productos y servicios es amplia, especialmente si se considera su condición de sociedad financiera. Ello le otorga una buena diversificación a sus fuentes de ingresos.

La entidad se ha caracterizado por presentar elevados costos de comercialización y de procesamiento por una relativamente baja automatización. Sus indicadores de eficiencia y rentabilidad, si bien son adecuados, no se comparan favorablemente con los de entidades financieras de mayor tamaño de su industria.

Su administración de los riesgos de mercado y manejo de la liquidez es conservadora. A ello contribuye su elevado nivel de recaudación. La entidad ha sorteado exitosamente varias crisis de liquidez sistémicas.

Sus indicadores de calidad crediticia muestran una tendencia favorable, con reducciones en los niveles de morosidad. En buena medida, ello es consecuencia de los avances en la

medición y seguimiento de los riesgos de cartera. Con todo, la cobertura de provisiones para la cartera vencida ha sido tradicionalmente baja. Esta debilidad fue superada a partir de mayo de 2006, alcanzado el 100% (54% en 2005).

PERSPECTIVAS

Las perspectivas fueron calificadas en "Estables". Feller Rate estima que los recientes cambios en tecnología, fortalecimiento de controles y automatización de procesos le permitirán obtener ganancias de eficiencia que contribuirán a contar con recursos para mayores provisiones, más que compensando menores márgenes y disminuyendo la volatilidad de su generación futura. El desafío de la administración es consolidar mayores y más estables niveles de rentabilidad en un entorno económico complejo.

Indicadores financieros

(En millones de guaraníes constantes de diciembre de 2005)

	Dic. 2003	Dic. 2004	Dic. 2005	MMUS\$ Dic. 2005
Activos totales	259.963	318.114	344.208	63,7
Coloc. Vig. netas Interbanc.	159.539	205.108	248.563	46,0
Inv. Financieras + Interbancarias	17.986	10.405	10.535	2,0
Pasivos exigibles	228.084	270.795	294.571	54,6
Depósitos y captaciones	152.394	233.846	266.559	49,4
Obligaciones con otras Instituc.	48.084	26.165	19.200	3,6
Capital y reservas	21.595	31.970	31.184	5,8
Resultado Operac. financiero	28.787	38.775	46.077	8,5
Otros ingresos Operac. netos	10.050	13.326	17.342	3,2
Resultado operacional neto	9.972	16.286	20.309	3,8
Provisiones y castigos	6.417	11.112	10.338	1,9
Resultado antes de Imptos.	3.420	6.008	10.010	1,9
Result. Oper. bruto / Act. Tot.	17,4 %	18,2 %	20,0 %	-
Gastos de apoyo / Act. Tot.	12,9 %	12,5 %	13,6 %	-
Result. Oper. neto / Act. Tot.	4,5 %	5,7 %	6,4 %	-
Prov. y castigos / Act. Tot.	2,9 %	3,9 %	3,3 %	-
Result. antes Imptos. / Act. Tot.	1,5 %	2,1 %	3,2 %	-
Prov. y Cast. / Res. Oper. neto	64,4 %	68,2 %	50,9 %	-
Morosidad > 30 días	9,4 %	8,8 %	6,7 %	-
Tolerancia a pérdidas	4,8 %	7,5 %	6,1 %	-
Pasivo Exig. / Capital y reservas	10,6 vc	8,5 vc	9,4 vc	-

Fuente: Visión S.A. de Finanzas E.C.A.

HECHOS RELEVANTES*CAMBIOS EN LA ESTRUCTURA DE PROPIEDAD*

En 2005, ProFund International S.A. se retiró de la propiedad. Este fondo internacional -cuyo objetivo es permitir que compañías de América Latina y El Caribe con orientación hacia las micro finanzas alcancen su volumen de operación crítico- había ingresado a la propiedad en 1998 con un aporte de US\$ 1.000.000. La decisión de liquidación del fondo con un año de anticipación determinó la venta de sus inversiones. En el caso de su participación en Visión de Finanzas, las acciones fueron adquiridas por los socios locales de la entidad.

EMISION DE BONOS SUBORDINADOS

Durante el primer semestre de 2006, la entidad colocó bonos subordinados por US\$ 2.000.000 a plazos entre 4 y 6 años al 8%. El 75% de esta emisión fue adquirida por Oikocredit, el mayor financista del sector micro crediticio en el mundo. El restante 25% fue colocado en el mercado local. Con ello, la entidad logró un incremento adicional en su base de capital para fines normativos.

FORTALEZAS Y RIESGOS*Fortalezas*

- La administración superior aporta conocimiento y experiencia. Tanto la reciente reestructuración, con mejoras en controles e inversiones en tecnología, como su manejo en un entorno de *stress* financiero, han permitido su consolidación.
- La sociedad detenta una buena posición de mercado en su segmento objetivo -inexplotado por la banca tradicional- y una marca reconocida.
- Su amplia cartera de clientes le posibilita ofrecer mayores productos y servicios que contribuirán a seguir incrementando la diversificación de sus ingresos (actualmente los otros ingresos operacionales representan más del 25% del resultado operacional bruto).

