



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EADE *Universidad Argentina de la Empresa*

MAESTRÍA EN FINANZAS Y DIRECCION DE CONTROL – CFO 34

***Valuación del sector Bancario en Mercados
Emergentes. Banco Galicia***

Autor: Toyos, María Julia

Director del Trabajo Final: Rodríguez Cacio Alejo

Grado obtenido del Director Magister

Institución a la que pertenece: UADE

Cohorte

Fecha de entrega (18/Agosto/2015)



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDEE *Universidad Argentina de la Empresa*

Abstract

The aim of this paper is to analyze Banco Galicia y de Buenos Aires S.A. The paper will also present and explore the different theoretical models for valuing companies, and finally use the model that best fits the business sector to which the company belongs.

Global macroeconomic context will be discussed, as the financial sector has a high correlation with the vagaries of the economy and the value of shares (traded on the capital market) may differ from their theoretical value significantly. We expect to find the real value of the company and analyze the deviations found.



Índice

1. OBJETIVO GENERAL	4
2. OBJETIVOS PARTICULARES	4
3. ESTADO ACTUAL DEL CONOCIMIENTO	5
4. MARCO TEÓRICO	8
a. HERRAMIENTAS DE ADMINISTRACIÓN GESTION EMPRESARIAL	8
b. VALUACIÓN- TEORÍA GENERAL	9
c. VALUACIÓN- CONCEPTO: “ACCIÓN Y EFECTO DE VALUAR”	10
d. VALUACIÓN- MODELOS	14
1. FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS	14
2. VALUACIÓN RELATIVA	28
5. VALUACIÓN DEL SECTOR BANCARIO- PARTICULARIDADES	29
6. MARCO METODOLÓGICO	32
7. DATOS MACROECONÓMICOS	33
a. ANÁLISIS DEL CONTEXTO INTERNACIONAL	33
b. PBI, CONSUMO PRIVADO, INFLACIÓN, TIPO DE CAMBIO EN ARGENTINA	37
8. BANCO GALICIA	51
a. DATOS DE LA EMPRESA Y EL SECTOR EMPRESARIAL	51
b. INDICADORES FINANCIEROS	53
9. ANÁLISIS FODA- BANCO GALICIA	59
10. VALUACIÓN- BANCO GALICIA	61
CONCLUSIÓN	65
Anexos	70
a. Balances	70



1. OBJETIVO GENERAL

El presente trabajo tiene como objetivo la valuación del Banco Galicia, para determinar el valor de la compañía y compararlo con el precio observado en el mercado, y así poder distinguir las causas de los principales desvíos entre el precio de mercado y el precio teórico de las acciones, si los hubiera.

2. OBJETIVOS PARTICULARES

Los objetivos particulares que se plantean para dicho trabajo son:

- Delinear la teoría financiera vigente hasta el desarrollo del presente trabajo para poder otorgar un marco teórico que sirva de sustento a todo el desarrollo del trabajo.
- Comparar el valor que posee en el mercado la compañía con el valor teórico al cual se arriba mediante la teoría financiera.
- Describir a la compañía y el contexto en el cual desarrolla sus actividades a fin de entender la industria que se está valuando y los posibles desvíos que se podrán encontrar con respecto al valor observado en el mercado
- Analizar y proyectar los flujos de fondos para la compañía en los años establecidos y adecuarlos a las proyecciones económicas que se esperan para la industria
- Evaluar cuál de los modelos desarrollados teóricamente en el presente trabajo se adecúa a los flujos generados por la empresa y cuáles son las ventajas y desventajas de usar ese modelo por encima de los demás planteados



3. ESTADO ACTUAL DEL CONOCIMIENTO

Las finanzas es una de las ramas de la economía más actuales y, a lo largo de los años, la teoría financiera ha ido evolucionando junto con las necesidades que se plantearon a partir de los cambios que fueron surgiendo dentro de las estructuras de cada compañía, así como también de los cambios planteados a partir de la globalización y de estructuras más complejas adoptadas por las diferentes empresas.

Brealey y Myers, en su libro *Finanzas Corporativas*, brindan una introducción a los conceptos más básicos e importantes que no deben dejar de conocerse si se quiere seguir avanzando en el mundo de las finanzas corporativas. Este libro en sus diferentes ediciones (para el presente trabajo se utilizará la edición publicada en el año 2003) introduce al lector en los conceptos necesarios para abordar cualquier estudio más complejo acerca de la valuación de empresas o proyectos de inversión, con una clara exposición de los temas más relevantes, sirviendo de base para introducirse en los conceptos preliminares para luego profundizar en el estudio de los mismos.

Bodie y Merton publicaron en el año 2003 un libro titulado *Finanzas* donde abarcan temas generales relacionados a las Finanzas o a la Economía Financiera. En dicho libro los autores ofrecen la manera de estudiar la asignación de recursos escasos a través del tiempo, y los costos y beneficios asociados a las decisiones que puede tomar la compañía.

Otro libro que nos ofrece un desarrollo más profundo de los modelos de Valuación de empresas o proyectos es el libro *Finanzas Corporativas*, publicado en el año 2005 por Ross, Westerfield y Jaffeson. Este libro aborda una perspectiva un poco más profunda que el libro mencionado previamente, aunque también se enuncian los desarrollos teóricos de las variables financieras necesarias para entender los conceptos básicos de



las finanzas corporativas. Asimismo encontraremos un estudio más profundo acerca de temas centrales para nuestra área de conocimiento como ser la Estructura de Capital y Decisiones de Financiamiento a la que puede exponerse una empresa, considerando los riesgos asociados a dichas decisiones.

Asimismo este libro será de gran utilidad, ya que aborda la problemática de valorar compañías financieras como “bancos”, por lo cual se tendrá un primer acercamiento de las dificultades a las cuales se estará expuesto a la hora de valorar la empresa elegida.

Otro de los autores que han desarrollado una amplia teoría para las finanzas corporativas y, específicamente, a la teoría de valuación de empresas, es Aswath Damodaran. Este autor ha publicado tres libros en los cuales se basará casi todo el desarrollo del presente trabajo. Por un lado, en su libro *On Valuation* del año 2001, Damodaran hace un desarrollo teórico con una profundidad en los temas abordados que permiten entender los modelos básicos de valuación, así como también las particularidades y decisiones o supuestos a los cuales se tendrá que hacer referencia para poder desarrollar la valuación correspondiente. Presenta, además, modelos reales de empresas y las diferentes problemáticas a las cuales se enfrentará el alumno, con las posibles alternativas a tomar para poder superar las dificultades prácticas. Ese mismo año en *Finanzas Corporativas, Teoría y Práctica*, expone tanto la teoría como la práctica aplicada a las finanzas. Brinda una introducción a la misma, y a los conceptos claves que luego servirán para analizar los resultados obtenidos en la valuación que se tiene como objetivo alcanzar.

Asimismo, este autor ha publicado el libro *The Dark side of Valuation* (2010), en el cual expone las diferencias que se presentan en los modelos de valuación de las empresas que no es posible valorar por los métodos estándares, ya sea por alguna característica



específica en los flujos de fondos o por la dificultad de estimar la tasa de descuento a partir de los balances que presentan dichas compañías. En su libro, Damodaran incluye los modelos de valuación que se utilizan en el sector financiero (bancos y compañías de seguros), ya que los mismos presentan diferencias con respecto de las valuaciones de empresas no financieras, como son las empresas productivas o de servicios, y tal como se desarrollará en el presente trabajo.

Para abordar los modelos que estiman las tasas de descuento, utilizaremos el libro *Investments* (2009) de los autores Bodie, Kane y Marcus. En este libro, se presentan de forma teórica y práctica el mercado de inversiones y los portafolios de inversiones. El contenido de esta publicación aborda los ítems relacionados con los instrumentos financieros, los modelos para la teoría de carteras de inversión, así como también los riesgos y el equilibrio en el mercado de capitales.

Otro libro al cual se hará referencia en el presente trabajo será el libro *Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano* de Guillermo López Dumrauf (2010). Esta publicación dará las herramientas necesarias para poder llevar a cabo la valuación en mercados emergentes. En este trabajo se plantean diferentes adaptaciones de los modelos empleados para las características que presentan los mercados emergentes, con la finalidad de poder adaptar los flujos proyectados a la realidad económica en la cual se encuentra inmersa una compañía.

Por su parte, en la rama de las finanzas el tiempo es clave para definir el valor del dinero, ya que esta diferencia de valor en el tiempo es uno de los grandes pilares financieros y los autores Michael Errhardt y Eugene Brigham (2007), en su libro *Finanzas Corporativas* ofrecen un conjunto de aplicaciones que serán de frecuente utilidad en el “análisis del flujo de efectivo descontado”.



Siguiendo con el desarrollo de los trabajos teóricos que constituyen el estado actual del conocimiento, se expondrá un trabajo publicado en el año 2008 por Héctor Gustavo López Padilla *Una evaluación de la competencia en el sector bancario de Argentina*, en el cual desarrolla no sólo cómo está compuesto el sector bancario en Argentina y el grado de concentración económica que el mismo nuclea, sino también el marco regulatorio, la globalización y los avances tecnológicos a los cuales estuvo expuesto el mercado durante los años analizados.

4. MARCO TEÓRICO

a. HERRAMIENTAS DE ADMINISTRACIÓN GESTION EMPRESARIAL

La matriz FODA es una herramienta de análisis que puede ser aplicada a cualquier situación para determinar los factores que pueden favorecer, u obstaculizar el logro de los objetivos propuestos. La sigla FODA, surge de las iniciales de los cuatro conceptos que intervienen en su aplicación (Koenes, 1994):

- Fortalezas: Son aquellas características propias, que le facilitan o favorecen el logro de los objetivos.
- Oportunidades: Son aquellas situaciones que se presentan en el entorno, y que podrían favorecer el logro de los objetivos.
- Debilidades: Son aquellas características propias que constituyen un obstáculo interno.



- Amenazas: Son aquellas situaciones que se presentan en el entorno, y que podrían afectar negativamente el logro de los objetivos.

El análisis FODA se aplica en las compañías como metodología para el planeamiento estratégico, ya que permite conocer y entender el ambiente en el que la empresa realiza sus actividades. Una vez que la empresa logre identificar las variables de la matriz FODA, identificará cuales podrán ser los objetivos y las habilidades que necesita para alcanzar los objetivos de la organización.

El armado de la matriz FODA, deberá dar las herramientas para establecer cuál es la ventaja competitiva que posee la compañía dentro del sector industrial en el que opera (Porter, 1985).

La o las ventajas competitivas surgen cuando las fortalezas adquiridas se pueden aprovechar o potenciar mejor que el resto de los competidores existentes en el mercado. Aunque, lo que se debe tener en cuenta es que el resultado de esta matriz no es aplicable a ninguna otra institución que no sea la analizada, ya que por más que dos compañías sean similares, difícilmente puedan llegar a tener una matriz idéntica porque hay factores que están implícitos en la organización y no son medibles. Un ejemplo de ello son el capital humano o la cultura organizacional, que son únicos de la compañía.

b. VALUACIÓN- TEORÍA GENERAL

La valuación de empresas se ha llevado a cabo durante muchos años a partir de los modelos de Flujos de Caja Descontados (considerados como un tipo de valuación absoluta) que se basan en el concepto del Valor Presente Neto (VAN por sus siglas en inglés). El VAN se define como el valor actual de los flujos de fondos descontados a la tasa de descuento que contemple los riesgos asociados con el negocio. Para este



análisis se debe estimar una tasa, la cual será empleada como tasa de descuento. Dicha tasa deberá reflejar los riesgos asociados no sólo a la empresa misma, sino también a la economía del país en el cual la empresa desarrolla las actividades (Damodaran, 2010).