Riesgos

- Enfrenta altos riesgos, inherentes a operar en el sistema financiero paraguayo, principalmente debido al elevado riesgo soberano ("*B-/Positivas/C*" por Standard & Poor's).
- Tiene una elevada exposición crediticia en micro créditos, que se atenúa por su diversificación en clientes y productos. No obstante, los resultados y volumen de su negocio presentan un importante grado de sensibilidad ante ciclos de la economía (que aún se muestra poco favorable).
- Tradicionalmente su cobertura de provisiones ha sido baja, dados los riesgos que enfrenta su cartera de colocaciones. No obstante, la entidad está constituyendo provisiones adicionales que le permitirán finalizar 2006 con una cobertura del 100% de su cartera vencida. El desafío de la administración será mantener dicha cobertura mínima en un contexto de fuerte crecimiento y de estabilidad económica a prueba.
- Registra altos costos de comercialización y de procesamiento por su aún relativamente baja automatización. Sus indicadores de eficiencia y rentabilidad no se comparan favorablemente con los de entidades financieras de mayor tamaño.

- Históricamente ha operado con bajos niveles de capitalización, aunque recientemente se han fortalecido.

ESTRUCTURA CORPORATIVA, ADMINISTRACION Y PROPIEDAD

Visión S.A. de Finanzas E.C.A. fue constituida en 1992 por un grupo de once accionistas paraguayos, quienes además de crear la compañía se transformaron en responsables de su administración.

La entidad se rige por las disposiciones contenidas en la Ley N° 861/96 General de Bancos, Financieras y otras entidades de crédito, y las normas legales y reglamentarias que dicte el Banco Central del Paraguay. La Superintendencia de Bancos es el órgano técnico del Banco Central encargado de su supervigilancia y fiscalización. Dicha Superintendencia goza de autonomía funcional, administrativa y financiera en el ejercicio de sus atribuciones y tiene las funciones y organización que la ley y los reglamentos establecen.

Desde sus inicios, Visión de Finanzas ha sido evaluada por diversos fondos internacionales, agencias multilaterales y otras instituciones financieras, estableciendo con ellos relaciones que le permitieron alcanzar tres objetivos centrales: *i)* incorporar *know-how*; *ii)* obtener aportes de capital para financiar su crecimiento; y *iii)* acceder a financiamiento en condiciones beneficiosas para los estándares de su industria.

Así, en el transcurso de más de una década, en la que enfrentó no pocas dificultades, como un escenario económico adverso con reiteradas crisis financieras que conllevaron la caída de diversos partícipes de la industria bancaria y financiera del Paraguay, esta sociedad financiera se convirtió en líder en su industria.

Actualmente, provee colocaciones y servicios en la industria micro financiera y en el segmento de personas de ingresos medios y bajos. Para satisfacer este mercado objetivo, se requiere de una amplia infraestructura física y de personal. En este contexto, la entidad tiene una adecuada cobertura geográfica compuesta por una red de 29 sucursales o Centros de Atención a Clientes (CAC), 80 cajas y 16 cajeros automáticos. Esta red de distribución es atendida con una dotación de 500 empleados, mayoritariamente dedicados a labores comerciales. Si bien esto último le otorga flexibilidad en su estructura de gastos, se trata de un canal de distribución de alto costo.

En la medida que la institución logre una mayor focalización de sus sucursales como centros de negocios en lugar de centros de servicios y busque innovar con canales de distribución de menor costo como los remotos, logrará significativos avances en eficiencia. Ello le otorgará holgura para enfrentar el riesgo de su cartera y consolidar mayores niveles de rentabilidad.

En los últimos años, Visión de Finanzas ha dado pasos concretos en la búsqueda de una mayor eficiencia, con una importante inversión en tecnología en equipos, procesos y base de datos de clientes, operaciones y contabilidad. Estas inversiones contribuyen a aumentar el nivel de automatización de la compañía y, a la vez, mejoran la gestión al disponer de herramientas fundamentales para el apoyo en la toma de decisiones.

Durante 2006 continuarán las inversiones en tecnología, destinándose recursos por cerca de US\$ 1.000.000 para el desarrollo de diversos proyectos en las áreas tecnológica (comunicaciones y enlaces), de productos y servicios, cobertura geográfica, y mejoramiento y reingeniería de procesos y sistemas. La entidad busca transformaciones tecnológicas más ambiciosas en los próximos años (i.e. innovación en canales).

La institución participa en un negocio caracterizado por un alto volumen de transacciones por caja. Por ello, las áreas de reingeniería de procesos y de calidad están permanente enfocadas a esta tarea.