Para la valuación mediante Flujos de Fondos, existen tres modelos diferentes, según la fuente que origine el Flujo de Fondos. Así se pueden distinguir el modelo que propone valorar sólo los flujos de fondos que proviene del capital propio (*Equity*), valorar los flujos de fondos de la compañía en su totalidad, contemplando la estructura de capital que posea la misma (proporción deuda-capital propio), y el tercer modelo que propone separar a la compañía en partes, valorarlas como unidades por separado y luego sumar los valores para llegar al valor de la compañía. Estos modelos se expondrán de manera detallada más adelante en este trabajo.

c. VALUACIÓN- CONCEPTO: “ACCIÓN Y EFECTO DE VALUAR”

El término valuación hace referencia a la acción y efecto de valorar. La acción “valorar” (según el diccionario de la Real Academia Española) tiene por significado “señalar el precio de algo.

Por lo tanto, el concepto de valuación se compone tanto de la acción de obtener el precio de algo y del precio obtenido como resultado de dicha acción.

Para el ámbito contable, la valuación es un procedimiento técnico que incluye un conjunto de acciones que se deben realizar para obtener dicha valuación, dependiendo del modelo teórico, por el cual se busca determinar el precio de un bien patrimonial, (entendiéndose por precio al valor monetario teórico asignado a dicho bien). Pero para



la contabilidad, el valor de los activos es el valor al que se encuentran plasmados en los balances de la compañía. Por lo tanto, si se considera el valor de las acciones, el mismo se calcula como el valor de los recursos propios que se encuentran volcados en el balance. La valuación financiera de una compañía, en cambio, define que el valor de una acción depende del valor presente de sus flujos de caja futuros (Fernández, 2011).

La teoría financiera establece que todos los activos tienen un valor, pero para que la inversión en estos activos sea exitosa no sólo se debe llegar a dicho valor, sino también entender las fuentes del valor (Damodaran, 2001). La decisión de adquirir un activo en lugar de otro depende del precio que se pague por la adquisición de dicho activo y de los flujos de caja que el inversor espera obtener con él. Por lo expuesto anteriormente, el precio que se paga para adquirir un bien está estrechamente asociado a los flujos de caja que se espera que genere dicho activo.

Asimismo se entiende que, si bien el proceso o los modelos empleados para realizar la valuación son cuantitativos, los criterios o variables que se emplea para alimentarlos modelos financieros son decisiones subjetivas, motivo por el cual se debe entender que el valor al cual se llegue tendrá un sesgo, que reflejará la parte relativa del proceso. La subjetividad de los modelos es atribuible a las expectativas que posea el inversor en cuanto a las condiciones macroeconómicas, las estimaciones acerca del sector al que pertenece la compañía, expectativas de crecimiento, endeudamiento y las distintas proyecciones que el analista estime acerca del comportamiento de la compañía misma y de su competencia; todos los puntos mencionados afectarán las estimaciones utilizadas para realizar la valuación. Asimismo, la elección del modelo a emplear para calcular la tasa de descuento también es una fuente de subjetividad, ya que la elección entre los modelos para calcular la tasa de descuento, y su manera de adaptarlos a los



mercados emergentes, también será diferente para cada analista (Bodie, Kane y Marcus,2009)

Una segunda fuente de subjetividad nace del propio hecho de que los flujos de fondos que se emplean en la valuación son flujos futuros, y, por definición, se trata de proyecciones, donde entran a jugar las diferentes opiniones y estimaciones a futuro que tenga el analista sobre variables macroeconómicas, del sector, de los productos de la compañía a valorar, de su competencia, etc.

Otra de las causas de los desvíos encontrados entre el valor teórico y el precio del mercado es ocasionada por la información a la cual accede el analista que esté valuando un determinado activo, ya que puede contar con información de mercado o puede contar con información específica de la compañía a la cual está intentando valorar. Por lo tanto, el valor puede cambiar a medida que se conozca nueva información acerca de la empresa del sector industrial o de la economía en general. Por este motivo es que los analistas tienen que estar al pendiente del flujo de información que circula en el mercado, para poder actualizar las valuaciones que han hecho de determinados activos.

Todas estas variantes que hacen que la valuación no sea única, sino que tenga un sesgo de criterios, de proyecciones a futuro y/o de información disponible al momento de realizar la valuación, es motivo suficiente para no exigir al resultado una certeza absoluta. Cada valuación realizada posee un factor de incertidumbre importante, ya que se pueden estimar los escenarios futuros en base a expectativas, pero no se puede esperar certeza absoluta acerca de las expectativas empleadas. Asimismo, el grado de certeza al que se llegue, dependerá considerablemente de las características de la compañía a evaluar; probablemente la valuación de una compañía que se encuentra



(considerando el ciclo de vida) en una etapa madura tendrá un margen de error menor que la valuación de una compañía que se encuentra en etapa de expansión, donde la tasa de crecimiento de los flujos de caja no sólo será más elevada, sino también más volátil. Tampoco deben pasarse por alto los mercados en los que opera la compañía, ya que el grado de volatilidad e incertidumbre que puede tener un mercado emergente no es el mismo que el que se puede observar en los mercados desarrollados; así como también el grado de globalización que posee la empresa es una variable a considerar en la valuación que se lleve a cabo (Damodaran, 2001).

Estos problemas que se han planteado no son dificultades que se observan en los modelos teóricos, sino que son consideraciones a tener en cuenta a la hora de realizar las estimaciones futuras de los flujos de fondos que la empresa generará, o consideraciones sobre la falta de información a la cual se puede enfrentar un analista para justificar los inputs¹ que se han añadido al modelo empleado.

Otras de las cuestiones que debe tener en cuenta el analista cuando valúa una compañía, es considerar al management de la misma, ya que las decisiones que se tomen acerca de los proyectos que esté realizando la compañía, cómo se financian y la política de dividendos, entre otras cuestiones, será un factor importante para realizar las estimaciones acerca de los flujos de caja futuros esperados.

¹Inputs: Son todos aquellos productos y servicios que son introducidos en el proceso productivo y que, una vez combinados y transformados, dan lugar a los outputs o productos terminados



d. VALUACIÓN- MODELOS.

La teoría financiera ha desarrollado diferentes modelos para arribar a la valuación de los activos. La diferencia entre los modelos depende de los criterios empleados para los mismos, pero podemos agruparlos en tres grupos (Damodaran, 2010):

1. Flujos de Fondos Descontados
2. Valuación Relativa

1. FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS

El modelo de Flujos de Caja Descontados basa su teoría en que el valor de cualquier activo es el valor presente de los flujos de caja esperados que el activo en cuestión genera. Para poder emplear este modelo, se necesita estimar una tasa de descuento que contemple el riesgo asociado a dichos flujos de fondos estimados. La función que contempla esta relación adopta la siguiente forma (Damodaran, 2001):

$$Valor = \sum_{t=1}^{T=n} CF_t / (1 + r)^t$$

Siendo,

n= vida del activo

CFT= cash-flow en el período t

r=tasa de descuento que refleja el riesgo de los flujos de caja estimados.



Cuando se emplean los modelos de flujos de caja descontados lo que se intenta estimar es el valor intrínseco que posee un activo en base a un análisis fundamental de dicho activo (entendiendo por valor intrínseco el valor al cual se llegaría si se conociera de manera certera no sólo los flujos de fondos esperados, sino también la correcta tasa de descuento que se asocia a dichos flujos). Pero como hemos visto anteriormente, esto no es posible en la práctica, por lo tanto hay errores de mercado que hay que tener en cuenta.

Dentro de este modelo de valuación, podemos observar tres grandes grupos: aquéllos que valúan *Equity*²; aquéllos que valúan la firma en su totalidad; y aquéllos que valúan el Valor Presente Ajustado. Si bien los tres modelos valúan flujos de cajas y los descuentan, difieren en la forma teórica por la cual llegan a los flujos de fondos y la manera de calcular la tasa de descuento.

Para concluir, el modelo de Flujos de Caja Descontados está basado en las expectativas de flujos de caja futuros y del riesgo de dicha compañía que se contempla en las diferentes tasas de descuento. Pero dicho modelo es más factible de ser empleado en aquellas compañías que poseen flujos de caja actuales positivos y que su estimación a futuro tenga una cierta confiabilidad. Asimismo, para los flujos de caja futuros tiene que ser posible estimar una tasa de descuento que refleje el riesgo de dichos flujos.

Este modelo no es aplicable para compañías que estén en crisis, ya que por lo general tienen ganancias y flujos de cajas negativos. Estimar los flujos para una compañía en crisis es dificultoso, ya que los riesgos de quiebra que enfrenta la compañía son muy

²*Equity*, parte del balance que corresponde al Capital propio de la empresa. En Argentina se denomina Patrimonio Neto.



elevados y es demasiado probable que las estimaciones que se obtengan sean erróneas.

Este modelo tampoco puede ser aplicable para compañías cíclicas, ya que tanto las ganancias como los flujos de caja siguen ciclos económicos. Si se utilizan estos modelos, el analista deberá “suavizar” los flujos o estimar el tiempo que duren las recesiones y el período de recuperación que tendrá la economía. Ésta es una estimación que posee un sesgo muy grande y el riesgo de cometer errores es muy elevado.

Otros ejemplos donde el modelo de Flujos de Fondos Descontados no es el más apropiado son: Empresas con patentes, firmas en proceso de reestructuración, firmas cerradas, firmas que participen de adquisiciones, entre algunos de los ejemplos.

1.1 VALUACIÓN DEL EQUITY:

Este modelo calcula el flujo que van a percibir los accionistas (en concepto de Flujo de Efectivo o como dividendos), descontando el flujo a una tasa que contemple el riesgo asociado al mismo (Damodaran, 2010).

Para la estimación de dichos flujos se debe descontar el pago de los gastos de capital que posee la empresa, así como también las necesidades de reinversión, pago de deudas e impuestos. Una vez obtenidos los flujos de fondos para los accionistas se descontarán a una tasa representativa de dichos flujos, la cual se denomina K_e , o costo del *Equity*; el mismo representa la tasa requerida por los accionistas para invertir en los activos de la empresa.



Para calcular cual es el flujo libre, luego de afrontar con todas las obligaciones, que queda disponible para los accionistas, se debe calcular de la siguiente manera:

NOPAT = EBIT * (1 - t)
+/- Variación en el Capital de Trabajo
- (CAPEX - Depreciaciones y Amortizaciones)
+ Escudo fiscal (i*t)
- Intereses generados por deudas
+/- Variación en la deuda financiera
FREE CASH FLOW TO EQUITY

Donde:

EBIT = Resultado antes de impuestos e intereses (Earnings Before Interests and Taxes)

CAPEX = Gastos de capital (Capital Expenditures)

t = impuesto

Por otro lado, se debe calcular la tasa que sea representativa del riesgo que traen implícitos estos fondos (K_e) la cual se suele estimar utilizando el modelo CAPM. Este modelo, desarrollado por William Sharpe en el año 1964, permite valuar activos a partir de la siguiente fórmula (Bodie, 2008):

$$R_i = r_f + \beta_i * (r_m - r_f)$$

Siendo:

R_i : Retorno del activo a valuar

R_f : Retorno del Activo libre de riesgo

$R_m - R_f$: Prima que paga el Portafolio de Mercado por encima del activo libre de riesgo

β : es la medida de exposición del activo al riesgo sistemático que posee la compañía



La tasa r_f mide el valor tiempo del dinero y se considera que dicha tasa no tiene riesgo de default. En la práctica se utiliza como *proxy*³ la TIR del Bono del Tesoro Norteamericano a diez años.