Al mismo tiempo, la administración ha estado avocada al afianzamiento de los procesos de control interno. Así, el área de auditoría interna fue dotada con mayores recursos. La incorporación de nuevas metodologías y herramientas de control le permitió ampliar su programa de trabajo.

La auditoría interna informática también se consolidó en el último año, contribuyendo al mejoramiento de procesos tecnológicos de información.

Administración

La entidad es dirigida por un directorio conformado por ocho miembros. Todos ellos accionistas fundadores de la compañía. En el directorio están representados sólo los accionistas nacionales.

Históricamente, los inversionistas institucionales no han tomado parte en las decisiones operativas, sin embargo, como un mecanismo de transparencia, y en el marco del acuerdo que les ha garantizado el pago un dividendo fijo, se les reporta periódicamente.

La instancia máxima al interior de la organización es el Comité Ejecutivo -integrado por siete de los accionistas fundadores con experiencia en el sector financiero- que está a cargo del negocio y, a su vez, conforma la plana administrativa superior de la compañía.

Si bien esta estructura no presenta mayores conflictos desde el punto de vista del gobierno corporativo de la sociedad, al existir un accionista minoritario que no tiene representación en el directorio, la administración ha manifestado su intención de buscar cambiar la mezcla de roles entre propiedad y administración.

Como un mecanismo de autorregulación y para no afectar los intereses de minoritarios, la entidad tiene definida como política no otorgar préstamos a relacionados.

A la fecha de este informe, la administración superior y su directorio estaban conformados de la siguiente manera:

Estructura administrativa

Directorio		Administración	
Presidente	Livio Elizeche V.	Presidente Ejecutivo	Livio Elizeche V.
Vice Presidente	Beltrán Macchi S.	Vice Presidente Ejecutivo	Beltrán Macchi S.
Directores	Alexis Frutos R.	Directores Ejecutivos	Luis A. Maldonado R.
	Julio César Jacquet D.		Humberto Camperchioli G.
	Luis A. Maldonado R.		Luis Antonio Sosa O.
	Leonardo Alfonzo S.		Julio César Jacquet D.
	Luis Antonio Sosa O.		Leonardo Alfonzo S.
	Humberto Camperchioli G.		Javier Feliciángeli
Síndico Titular	Pablo Colmán B.	Subgerente Administración y Finanzas	Dionisio Duarte
Síndico Suplente	Elamirio Escobar D.	Subgerente Tecnología de Información	Carlos Avalos M.
		Subgerente Unidad Estratégica de Negocios	José María Barrios
		Subgerente Unidad de Adm. y Recup. de Activos	Lidia Florentín
		Subgerente Operaciones	Oscar Urbieto A.
		Subgerente Reingeniería de Procesos	Anibal Solís
		Subgerente Depósitos del Público	Natalia Arriola
		Subgerente Análisis, Planif. y Seguim. de Neg.	Sabino Cañete T.
		Subgerente Pequeño Deudor Personal	Miguel Jiménez
		Subgerente Canales de Comercialización	Víctor Hugo Fleitas
		Subgerente Pequeño Deudor Comercial	Dora Ramírez
		Subgerente Recursos Humanos	Paola González S.
		Relaciones Públicas	Celsa Páez
		Contadora General	Marcial Leguizamón
		Tesorero	Ricardo Rojas
Unidad Control Interno	Emilio Samudio		
Auditor Informático Interno			

Fuente: Visión S.A. de Finanzas E.C.A.

Propiedad

Visión S.A. de Finanzas E.C.A. es un 71,8% propiedad de accionistas paraguayos y el 28,2% restante de un inversionista institucional (Acción Investments in Microfinance).

Acción Investments es un accionista preferente al que se le paga un dividendo fijo garantizado del 18%. Este organismo internacional ingresó a la propiedad en 2004, aportando un capital de US\$ 1.100.000 y tiene previsto retirarse al octavo año de su inversión ofreciendo su participación a los accionistas locales.

Entre 1998 y 2005 formó parte de la propiedad otra organización internacional, ProFund International S.A. Dentro de los objetivos de este fondo internacional estaba dar impulso a compañías de América Latina y El Caribe con orientación hacia las micro finanzas para que alcanzaran un volumen de operación crítico. La decisión de liquidación del fondo con un año de anticipación determinó la venta de sus inversiones. En el caso de su participación en Visión de Finanzas, las acciones fueron adquiridas por los socios locales de la entidad.

POSICION COMPETITIVA**Mercado objetivo**

Como se mencionó, Visión de Finanzas participa en la intermediación de préstamos y provee de servicios en el segmento de personas de ingresos medios y bajos y en la industria micro financiera. En ese contexto, la compañía es un intermediario que canaliza los recursos del Banco Interamericano de Desarrollo, a través de "Progra-

mas Globales de Crédito para la Microempresa” lo que le ha permitido consolidar su liderazgo en el segmento micro financiero de Paraguay.