Para el cálculo del Beta, se debe realizar una regresión lineal entre el retorno de la acción y el portafolio de mercado (en la práctica se utiliza como *proxy* del portafolio de mercado al índice S&P 500⁴)

$$r_i = \alpha + \beta_i * r_m$$

En donde Beta es la pendiente de esta regresión. La medida Beta, por tratarse de una regresión lineal simple, también puede calcularse de la siguiente manera:

$$\beta_i = \frac{Cov(r_i, r_m)}{Var(r_m)}$$

La lógica aplicada en los supuestos que subyacen al modelo CAPM se puede emplear en economías desarrolladas en las cuales se poseen los activos necesarios para estimar las variables que contempla el modelo. En primer lugar, los mercados desarrollados pueden diversificar las carteras de inversiones ya que no existe ninguna restricción para realizarlo y, haciendo esta diversificación, se elimina el riesgo sistémico. En segundo lugar, los mercados desarrollados son eficientes en materia de flujos y el acceso a la información. Para emplear este modelo en mercados emergentes se deben realizar ajustes que contemplen los riesgos de invertir en un mercado más riesgoso que los mercados desarrollados.

³Se llama *Proxy* a una variable que aproxima al valor de la variable que se quiere estudiar.

⁴ S&P 500 es un índice de las 500 acciones más representativas por tamaño y liquidez del mercado.



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDEE Universidad Argentina de la Empresa

Para incorporar el riesgo de operar en mercados emergentes, existen dos alternativas. La primera consiste en tomar el modelo puro y sumarle el riesgo país del mercado emergente en cuestión. Para ello, la fórmula a emplear será la siguiente:

$$r_i = r_f + \beta_i * (r_m - r_f) + EMBI$$

Siendo:

EMBI⁵ el término que refleja el riesgo país

Una vez calculados los *drivers* del modelo de valuación, se debe proceder al cálculo del valor de la compañía, para dicho cálculo se utiliza la siguiente ecuación representativa:

Valor del Equity:

$$Valor = \sum_{t=1}^{T=n} CFT \text{ to Equity} / (1 + Ke)^t$$

Siendo,

n= vida del activo

CFT= cash flow del Equity en el período t

Ke=tasa de descuento que refleja el riesgo de los flujos del Equity estimados.

⁵El EMBI es el principal indicador de riesgo país y está calculado por JP Morgan Chase. Es la diferencia de tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares, emitidos por países subdesarrollados, y los Bonos del Tesoro de Estados Unidos, que se consideran "libres" de riesgo



1.2 VALUACIÓN DE LA FIRMA:

Para dicho modelo, los flujos descontados son los que se espera de la firma en su totalidad, o sea el flujo de fondos operativos que se generen luego del pago de los gastos operativos, las necesidades de reinversión y los impuestos, pero antes del pago que realiza la empresa a los acreedores y a los accionistas. Es decir, se calcula cuál es el flujo generado por la empresa que luego será destinado al pago de las deudas u otros acreedores o será destinado a los accionistas (Damodaran, 2001).

Asimismo, también se puede utilizar como flujo el *Capital Cash Flow*, que se diferencia del Free Cash Flow to Firm porque éste último no tiene en cuenta el escudo fiscal de la deuda. Los flujos se calculan de la siguiente manera:

NOPAT = EBIT * (1 - tax)
+/- Variación en el Capital de Trabajo
- (CAPEX - Depreciaciones y Amortizaciones)
FREE CASH FLOW TO FIRM
+ Escudo fiscal (intereses*tax)
CAPITAL CASH FLOW

Donde:

EBIT = Resultado antes de impuestos e intereses (Earnings Before Interests and Taxes)

CAPEX = Gastos de capital (Capital Expenditures)

t = impuesto

La tasa de descuento que se utiliza cuando se valúa la firma en su totalidad se calcula como un promedio ponderado por la estructura de capital (*Equity*-deuda) y el costo asociado a cada concepto respectivamente.

Por lo expuesto anteriormente, la expresión de la fórmula de WACC (o costo capital promedio ponderado del capital) se calcula de la siguiente manera:



$$WACC = k_d * (1 - t) * \frac{D}{E + D} + k_e * \frac{E}{E + D}$$

Siendo,

k_d = Costo de la deuda

k_e = Costo del *Equity* (calculado en base a CAPM, como se explicara)

D= Porción de Deuda que posee la compañía

E= Porción de Capital Propio que posee la compañía

T= tasa de impuestos

El cálculo de la tasa asociada al costo del Equity, se calcula mediante el modelo CAPM. Asimismo, el cálculo del costo de la deuda asociado a la compañía se estima mediante las tasas que la compañía paga por los siguientes instrumentos financieros (Bodie, 2008):

- TIR que pagan las ON's de la empresa en el mercado.
- Tasa de interés que la empresa para por un préstamo tomado en un banco.
- Tasa de interés que la compañía paga según el riesgo crediticio que posea.
- Tasa de interés que se encuentra implícita en los balances de la compañía.

Luego de estimar las variables del modelo, se procede a obtener el valor de la compañía, medida por los flujos operativos que genera la empresa, luego de cumplir con sus obligaciones.

Este modelo tiene la siguiente ecuación representativa:



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDEE Universidad Argentina de la Empresa

$$\text{Valor de la Firma} = \sum_{t=1}^{T=n} \text{CFt to Firm} / (1 + \text{WACC})^t$$

Siendo,

n= vida del activo

CFT= cash-flow de la Firma en el período t

WACC⁶=tasa de descuento que refleja el riesgo de los flujos de la firma estimados. Se denomina Costo Promedio Ponderado del Capital

1.3 VALOR PRESENTE AJUSTADO

El último método que se emplea dentro de los modelos de Flujos de Caja descontados es el Valor Presente ajustado (APV, por sus siglas en inglés). Este método valúa a la empresa por partes; primero se valúa a la compañía como si estuviera financiada toda con *Equity* y luego consideramos el valor que posee la deuda. En este modelo también se contemplan los riesgos de quiebra que tiene la empresa. Para llegar al valor de la compañía se deben sumar el valor presente de las tres partes estimadas, por lo tanto, el modelo se estima de la siguiente manera (Damodaran, 2010):

Para descontar los flujos, se debe utilizar la Beta desapalancada en vez de la Beta que utilizamos para calcular el K_e . Desapalancar la Beta no es más que ajustar la Beta de manera que refleje que la compañía está financiada únicamente con capital propio, por lo cual, debemos sacar la estructura de deuda que contempla la Beta apalancada:

$$\beta_u = \frac{\beta_e}{1 + \frac{D}{E} x (1+t)}$$

Siendo,

⁶WACC (por sus siglas en Inglés) Weighted Average Cost of Capital



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDEE Universidad Argentina de la Empresa

β_e = Beta del Equity

D = Valor de la Deuda

t = Tasa impositiva

E = Valor del Equity

Luego calculamos la tasa de descuento para dichos flujos:

$$K_u = R_f + \beta_u * (r_m - r_f)$$

El valor actual de los beneficios impositivos, se calcula multiplicando la deuda por la tasa impositiva (D x t).

Con los cálculos expuestos anteriormente, el valor de la firma se calcula de la siguiente manera:

Valor de la Firma

$$\begin{aligned} &= \text{Valor del Equity de la Empresa} + \text{VA de los Beneficios Impositivos} \\ &+ \text{Costos de Quiebra} \end{aligned}$$

Para cada término de la suma se utilizan distintas tasas de descuento, pero se podrán sumar en la medida en que se utilicen los mismos criterios para las tasas estimadas.

Los modelos de Flujos de Caja descontados son los más utilizados por los analistas para valuar compañías, pero se observa que cuando se quiere valuar empresas que operan en mercados emergentes o no desarrollados, la principal dificultad de emplear dichos modelos se encuentra en que no se cumple con el supuesto de *mercados eficientes*. La estimación de las tasas de descuento que aplican los modelos de flujos



de caja descontados se basan fuertemente en este supuesto, por lo tanto, las estimaciones en mercados no desarrollados pueden arrojar resultados erróneos. Por todo lo expuesto, se dedicará un último apartado a las correcciones que se deben aplicar a las tasas de descuento para que reflejen el riesgo asociado a economías no desarrolladas.

1.4 TASAS DE INTERÉS EN MERCADOS EMERGENTES

El mercado mundial se divide en tres grandes categorías (clasificación realizada por el MSCI –Morgan Stanley Capital International), los mercados desarrollados, los mercados fronterizos y los mercados emergentes. Esta clasificación se realiza en base a las mediciones del desarrollo económico que posea el país, el tamaño y los requisitos de liquidez y la accesibilidad a los mercados (MSCI –Morgan Stanley Capital International, 2011).

Pero, como se describe en los modelos de valuación de empresas, éstos modelos fueron desarrollados para economías avanzadas, donde el acceso a la información no tenga restricciones y pueda encontrarse en el mercado de capitales los *proxy* necesarios para armar el modelo. Por consiguiente, para aplicar estos modelos en mercados emergentes debemos realizar ajustes al costo de la deuda y al costo del Equity para reflejar el riesgo asociado a las operaciones que la empresa realice en dicho país.

En los países emergentes, generalmente no se encuentra un mercado de capitales desarrollado y las transacciones que se realizan en el mismo obedecen (en su mayoría) a compañías de capital cerrado o pocas empresas públicas que concentran la mayor parte de las transacciones del mercado de capitales. Los problemas que podemos encontrar deben a la calidad y el grado de acceso a la información para los modelos planteados en la teoría financiera clásica; es por lo descrito anteriormente que



debemos adaptar el modelo para alcanzar un resultado apropiado. Los problemas que observamos son (Dumrauf, 2003):

- a) Determinar la tasa libre de riesgo
- b) Introducir el riesgo país
- c) Estimar una prima por riesgo de mercado
- d) Estimar un coeficiente Beta

a) Tasa Libre de Riesgo:

Generalmente, cuando se estima la tasa libre de riesgo se hace referencia a un activo en el cual, su rendimiento efectivo es igual a su rendimiento esperado; es decir que se supone que no existen desvíos alrededor del rendimiento esperado. Pero en los mercados emergentes, encontrar el activo que reúna las características mencionadas anteriormente, para ser considerado un activo libre de riesgo, se vuelve dificultoso. Por ese motivo es que se emplean activos del tesoro americano, dependiendo del plazo de la inversión o el horizonte temporal empleado para la valuación. Por lo tanto, si se hace coincidir el horizonte temporal con los plazos de inversiones a corto plazo, seguramente el inversor utilizará las letras de corto plazo emitidas por el Tesoro de los Estados Unidos; en forma contraria, si el horizonte temporal es de un plazo mayor, se utilizará el rendimiento de un título del tesoro de los Estados Unidos o una estructura temporal de tasas de interés, la cual aplicará la tasa que corresponda a cada período.

b) Riesgo País:

Los riesgos asociados en un país emergente difieren de los riesgos que poseen las empresas en las economías desarrolladas, por lo cual la incorporación de este riesgo



tiene que estar contemplada en la estimación del CAPM para evitar caer en errores al momento de realizar la valuación. El riesgo país se compone de los siguientes ítems:

- Altos niveles de inflación
- Crecimiento irregular del PBI
- Control de flujo de capitales
- Cambios políticos
- Disturbios civiles
- Cambios en el marco jurídico de los contratos y las regulaciones
- Expropiaciones
- Corrupción

Cuando se incorpora el “riesgo país” a los modelos de estimación de tasas de descuento, hay dos alternativas posibles:

- ✓ Se incorpora un riesgo extra en la tasa de descuento (denominador).
- ✓ Se incorpora el riesgo a los flujos de efectivo estimados con escenarios de probabilidad ponderada (numerador).