Su oferta de productos y servicios es amplia, especialmente si se considera su condición de sociedad financiera. Además de los tradicionales créditos para personas, y pequeñas y micro empresas, ofrece tarjetas de crédito y débito; cuentas de ahorro en moneda nacional y extranjera; servicios de pago de sueldos; cambio de monedas; y transferencia de dinero como subagente de Western Union en Paraguay.

Adicionalmente, la institución es líder en recaudación de servicios privados y públicos. Esto último se potenció a partir de febrero de 2006 luego de incorporar a su oferta de productos el servicio de cobro de tributos. La administración estima un incremento superior a las 32.000 transacciones a través de cajas por este concepto.

Participación de mercado

En 2005, la entidad consolidó su posición de mercado como la financiera líder de Paraguay. A agosto de 2006, su cuota de mercado en activos, préstamos y depósitos superaba el 21%. Este porcentaje se reduce en casi diez veces al incorporar a los bancos. Así, su participación global en la industria financiera es levemente superior al 2% de los activos y depósitos.

Posición en mercados

	Dic. 2003		Dic. 2004		Dic. 2005		Ago. 2006	
	Particip.	Ranking	Particip.	Ranking	Particip.	Ranking	Particip.	Ranking
Industria de empresas financieras								
Activos	15,1 %	1°	20,8 %	1°	21,2 %	1°	21,4 %	1°
Colocaciones netas	16,2 %	1°	19,6 %	1°	20,8 %	1°	21,3 %	1°
Depósitos	15,3 %	2°	21,3 %	2°	22,2 %	1°	22,0 %	1°
Patrimonio neto	7,1 %	2°	13,4 %	2°	13,4 %	2°	13,2 %	2°
Industria de bancos + Emp. financieras								
Activos	1,7 %	13°	1,9 %	13°	2,1 %	13°	2,1 %	12°
Colocaciones netas	2,3 %	12°	2,3 %	12°	2,8 %	11°	2,9 %	11°
Depósitos	1,5 %	13°	1,8 %	13°	2,0 %	14°	2,0 %	13°
Patrimonio neto	1,5 %	14°	2,0 %	14°	2,0 %	14°	1,9 %	14°

Fuente: Banco Central del Paraguay.

La industria en la que la entidad se desenvuelve está conformada por 27 partícipes que captan recursos del público. Entre éstos, hay trece bancos (doce privados y uno estatal), doce empresas financieras y dos sociedades de ahorro y préstamos para la vivienda. En conjunto, representan activos que bordean los US\$ 3.200 millones (Gs. 17.425 millones) y depósitos totales que alcanzan a US\$ 2.600 millones (Gs. 14.000 millones).

Se trata de una industria poco profunda, caracterizada por un bajo grado de la población que utiliza servicios financieros.

La competencia ha mostrado una tendencia decreciente por las reiteradas crisis financieras, que conllevaron a la liquidación de un importante número de entidades. Así, entre 1995 y 2003, los bancos se redujeron de 32 a 13 y las financieras de 65 a 14.

También existen intermediarios financieros no regulados. Unos operan bajo normas especiales sin reportar al Banco Central, como las cooperativas de ahorro y crédito

que han absorbido una parte importante del negocio financiero. Otros operan absolutamente fuera de las normas, en especial, sociedades o personas que sin estar autorizadas ofrecen cambio de monedas.

SITUACION FINANCIERA

La institución se ha caracterizado por una creciente expansión de sus activos y una paulatina disminución de su respaldo patrimonial, acompañado de niveles de rentabilidad moderados, los cuales, si bien no se comparan favorablemente con los de entidades financieras de mayor tamaño de su industria, muestran mejoras a partir de 2004.

La composición de sus activos se concentra en colocaciones. Entre 2002 y 2005 éstas muestran una participación creciente dentro de la estructura de activos, pasando de representar cerca del 60% a más del 72%. Su fuerte expansión -a tasas superiores al 20% anual en los últimos años- explica la evolución de los activos.

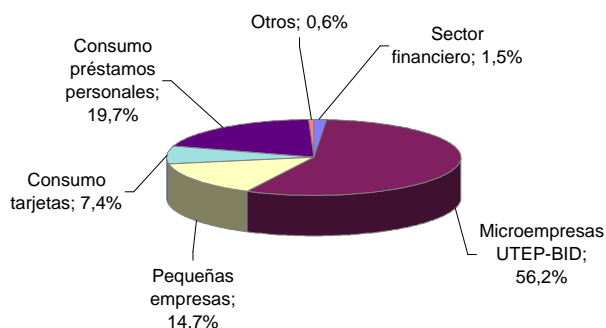
Los otros activos corresponden mayoritariamente a inversiones financieras y fondos disponibles, que normalmente fluctúan en torno al 20% del balance.

Las inversiones financieras están en valores públicos que corresponden mayoritariamente -70%- a bonos del Tesoro Nacional emitidos en dólares por el Ministerio de Hacienda. El resto son bonos municipales emitidos por la Municipalidad de Asunción en guaraníes. Ambos tipos de papeles tienen plazos vencimiento en 2008.

Consistente con su estrategia de negocios, su cartera de colocaciones está fuertemente focalizada en micro créditos (56%) y en préstamos a personas (20%).

Saldos de cartera por tipo de clientes

Diciembre de 2005



Fuente: Visión S.A. de Finanzas E.C.A.

Las fuentes de financiamiento presentan un cambio de composición en los últimos, adquiriendo preponderancia los depósitos a plazo en desmedro del financiamiento a través de bonos y de líneas otorgadas por organismos internacionales. Si bien ello lleva aparejada la confianza del público y una mayor atomización, en contrapartida

reduce los plazos de financiamiento, limitando el tipo de productos que la entidad puede ofrecer para mantener sus calces en niveles razonables.

A fines de 2005, los depósitos a plazo representaban el 90% de los pasivos exigibles y los pasivos con institucionales extranjeros el 6,5%. En tanto, en 2001 los depósitos a plazo equivalían al 24% de los pasivos exigibles, los bonos el 46% y los pasivos con institucionales extranjeros el 28%. Estos bonos o títulos de inversión estaban equiparados al Certificado de Depósito de Ahorro y posteriormente fueron eliminados por la Resolución del Banco Central del Paraguay.

Por su condición de sociedad financiera, Visión de Finanzas no tiene captaciones en cuentas corrientes. El capital es una fuente de recursos que tradicionalmente ha representado entre el 8% y el 10% del pasivo total.

Sus resultados han sido fluctuantes, con rentabilidades promedio reducidas. Esta situación se explica por las crisis financieras que enfrentó a inicios de la presente década. Sin embargo, desde 2004 los resultados son crecientes favorecidos por crecimiento en el empleo y reducción de las tasas de interés (sobre todo en guaraníes).

Resumen de los estados de situación y resultados

En millones de guaraníes constantes de diciembre de 2005

Estado de situación	Dic. 2002	Dic. 2003	Dic. 2004	Dic. 2005	Variación real	
					MMUS\$ Dic. 2005	Dic05/Dic04
Activos totales	203.486	259.963	318.114	344.208	63,7	8,2 %
Fondos disponibles	35.628	55.759	72.731	56.226	10,4	-22,7 %
Activos productivos	140.420	177.525	215.513	259.098	48,0	20,2 %
Colocaciones Vig. netas Interbanc.	121.361	159.539	205.108	248.563	46,0	21,2 %
Inversiones financieras vigentes	11.891	0	6.251	6.728	1,2	7,6 %
Inversiones en filiales	229	209	223	203	0,0	-9,0 %
Activos no generadores	27.209	26.470	29.647	28.681	5,3	-3,3 %
Pasivos exigibles	174.327	228.084	270.795	294.571	54,6	8,8 %
Depósitos y captaciones	88.765	152.394	233.846	266.559	49,4	14,0 %
Pasivos con otras Inst. financieras	46.697	48.084	26.165	19.200	3,6	-26,6 %
Provisiones sobre activos riesgosos	5.052	7.389	10.317	9.833	1,8	-4,7 %
Capital y reservas	20.817	21.595	31.970	31.184	5,8	-2,5 %
Utilidad (pérdida) del ejercicio	3.290	2.895	5.032	8.620	1,6	71,3 %
Patrimonio económico	10.094	11.449	22.015	19.078	3,5	-13,3 %
Estado de resultados						
Resultado operacional financiero	25.951	28.787	38.775	46.077	8,5	18,8 %
Otros ingresos operacionales netos	10.692	10.050	13.326	17.342	3,2	30,1 %
Gastos de apoyo a la gestión	26.564	28.865	35.814	43.110	8,0	20,4 %
Resultado operacional neto	10.079	9.972	16.286	20.309	3,8	24,7 %
Otros ingresos no operacionales netos	593	-135	833	39	0,0	-95,3 %
Provisiones y castigos	6.836	6.417	11.112	10.338	1,9	-7,0 %
Resultado antes de Impuestos	3.836	3.420	6.008	10.010	1,9	66,6 %
Utilidad (pérdida) neta	3.290	2.895	5.032	8.620	1,6	71,3 %

Fuente: Visión S.A. de Finanzas E.C.A.

Rentabilidad y eficiencia

MARGENES BRUTOS

Tradicionalmente, la institución se ha caracterizado por tener altos y crecientes márgenes brutos, acordes con el riesgo del segmento en el que opera. A fines de 2005, dicho margen alcanzó al 20%.