La opción más acertada dependerá del analista que lleve a cabo la valuación.



c) Prima de Riesgo de Mercado:

Se mencionó anteriormente que la “prima de riesgo” es el premio exigido por los inversores por el paso del tiempo; es decir, que es una estimación de “cuánto más” por encima de la tasa libre de riesgo desean ganar por invertir en un activo más riesgoso. Muchos analistas trabajan con primas sugeridas para mercados emergentes, mientras que otros estiman el CAPM como si se tratara de empresas que operan en países desarrollados y luego incorporan los riesgos de operar en países emergentes en otra variable del modelo. Queda a criterio del analista cuál de las opciones es mejor para la industria y/o compañía que se está analizando. Lo que no ha de perderse de vista es la posibilidad de duplicar la introducción de riesgos y estimar una tasa muy superior por no considerar este punto.

d) Coefficiente Beta:

Un método para estimar un beta “comparable” consiste en buscar una compañía o conjunto de compañías que sean significativamente similares en la línea del negocio. Una vez identificada la empresa comparable, sus datos se utilizan como base para el cálculo de la beta de la compañía que realmente quiero analizar.

Los pasos a seguir son:

- Identificar el comparable
- Determinar el beta comparable.
- Desapalancar⁷ el beta comparable

⁷Desapalancar: proceso por el cual, a partir de una forma matemática, se procede a sacarle al Beta la estructura de la deuda que posee la industria o la compañía comparable, para luego, incorporarle la estructura de deuda de la compañía que se está valuando.



- Reapalancar el beta del activo
- Calcular el costo del capital de las acciones del proyecto o compañía
- Calcular el costo total de una compañía o proyecto

Este es un método para el cálculo del Beta, pero no es el único. A continuación se presenta otro método empleado para realizar el mismo cálculo, pero contemplando otras variables. En este modelo, Damodaran plantea que, para ajustar el costo de la deuda en mercados emergente, se debe emplear la siguiente fórmula:

$$K_d = R_f + \text{Company Default Spread} + \text{Country Default Spread}$$

En donde el riesgo de la compañía está contemplado en el término “*Company Default Spread*” que arroja el valor de cuánto más paga la compañía por operaciones en países emergentes. El término “*Country Default Spread*” contempla el riesgo propio del país en donde la empresa realiza sus operaciones. Este término indica cuánto por encima de la tasa libre de riesgo paga la empresa por operar en el país.

2. VALUACIÓN RELATIVA

El modelo establece que el valor de un activo se puede calcular del valor de otro activo, es decir que el precio se determina en base al precio de los activos de similares características que se encuentran en el mercado. Esta valuación relativa está basada en cuán similar es el activo que quiero valorar con el activo de referencia, ya que así como el método es fácil de emplear, se pueden cometer grandes errores si no se consideran las premisas que se desarrollarán más adelante para lograr encontrar empresas comparables. (Damodaran, 2010).



Para la valuación relativa se consideran dos supuestos, el primero es que los precios observados en el mercado están estandarizados y se presentan bajo la forma de un determinado ratio. El segundo supuesto es que las compañías que estoy analizando son similares y, por lo tanto, comparables.

Los valores pueden ser estandarizados en relación a las variables de Ganancias, Flujos de Caja y Valor Libros, entre otras. De esta estandarización, los múltiplos más comunes son: Múltiplos de Ganancias, Valor Libro o Valor de Reposición, Múltiplo de Ventas o Múltiplos específicos por sector.

Los pasos a seguir a la hora de realizar una valuación por Múltiplos son los siguientes:

1. Asegurarse de que el múltiplo esté bien definido y que su medición sea uniforme para todas las compañías que se quieren valorar.
2. Cuando se quiere comparar por múltiplos hay que considerar no sólo que las empresas sean comparables, sino también que las industrias a las que pertenecen lo sean.
3. Analizar el múltiplo y entender no sólo los fundamentals que están determinados en el mismo, sino también como los cambios en esos fundamentals se traducen en cambios en el múltiplo.
4. Encontrar las correctas firmas para utilizarlas como comparables y controlar las diferencias que puedan persistir con esas firmas.

5. VALUACIÓN DEL SECTOR BANCARIO- PARTICULARIDADES



Para comenzar con la valuación del Banco Galicia, primero se deberá exponer las características que distinguen la valuación de un banco frente a la valuación de cualquier otro tipo de compañía.

Como primera cuestión a tener en cuenta, una empresa del sector bancario no puede elegir la relación de deuda-capital de manera estratégica, ya que para los bancos, la deuda es uno de sus principales insumos (Damodaran, 2010).

Por otra parte, el costo de la deuda es fundamentalmente más bajo que en compañías que no pertenecen al sector bancario. Si bien se puede observar que los bancos comercializan productos con tasas cercanas a cero (Cajas de Ahorro y Cuentas Corrientes), existen productos como los Plazos Fijos en los que el banco decide la tasa que se cobrará por los mismos. Esta es una decisión relevante, ya que formará parte del margen financiero que manejen los bancos. Este margen surge del spread entre las tasas activas (tasas por préstamos) y las tasas pasivas (tasas por depósitos) que maneje el banco, aunque recientemente, el BCRA reguló ambas tasas, reduciendo los márgenes que eran establecidos por el sector bancario. Sobre esta nueva regulación se desarrollará más adelante.

De los modelos desarrollados anteriormente, para la valuación de bancos, el modelo que mejor se adapta a los flujos de fondos que generan los bancos es el Equity Cash Flows. Este modelo es recomendable a la hora de valorar bancos, no sólo por su aplicabilidad a la fuente de los cash-flows que generan los bancos, sino también porque el mismo refleja la capacidad de los bancos para generar valor.

Asimismo, el sector bancario cuenta con dos particularidades bien definidas: la primera es que los aspectos financieros no se limitan a una parte de la compañía sino que son



el núcleo de la misma. La segunda particularidad es que no se puede estimar los flujos antes de la deuda, porque la deuda para los bancos es la materia prima, a través de la cual otorgan préstamos. Por dichos motivos se considera más apropiado realizar la valuación por medio de Valuación del Equity y no de la firma. Las complejidades que presenta valorar por otro modelo radican en la dificultad de estimar tasas de descuentos que puedan contemplar todos los riesgos asociados.

A continuación se plantean las variables que debe considerarse para definir el Equity Cash-flows de un banco.

Para la valuación de un banco se pueden asumir dos posturas distintas según el objetivo de la valuación que se quiera llevar a cabo. Por una parte se puede realizar la valuación de un banco “desde afuera” o “desde adentro”. Para la primera postura, el interés de la valuación se centrará en el valor de la acción en el mercado, sin observar más que el resultado de la valuación; mientras que en la segunda, se tienen en consideración la eficiencia operativa que tiene dicho banco.

Para la valuación de un banco desde la mirada del analista financiero, los cinco puntos a tener en cuenta son:

- Entender las ganancias y pérdidas
- Definir cuál es la calidad de la cartera de los préstamos que administra el banco
- Entender cuáles son las áreas del negocio que crean o destruyen valor para la empresa
- Estimar los múltiplos relevantes y si es posible confiar en la valuación relativa
- Entender los riesgos asociados al negocio



6. MARCO METODOLÓGICO

El presente trabajo será abordado por una metodología de investigación mixta. Se utilizará como herramientas la recolección de datos cuantitativos y cualitativos de la empresa a analizar, así como también del entorno macroeconómico local y mundial; se utilizarán a su vez fuentes secundarias que se encuentren disponibles. El diseño metodológico será descriptivo y exploratorio, ya que pretenderá describir la situación actual del Banco Galicia, mostrar cómo es y cómo se desarrolla la actividad financiera en Argentina, como así también se pretenderá mostrar el impacto que tendrán las normativas aplicadas por el BCRA durante el año 2014 en la rentabilidad del banco. Si bien se observa que el banco viene presentando aumento de las ganancias año a año, se estima que las restricciones para fijar tasas activas y pasivas hará caer la rentabilidad por la caída del margen de intermediación.

Se evaluarán los datos disponibles para abordar la valuación de manera objetiva y se considerarán las relaciones entre las áreas del banco para optimizar los flujos que la empresa posee a fin de poder enfrentar la coyuntura actual en donde las restricciones impuestas por el organismo de control (BCRA) están siendo aplicadas con mayor severidad.

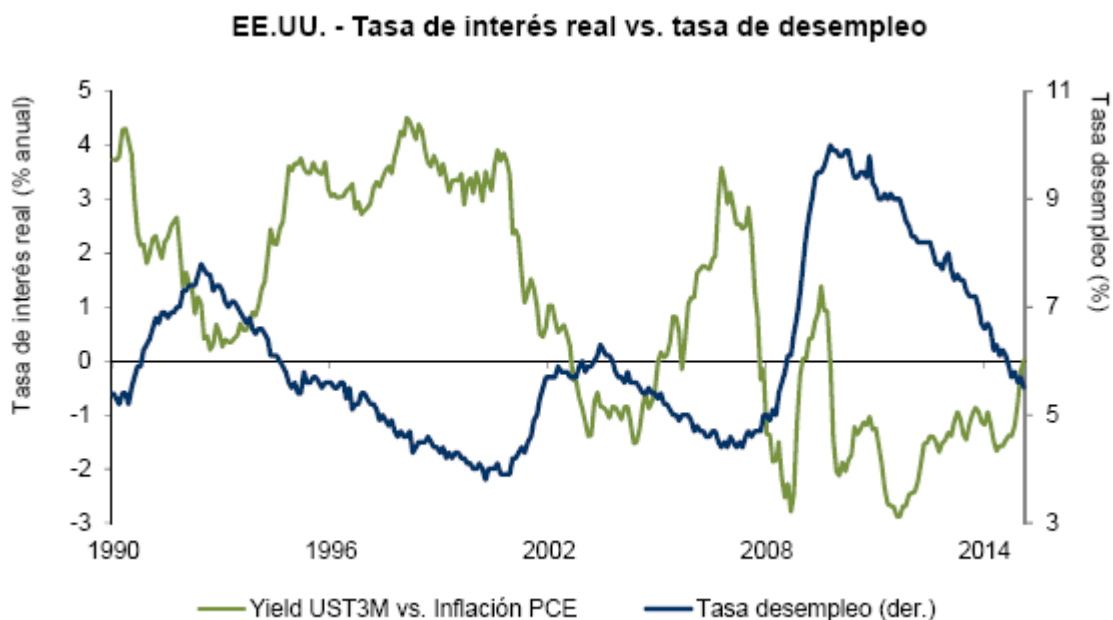


7. DATOS MACROECONÓMICOS

a. ANÁLISIS DEL CONTEXTO INTERNACIONAL

A continuación se expondrá las variables macroeconómicas más importantes a tener en cuenta para poder ilustrar el contexto nacional e internacional en el que opera la empresa a valorar.

Durante el año 2014 el crecimiento mundial fue menor que el esperado ubicándose por debajo del 3%. Esto estuvo explicado tanto por las economías desarrolladas como por las emergentes. Los motivos principales que explican esta situación son los cambios de políticas aplicadas por los diferentes bancos centrales de los países desarrollados ante las diferentes trayectorias que mostraron las economías a lo largo del período, la incertidumbre del crecimiento de la economía china y los conflictos geopolíticos de Medio Oriente y Rusia. Otro aspecto importante a destacar es el precio de los *commodities*, que agudizaron su caída a partir del segundo semestre, siendo más representativo el precio del petróleo (aproximadamente 50%) que arrastró el resto de los precios del mercado, afectando el flujo de capitales canalizado hacia los países en desarrollo exportadores de materias primas y que posean una alta dependencia al financiamiento externo. Con menores precios de los *commodities*, si bien podría observarse un efecto positivo sobre el nivel de la actividad mundial a partir del mayor ingreso disponible para los países, también se incrementarían los riesgos de deflación, ya que la baja en los precios se mantiene desde mediados del 2014. De esta manera, la expectativa de tasas reales de interés crecientes sería un factor que desestimularía el crecimiento de la actividad mundial; asimismo, se incrementaría la vulnerabilidad financiera de los economías que se encuentran fuertemente endeudadas en dólares (BCRA, 2015).



Fuente: www.bancogalicia.com.ar

Según el reporte anual publicado por Barclays, *Global Economics Weekly* (marzo 2015), se espera que la Reserva Federal de los Estados Unidos (o FED) mantenga las tasas de interés, al menos por el primer semestre de 2015, para luego ajustarla levemente para el segundo semestre (se espera que el ajuste ronde los 25 puntos básicos; 0.25%). Esta suba de tasas por parte de la FED, contraerá la liquidez de los mercados emergentes, ya que los flujos de capitales se volcarían a activos que brinden una mayor estabilidad financiera (Barclays, 2015).

El nivel de actividad de Estados Unidos, aun cuando estuvo por debajo de los valores esperados, se colocó en torno al 2,4%; siendo de las economías desarrolladas, la que mejor performance económica ha presentado.

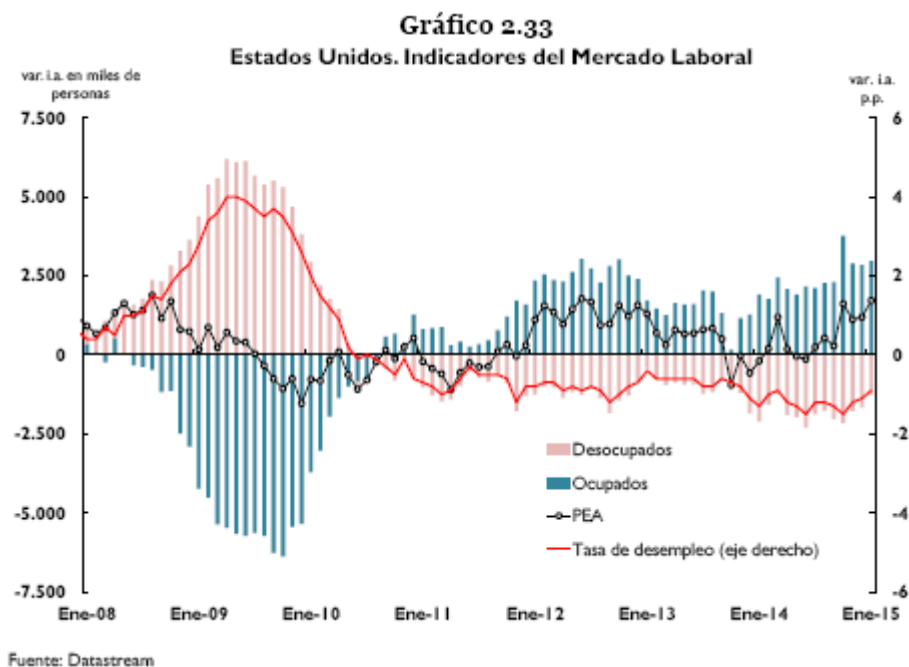


Tras la publicación de los indicadores de la actividad económica publicados por la Organización para la Cooperación Económica y el Desarrollo (OCDE), las expectativas de crecimiento para los países desarrollados se corrigieron a la baja principalmente por las expectativas de crecimiento de las economías de Japón, la zona Euro y los países en desarrollo, aunque la expectativa sigue siendo positiva acerca del crecimiento de la economía global que estará impulsada, en su mayoría, por Estados Unidos y el Reino Unido. Para los países emergentes, en cambio, se espera una desaceleración en el crecimiento de la actividad económica impulsada por menores ingresos ante la caída del precio de los *commodities* que generará menos ingresos en la balanza comercial; asimismo, la caída del precio del petróleo generará presiones. Otra de las preocupaciones que tendrán los países emergentes para el año 2015 es el creciente nivel de endeudamiento que vienen presentando en estos últimos años (principalmente en el sector privado no financiero), ya que se estima que el dólar se aprecie con respecto a la canasta de monedas de las economías desarrolladas (para el año 2014 esta apreciación fue del 10% con respecto a las monedas de economías desarrolladas y del 16% con respecto a economías de países emergentes).

Por su parte, la zona Euro refleja una leve mejora en el nivel de actividad (aproximadamente un 1%), centrada mayormente en el sector de servicios. De igual forma, el empleo en la zona Euro presentó una pequeña suba, pero la tasa de desocupación sigue en niveles elevados (a diciembre 2014 cerró en 11,4%). Las condiciones laborales endebles, sumadas a una contracción del crédito, limitando la expansión del gasto de las familias, motivo por el cual la autoridad monetaria decidió profundizar su política monetaria expansiva. Con respecto al nivel de inversión, el mismo seguirá condicionado a la capacidad crediticia que posea el sistema financiero, que viene siendo desfavorable. La economía de los Estados Unidos viene reflejando mejoras relacionadas al avance del mercado laboral (se crearon en el 2014 2,9 millones

de puestos de empleo, alcanzando al cierre del año 2014 (diciembre) el mayor ritmo en dicho año), acompañado por el mejor acceso al crédito y la baja en los precios de las propiedades; el conjunto de estos factores impulsan el aumento del gasto de las familias.

Si se analizan las proyecciones para el año 2015, se estima una expansión de la actividad global cercana al 3,8% pero impulsada en mayor medida por las economías desarrolladas (BCRA, 2014).



Fuente: www.bcra.gov.ar



Fuente: www.bcra.gov.ar

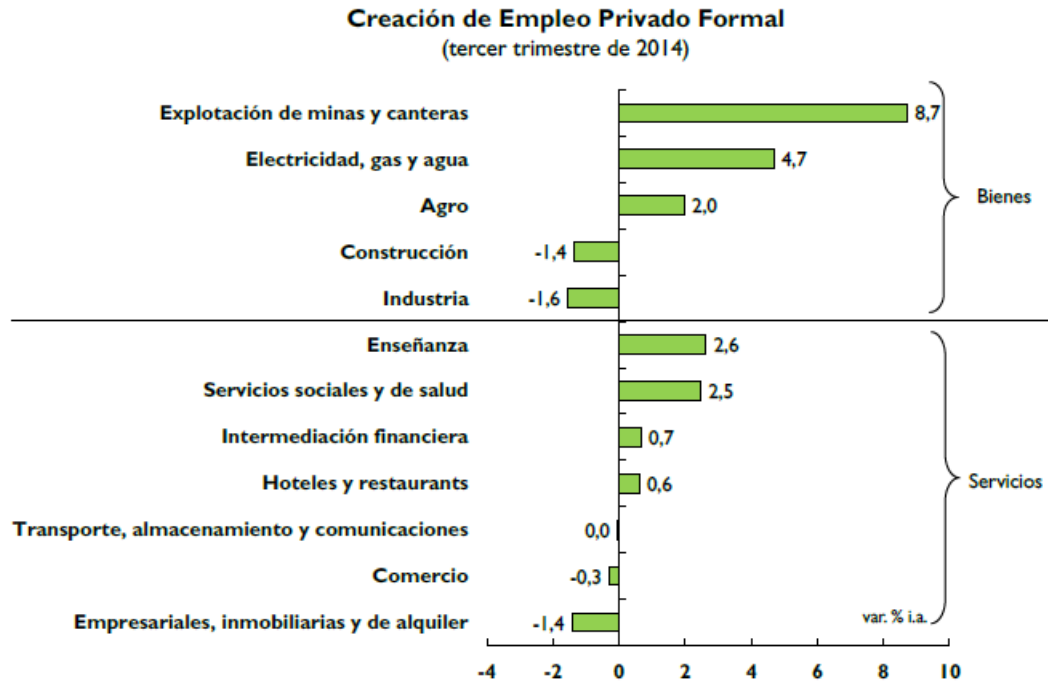
b. PBI, CONSUMO PRIVADO, INFLACIÓN, TIPO DE CAMBIO EN ARGENTINA

Según un informe macroeconómico publicado por el Ministerio de Economía de la Argentina (febrero 2015), la producción de bienes y servicios, al tercer trimestre del año 2014 se desaceleró un 0,8% con respecto al tercer trimestre del año 2013. Esta tendencia se explica principalmente por un menor gasto interno y una retracción en las ventas externas, siendo el socio más importante Brasil. Las estimaciones de la economía argentina para el año 2015 son mixtas ya que los pronósticos, a nivel mundial, acerca de la caída del precio de los commodities, la expectativa de suba de tasas de interés por parte de la FED y la posible caída de la actividad de los socios



comerciales de Argentina, generarán tensiones económico financieras a nivel global. Los niveles de inflación se estiman que estarán por debajo de los valores 2014, ubicándose cerca del 30% considerando pronósticos privados, mientras que el Instituto Nacional de Estadística y Censo (INDEC) prevé una inflación cercana al 15,6%.