En el caso de Visión de Finanzas, los ingresos provenientes de otras fuentes representan una porción relevante de sus ingresos totales, siendo equivalentes al 5,5% de los activos totales. En consecuencia, el incremento de 30% que estos ingresos registraron en 2005 se sumó al 18% de aumento del resultado operacional financiero, contribuyendo conjuntamente al crecimiento de casi dos puntos porcentuales del margen bruto del período.

EFICIENCIA

La entidad registra altos costos de comercialización y de procesamiento por su aún relativamente baja automatización. Las recientes inversiones realizadas en la apertura de nuevas sucursales, el aumento de cajas, la renovación y la ampliación del equipamiento y mejoramiento de la infraestructura deterioraron aún más sus indicadores de eficiencia, en particular al medirlos sobre activos, pasando de 12,9% a 13,6% entre 2003 y 2005.

En tanto, la medición respecto del resultado operacional bruto se benefició del incremento de márgenes. Luego de registrar su nivel más alto en 2003 con un 74,3%, a diciembre de 2005 alcanzó un 68%.

La favorable tendencia debería mantenerse, luego de absorbidas las últimas inversiones, redundando en mejoras en sus indicadores de eficiencia. Por su parte, estas inversiones permiten enfrentar adecuadamente las ambiciosas metas de crecimiento de 2006.

PROVISIONES

Después de registrar una tendencia creciente en el gasto en provisiones y castigos, los esfuerzos de la administración para reducir la morosidad se reflejaron en menores gastos de cartera en el último período. A diciembre de 2005, el gasto sobre activos fue de 5,1% (6,3% en 2002) y del 50,9% respecto del resultado operacional neto (67,8% en 2002).

No obstante, dicho gasto sólo permitía cubrir el 54% de la cartera con mora superior a 30 días. El ajuste de su cobertura de provisiones durante 2006 determinó un incremento del gasto. Dicho incremento es más consistente con foco de negocios y con las metas de crecimiento de la entidad.

RENTABILIDAD

Hasta 2003, los niveles de rentabilidad de la compañía mostraron una sostenida contracción básicamente explicada por la reducción de márgenes. Posteriormente, y gracias a la recuperación del margen financiero y de los otros ingresos operacionales, los niveles de rentabilidad se recuperaron. A diciembre de 2005 la rentabilidad sobre activos fue 3,2% y sobre capital y reservas de 32,1%. El mejor desempeño de esta última refleja los mayores niveles de endeudamiento con que la entidad opera.

Indicadores de rentabilidad, eficiencia y capitalización

	Dic. 2002	Dic. 2003	Dic. 2004	Dic. 2005	Sistema financiero	
					Dic. 2004	Dic. 2005
Rentabilidad						
Result. Operac. financiero / Act. totales	14,1 %	12,9 %	13,6 %	14,5 %	n.d.	n.d.
Result. operacional bruto / Act. totales	19,9 %	17,4 %	18,2 %	20,0 %	n.d.	n.d.
Result. operacional neto / Act. totales	5,5 %	4,5 %	5,7 %	6,4 %	n.d.	n.d.
Provisiones y castigos / Act. totales	3,7 %	2,9 %	3,9 %	3,3 %	n.d.	n.d.
Result. antes Imptos. / Activos totales	2,1 %	1,5 %	2,1 %	3,2 %	n.d.	n.d.
Result. antes Imptos. / Capital y reservas	18,4 %	15,8 %	18,8 %	32,1 %	n.d.	n.d.
Eficiencia operacional						
Gastos apoyo / Activos totales	14,4 %	12,9 %	12,5 %	13,6 %	n.d.	n.d.
Gastos apoyo / Coloc. Vig. netas Interb.	24,4 %	23,0 %	21,4 %	21,2 %	n.d.	n.d.
Gastos apoyo / Result. Operac. bruto	72,5 %	74,3 %	68,7 %	68,0 %	n.d.	n.d.
Capitalización						
Tolerancia a pérdidas	5,5 %	4,8 %	6,8 %	6,1 %	n.d.	n.d.
Endeudamiento económico	17,3 vc	19,9 vc	13,6 vc	15,4 vc	n.d.	n.d.
Pasivo exigible / Capital y reservas	8,4 vc	10,6 vc	8,5 vc	9,4 vc	n.d.	n.d.

Fuente: Visión S.A. de Finanzas E.C.A.

Capitalización

A diciembre de 2005, el capital social de Visión de Finanzas era de Gs. 33.000 millones (US\$ 6,1 millones), representado por 330.000 acciones con un valor nominal de Gs. 100.000 cada una, distribuidas en 30 series de 11.000 acciones. El capital emitido e integrado era de Gs. 21.450 millones (US\$ 4,0 millones) a la misma fecha, representado por 154.000 acciones ordinarias y 60.500 acciones preferidas "clase A". Todas ellas con derecho a dividendos. Las acciones preferidas son propiedad de Acción Investments.