Si se analiza en mayor detalle la composición de los factores del PBI se observa que para el tercer trimestre del 2014, el consumo privado cayó (comparado con el tercer trimestre del año 2013) un 1,4% y la formación bruta de capital se contrajo un 4,7% (menor gasto en equipos durables de producción y el materiales de transportes). Aunque los servicios reflejaron una mejora con respecto al tercer trimestre del 2013, dicho aumento no logró revertir la caída en los demás sectores. Por otro lado, la desaceleración del PBI es explicada por una caída de las ventas externas y una retracción del consumo privado. La caída del producto argentino trajo aparejado acciones por parte del Estado que intensificó las políticas destinadas a financiar la inversión y el consumo, con el fin de sostener el nivel de empleo y brindar ayuda económica a los sectores más vulnerables del país. En el siguiente gráfico, se mostrará la creación de empleo tanto para los sectores que fabrican bienes o brindan servicios, a fin de entender la problemática por sector:



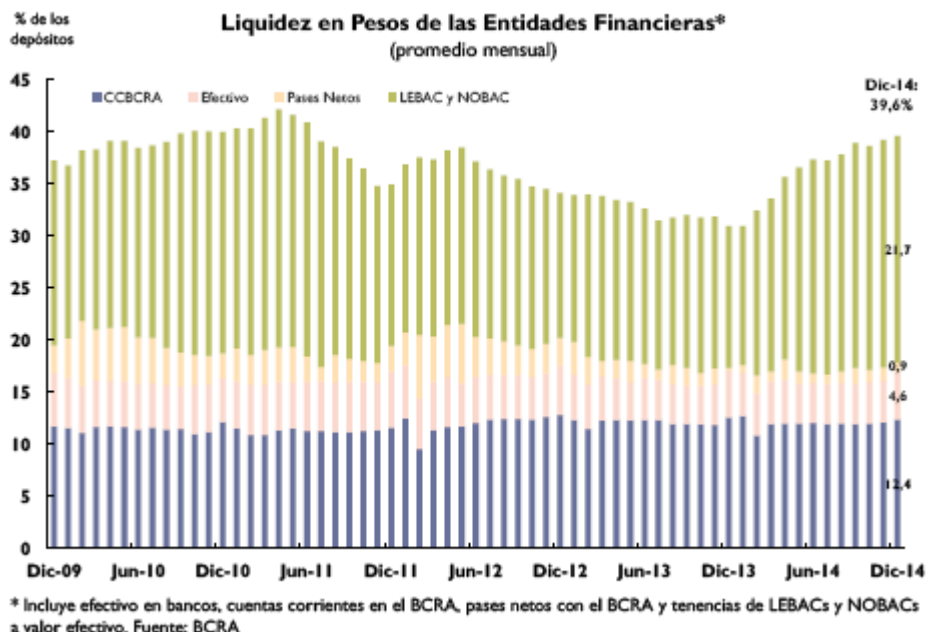
Fuente: INDEC

El consumo mostró un comportamiento a la baja, impulsado por la contracción del consumo privado. Luego de que, durante el período 2013, el consumo privado haya mostrado un crecimiento del 4,3% interanual, para el tercer trimestre del año 2014, registró una disminución del 1,4% (i.a); siendo éste uno de los componentes más representativos de la caída del producto. Asimismo, el consumo público mostró una aceleración, aunque menor en términos interanuales.

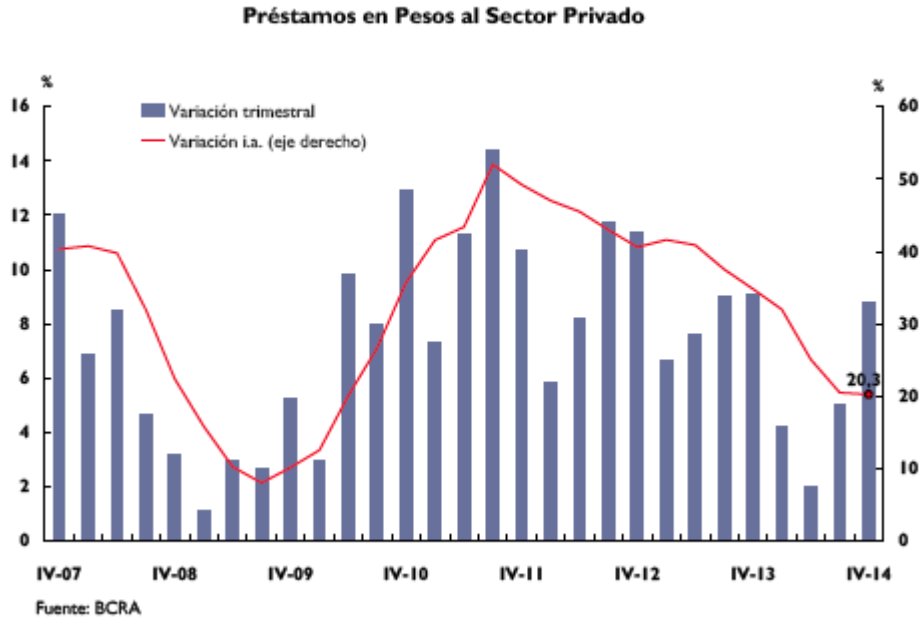
Con respecto a las subas salariales para el año 2014 (que en su mayoría se celebraron en el segundo trimestre del año), mostraron un crecimiento de 35% i.a., según datos suministrados por el INDEC. Se espera que el aumento de los salarios, sumados a los planes de ayuda económica para los sectores más vulnerables, logren revertir la

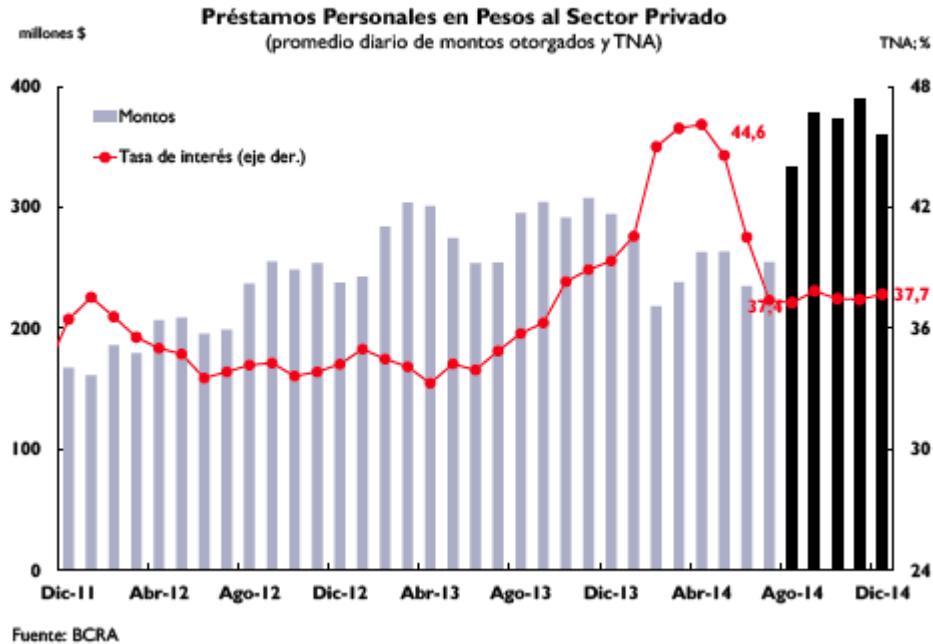
tendencia de la contracción del consumo privado, en la medida que se sostengan los ingresos reales y el nivel de empleo.

Entre las políticas aplicadas por el BCRA, se puede mencionar dos políticas que tuvieron como fin activar el mercado financiero y de ahorro de las familias. Por el lado del sector financiero, el BCRA modificó las tasas de interés de las operaciones de pases (pases pasivos aumentaron entre 4 p.p y 4.5 p.p, mientras que las tasas de pases activos aumentaron entre 5 y 6 p.p). Esta medida tuvo como objetivo reducir la volatilidad de las tasas de corto plazo del mercado financiero. La medida aplicada para fomentar el ahorro de las familias consistió en establecer niveles mínimos para las tasas de interés de los depósitos a plazo fijo (las tasas de interés mínimas se establecieron como una proporción de la tasa de interés de referencia- LEBAC más próxima a los 90 días).



Con respecto a las políticas para incentivar el consumo, el BCRA impuso tasas máximas para los préstamos personales y prendarios a partir del mes de junio 2014, mes en el que se registró una fuerte caída para luego permanecer estable hasta el final del período. Para los préstamos personales, la tasa de interés máxima vigente a diciembre oscilaba entre el 38,9-48,3%; mientras que para los préstamos prendarios, las tasas se ubicaron entre 33,6%-37,6%.





Por parte del rubro de los servicios, si bien, al tercer trimestre del 2014, siguió presentando un crecimiento con respecto al mismo trimestre del 2013, moderó el ritmo de suba como consecuencia, principalmente de la desaceleración de la producción de bienes. Por su parte, el servicio de transporte de cargas es uno de los principales rubros afectados por la caída de la actividad de comercio exterior, mostrando una caída del 17,3% interanual, aunque también bajó la cantidad de usuarios de los servicios de transporte público, pudiéndose atribuir esta caída a un incipiente aumento en el índice de desempleo y al aumento en el costo del transporte público.

En relación a la tasa de desocupación, la situación que se genera al reducirse el nivel de actividad económica se traduce en una caída en la creación de nuevos empleos, acompañada por una retracción de la actividad actual. Mientras que al cierre del tercer trimestre del 2014, el sector público mantuvo los niveles de dotación con respecto al



mismo período del 2013 (i.a), el sector privado mostró una leve retracción de su dotación. De esta manera, la tasa de empleo mostró una caída de 0,8 puntos porcentuales, ubicando la tasa de desocupación en un 7,1%.

Según el último informe publicado por el Fondo Monetario Internacional (FMI) en octubre de 2014, la inflación de las economías avanzadas se encuentra por debajo de las metas fijadas por los Bancos Centrales de los países correspondientes. En cambio, en los países emergentes, si bien la inflación se ha mantenido estable desde el segundo trimestre del año 2014, se encuentra por encima de las metas establecidas por los Bancos Centrales. En Argentina, la inflación continúa siendo elevada con el agravante de que continúa en niveles altos el diferencial entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio paralelo, lo cual provoca una marcada disminución en la confianza sobre el rumbo de la economía argentina.

Por el lado de la demanda externa, la recuperación de dicho indicador (que en el tercer trimestre del año 2014 registró una caída del 0,8% i.a.), estará condicionada al crecimiento del producto global y de la recuperación de los mercados internacionales. Aunque las estimaciones de crecimiento para los países socios comerciales de Argentina son levemente positivas (según pronósticos del BCRA crecerán un 3%), existe incertidumbre acerca de la reacción de las economías para los próximos períodos.