La Asamblea General Ordinaria de marzo de 2006 acordó repartir en efectivo el 77% de las utilidades de 2005. Ello equivalió a algo más de Gs. 6.600 millones (cerca de US\$ 1,2 millones), a razones de Gs. 18.000 por cada acción preferida y de Gs. 35.899 por cada acción ordinaria.

Históricamente, la compañía ha presentado bajos niveles de capitalización que, sumados a elevados niveles de crecimiento y a su política de reparto de al menos un tercio de las utilidades de cada ejercicio, incrementaron su relación de Pasivos exigibles / Capital y reservas. Así, entre 2001 y 2003 ésta pasó de 8,6 veces a 10,6 veces. Al mismo tiempo, su tolerancia a pérdidas se redujo en dos puntos porcentuales, pasando de 6,8% a 4,8% en el mismo periodo.

A fines de 2004, Visión de Finanzas logró materializar la incorporación de un nuevo inversionista a la propiedad -Acción Investment SPC-, que aportó US\$ 1.100.000. Con ello, recuperó los niveles de capitalización registrados en 2001. Su base patrimonial para fines normativos se vio adicionalmente beneficiada con la reciente colocación de bonos subordinados por US\$ 2.000.000. El 75% de esta emisión fue adquirida por la institución holandesa Oikocredit.

Con todo, el segmento de mayor riesgo en que Visión de Finanzas opera hacen necesarios aportes de capital crecientes. En este contexto, la entidad contempla una

próxima capitalización por Gs. 6.000 millones (cerca a US\$ 1.000.000). De esta manera, conseguirá satisfacer sus necesidades de capital de mediano plazo.

Posiciones financieras

Visión de Finanzas opera en una industria con un *track-record* de inestabilidad sistémica. Las corridas bancarias fueron comunes entre 1995 y 2003. Estas características de su entorno, determinaron que la administración adoptara criterios conservadores en la gestión de sus riesgos de mercados (tasa de interés y tipo de cambios) y en el manejo de su liquidez.

En 2005 fue creada la Unidad de Riesgos y del Comité de Riesgos para el apoyo en la toma de decisiones. Acorde con sus políticas de administración de activos y pasivos, la entidad mantiene activos líquidos y prioriza el fondeo en moneda local. El volumen mensual de recaudación que maneja se ha convertido en una fortaleza en períodos de volatilidad.

Producto de ello, la compañía ha podido sortear exitosamente varias crisis de liquidez sistémicas, durante las cuales no ha tenido que interrumpir ni el pago de sus obligaciones ni la originación de créditos.

Consistente con su conservador manejo de los riesgos de mercado, la entidad presenta una conservadora posición cambiaria.

La sociedad opera en una industria altamente concentrada en depósitos de cortísimo plazo. Para aumentar los plazos de los depósitos, la industria requiere que la autoridad provea de mecanismos de transformación de plazos como la implementación del financiamiento de largo plazo de la mano de la Agencia Financiera para el Desarrollo (banca de segundo piso para el sistema financiero).

Independientemente de las iniciativas del gobierno central, la administración está permanentemente en la búsqueda de diversificar sus fuentes de fondeo, en especial de largo plazo. Tradicionalmente, uno de sus principales proveedores de financiamiento de largo plazo ha sido el Instituto de Crédito Oficial de la Agencia Española de Cooperación Internacional (perteneciente al gobierno español y al Fondo de Desarrollo Industrial).

Como complemento, la entidad ha contratado recursos de largo plazo de otros organismos y fondos internacionales y de la Agencia Financiera de Desarrollo. A éstos se sumará, una línea de crédito por US\$ 500.000 aprobada por la Corporación Andina de Fomento (CAF).

Hacia fines de 2006, estará disponible otra línea de US\$ 4 millones a siete años que el Fondo de la OPEP preaprobó recientemente.

Los mayores plazos de financiamiento permitirán el diseño de nuevos productos, principalmente a largo plazo para los mercados de vivienda, exportación y agropecuario.

CALIDAD DE ACTIVOS

Visión de Finanzas ha registrado avances recientes en la medición y seguimiento de los riesgos de su cartera. Actualmente, están en construcción bases estadísticas que

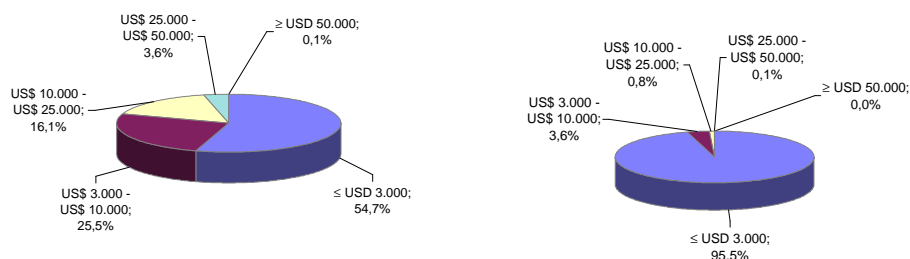
fortalecerán el proceso de otorgamiento. Ello adquiere especial relevancia dada su incursión en nuevos segmentos. En este mercado es relevante el conocimiento del cliente puesto que, en general, no se trabaja con garantías reales.

El nivel de atribuciones crediticias en las sucursales es bajo. En consecuencia, la mayor parte de las decisiones crediticias se toman centralizadamente.

Su calidad de cartera se beneficia de una alta atomización (más del 95% de sus clientes tienen operaciones menores a los US\$ 3.000) y de una adecuada diversificación geográfica (cerca del 50% se distribuye en localidades del interior del país).

Saldos de cartera por tramos

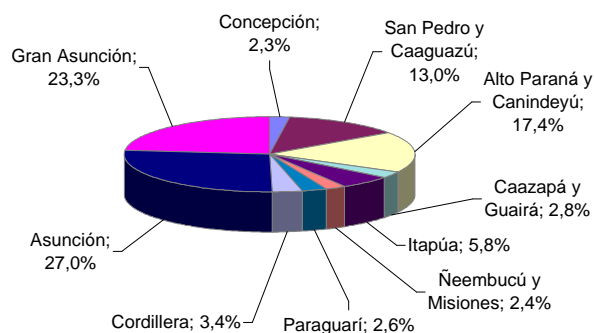
En US\$ y en número a diciembre de 2005



Fuente: Visión S.A. de Finanzas E.C.A.

Saldos de cartera por zona geográfica

Diciembre de 2005



Fuente: Visión S.A. de Finanzas E.C.A.

En contrapartida, el segmento que aborda y la coyuntura económica se traducen en elevados niveles morosidad. Con todo, sus indicadores de cartera muestran una favorable tendencia, después de alcanzar sus niveles máximos en 2002, en el marco de una severa crisis económica y financiera. El gasto en provisiones y castigos llegó a consumir más del 67% del resultado operacional neto, para reducirse a cerca del 50% a fines de 2005.

No obstante, la cobertura de provisiones para la cartera vencida ha sido tradicionalmente baja. Para ajustarse a los cambios normativos que entrarán en vigencia en 2007 con la aplicación plena de la Resolución N° 8 (que dicta nuevas normas de clasificación de activos, riesgos crediticios, provisiones y devengamiento de intereses), y para enfrentar el crecimiento proyectado de sus colocaciones, la entidad decidió aumentar la cobertura de provisiones para la cartera con mora mayor a 30 días. Así, durante el primer semestre de 2006 inició la constitución de provisiones adicionales esperando alcanzar una cobertura del 100% hacia fines de año (54% en 2005). El desafío de la administración es mantener dicha cobertura mínima en un contexto de elevadas metas de expansión y de estabilidad económica a prueba.

Riesgo de la cartera de colocaciones

	Dic. 2002	Dic. 2003	Dic. 2004	Dic. 2005	Sistema financiero	
					Dic. 2004	Ago. 2005
Morosidad superior a 30 días	14,1 %	9,4 %	8,8 %	6,7 %	n.d.	n.d.
Cartera vencida / Colocaciones	7,8 %	6,0 %	5,3 %	4,6 %	n.d.	n.d.
Provisiones Act. riesgosos / Colocaciones	4,2 %	4,6 %	5,0 %	4,0 %	n.d.	n.d.
Provisiones y castigos / Colocaciones	6,3 %	5,1 %	6,6 %	5,1 %	n.d.	n.d.
Prov. y castigos / Resultado Oper. neto	67,8 %	64,4 %	68,2 %	50,9 %	n.d.	n.d.
Estructura de morosidad de la cartera						
Morosidad entre 1 y 30 días	28,5 %	28,0 %	17,0 %	14,1 %	n.d.	
Morosidad entre 31 y 60 días	3,6 %	2,2 %	1,9 %	1,1 %	n.d.	n.d.
Morosidad entre 61 y 120 días	3,0 %	1,3 %	1,3 %	0,8 %	n.d.	n.d.
Morosidad superior a 120 días	7,5 %	5,9 %	5,6 %	4,9 %	n.d.	n.d.

Fuente: Visión S.A. de Finanzas E.C.A.

La entidad ha realizado esfuerzos especiales para fortalecer la cobranza y ha realizado campañas especiales de recuperación de clientes cancelados.

La gestión de cobranza está a cargo de las sucursales hasta los 180 días de mora. Luego la cartera con problemas se traspasa a una unidad especializada de administración y recuperación de activos. Paralelamente, opera un Comité de Mora que gestiona las operaciones superiores a Gs. 10 millones.