Según el informe publicado por el BCRA, en diciembre del 2014, *Objetivos y planes respecto del desarrollo de la política monetaria, financiera, crediticia y cambiaria para el año 2015*, se prevé que Argentina siga en un contexto de recesión para el período 2014-15, acompañado de desequilibrios macroeconómicos e incertidumbres asociadas al prolongado enfrentamiento con los acreedores disidentes (o holdouts). Asimismo, se

prevé que los niveles de inflación continuarán siendo elevados. El Índice de Precios al Consumidor Nacional urbano (IPCNU) registró una caída del aumento mensual, impulsado por el acuerdo de precios y la política macroeconómica para ubicarse en 23,9% en 2014. La inflación (se estima que los valores para el año 2015 estén cercanos al 30%) y la brecha entre el tipo de cambio oficial y el tipo de cambio informal seguirá deteriorándose. (BCRA,2014)

INFLACION MENSUAL

ARGENTINA AGGREGATE INFLATION SERIES
MONTHLY RATE (DECEMBER '07 - PRESENT)

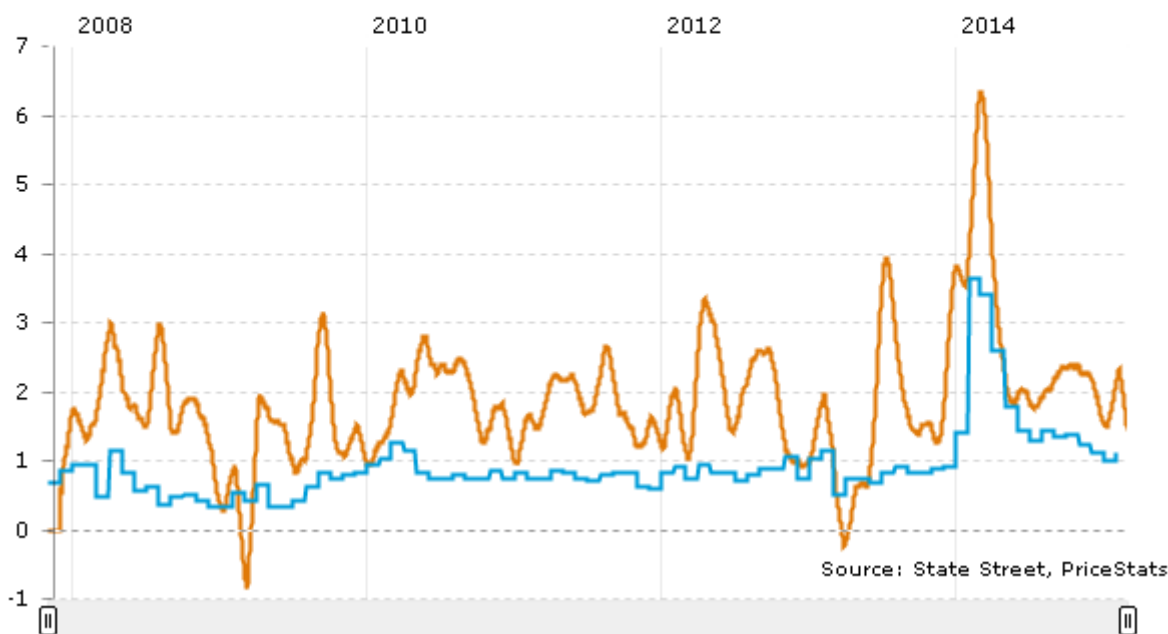


Tabla1.3. Cuadro: PBI Real (2013-2015)



Últimas proyecciones del FMI

El crecimiento mundial ha sido revisado a la baja pese al retroceso de los precios del petróleo y la aceleración del crecimiento estadounidense.

(variación porcentual)

	Proyecciones				Diferencia con las proyecciones del informe WEO de octubre de 2014	
	2013	2014	2015	2016	2015	2016
Producto mundial	3,3	3,3	3,5	3,7	-0,3	-0,3
Economías avanzadas	1,3	1,8	2,4	2,4	0,1	0,0
Estados Unidos	2,2	2,4	3,6	3,3	0,5	0,3
Zona del euro	-0,5	0,8	1,2	1,4	-0,2	-0,3
Alemania	0,2	1,5	1,3	1,5	-0,2	-0,3
Francia	0,3	0,4	0,9	1,3	-0,1	-0,2
Italia	-1,9	-0,4	0,4	0,8	-0,5	-0,5
España	-1,2	1,4	2,0	1,8	0,3	0,0
Japón	1,6	0,1	0,6	0,8	-0,2	-0,1
Reino Unido	1,7	2,6	2,7	2,4	0,0	-0,1
Canadá	2,0	2,4	2,3	2,1	-0,1	-0,3
Otras economías avanzadas	2,2	2,8	3,0	3,2	-0,2	-0,1
Economías de mercados emergentes y en desarrollo	4,7	4,4	4,3	4,7	-0,6	-0,5
África subsahariana	5,2	4,8	4,9	5,2	-0,9	-0,8
Nigeria	5,4	6,1	4,8	5,2	-2,5	-2,0
Sudáfrica	2,2	1,4	2,1	2,5	-0,2	-0,3
América Latina y el Caribe	2,8	1,2	1,3	2,3	-0,9	-0,5
Brasil	2,5	0,1	0,3	1,5	-1,1	-0,7
México	1,4	2,1	3,2	3,5	-0,3	-0,3
Comunidad de Estados Independientes	2,2	0,9	-1,4	0,8	-2,9	-1,7
Rusia	1,3	0,6	-3,0	-1,0	-3,5	-2,5
Excluido Rusia	4,3	1,5	2,4	4,4	-1,6	-0,2
Economías emergentes y en desarrollo de Asia	6,6	6,5	6,4	6,2	-0,2	-0,3
China	7,8	7,4	6,8	6,3	-0,3	-0,5
India	5,0	5,8	6,3	6,5	-0,1	0,0
ASEAN-5 ¹	5,2	4,5	5,2	5,3	-0,2	-0,1
Economías emergentes y en desarrollo de Europa	2,8	2,7	2,9	3,1	0,1	-0,2
Oriente Medio, Norte de África, Afganistán y Pakistán	2,2	2,8	3,3	3,9	-0,6	-0,5
Arabia Saudita	2,7	3,6	2,8	2,7	-1,6	-1,7

Fuente: FMI, *Perspectivas de la economía mundial* (informe WEO), enero de 2015.

¹Filipinas, Indonesia, Malasia, Tailandia y Vietnam.

Fuente: Informe FMI, Marzo 2015



Según un reporte publicado por el BCRA (febrero 2015), los precios minoristas reflejados en el Índice de Precios al Consumidor Nacional urbanos (IPCNU), mostraron una desaceleración del crecimiento mensual que venían mostrando (caída del 24% i.a.). Para que esta desaceleración del crecimiento pueda darse, se tuvieron que llevar a cabo una serie de acciones, como un acuerdo de precios con una amplia gama de cobertura de los canales de comercialización, y políticas monetarias y cambiarias que ayuden a lograr el objetivo perseguido. La desaceleración IPCNU está influenciada por una menor volatilidad de los mercados y el estímulo crediticio promovido por el BCRA para ampliar la oferta de bienes y servicios.

Con respecto a la volatilidad que presentó el tipo de cambio en el primer semestre del año 2014, el Banco Central adoptó una serie de medidas tendientes a reducir dicha volatilidad y colocarse como comprador neto en el mercado de divisas.

A principios del año 2014, el BCRA aumentó las tasas pagadas por las colocaciones de instrumentos en el mercado primario, para luego reducirlas en 2 puntos porcentuales. Esto logró adecuar la política monetaria en base a las necesidades de reactivación del mercado, expandiendo o contrayendo la base monetaria.

Otro de los estímulos en los que tiene fuerte presencia el BCRA es el impulso al crédito, mediante una Línea de Crédito para la Inversión Productiva, que abarca los segmentos de Micro, Pequeñas y Medianas empresas. Asimismo, durante el primer semestre, la liquidez bancaria continuó su tendencia positiva, ya que el ritmo de crecimiento de los depósitos superó el crecimiento de los préstamos.

Las tasas de interés pasivas mayoristas, tal como se muestra en el gráfico 1.1, mostraron un incremento de 6 puntos porcentuales desde diciembre de 2013 a abril de 2014 y luego se revirtió la suba, pero aún por encima de los valores observados para el mes de diciembre; este mismo comportamiento se observa para todas las tasas del mercado tanto para el segmento mayorista como minorista.

Gráfico 1.1. Evolución de las Tasas de Interés Pasivas (2001-2014)

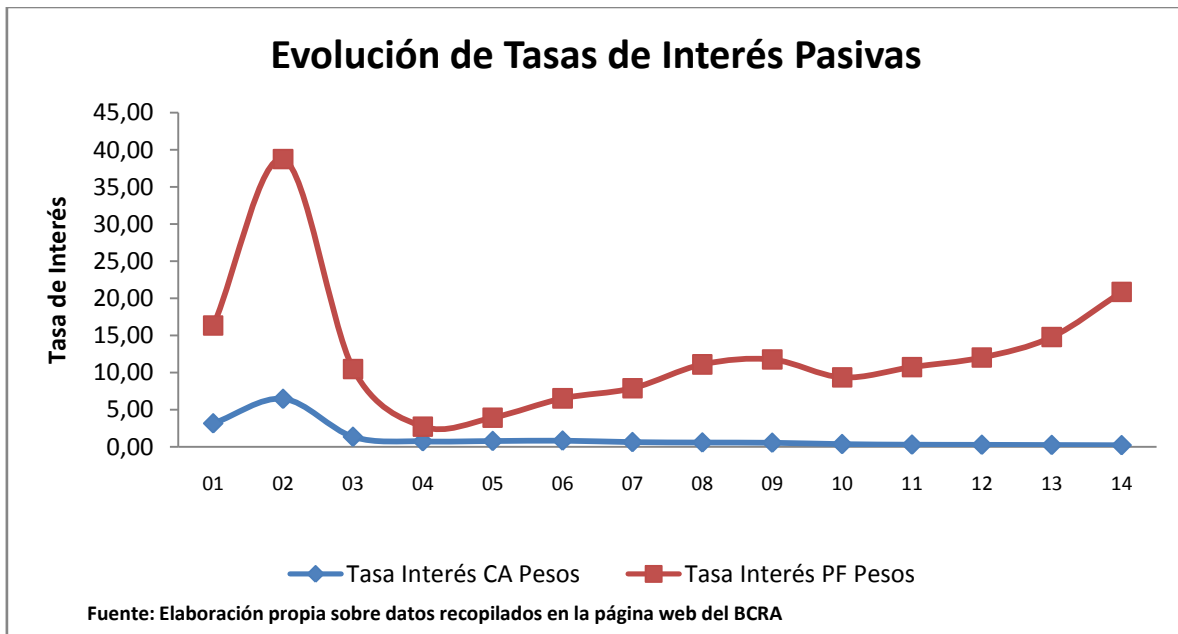


Gráfico 1.2. Evolución de las Tasas de Interés Activas(2001-2014)

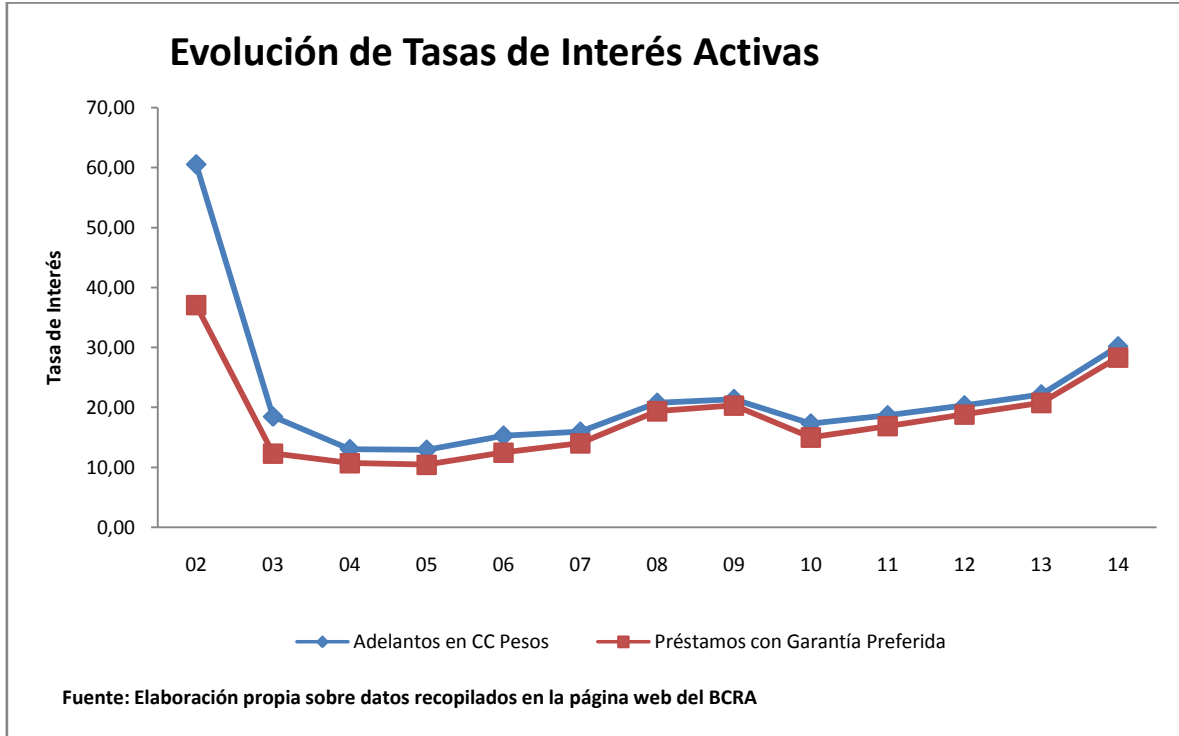
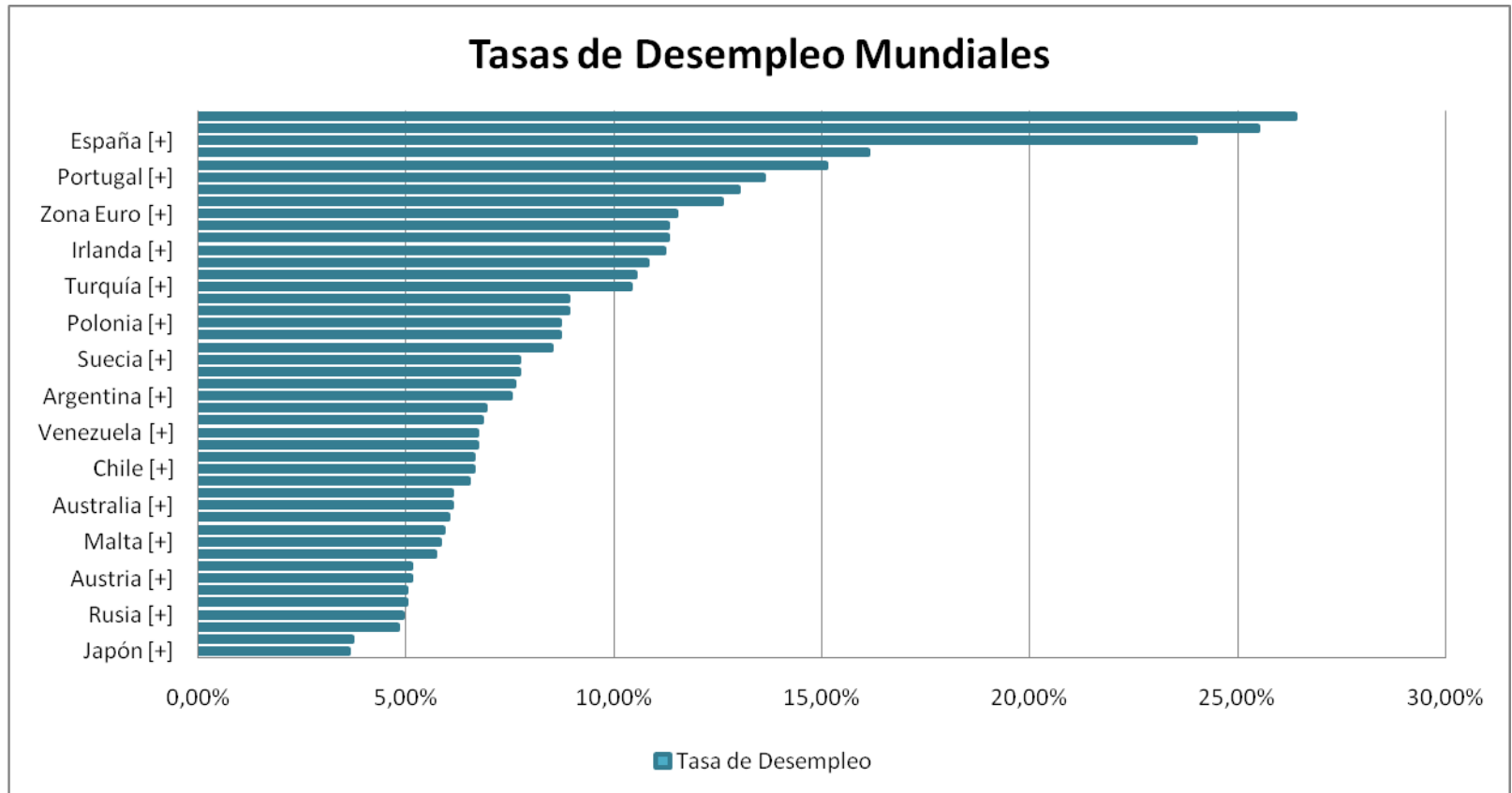


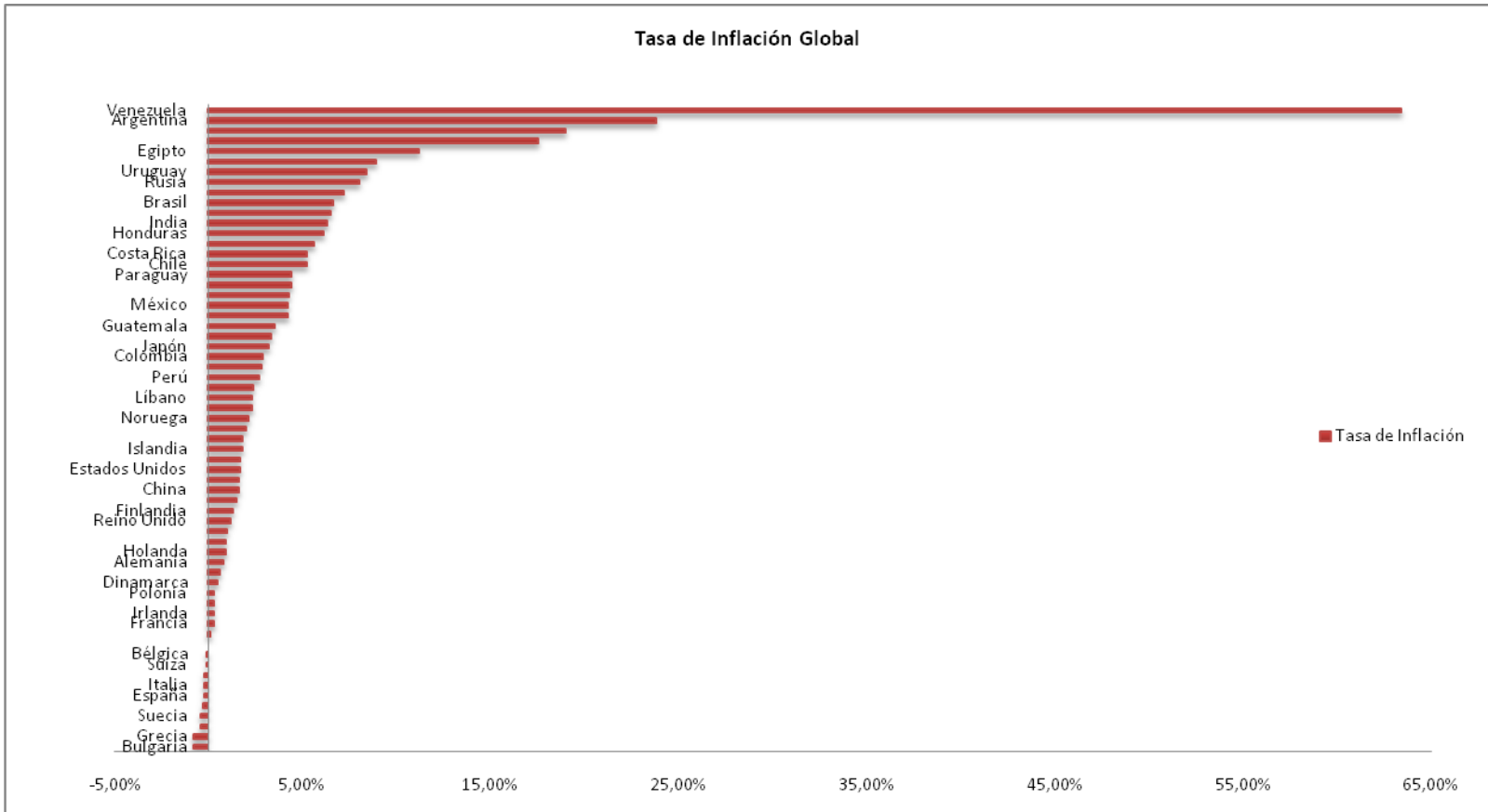
Gráfico 1.3. Tasas de Desempleo Mundiales



Fuente: Elaboración Propia sobre datos recopilados en <http://www.datosmacro.com/>

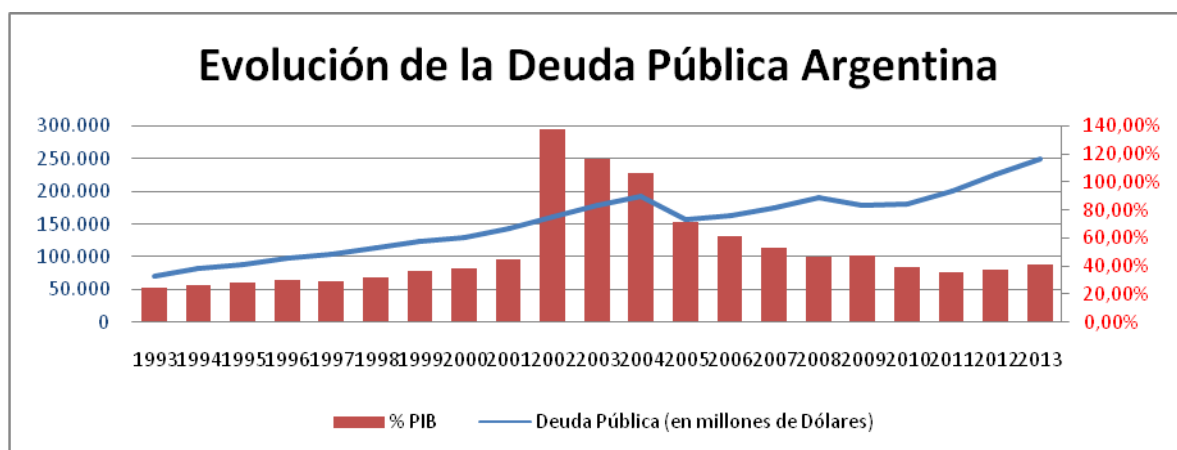


Gráfico 1.4 Tasas de Inflación Globales



Fuente: Elaboración Propia sobre datos recopilados en <http://www.datosmacro.com/>

Gráfico 1.5 Evolución de la Deuda Pública



Fuente: Elaboración Propia sobre datos recopilados en <http://www.datosmacro.com/>

8. BANCO GALICIA

a. DATOS DE LA EMPRESA Y EL SECTOR EMPRESARIAL

Banco Galicia es una empresa creada en 1905, la cual comenzó a cotizar sus acciones en la Bolsa de Buenos Aires en el año 1907 hasta el año 2014 (para dicho año, el Grupo Financiero Galicia, adquirió el 100% de las acciones del banco). En la actualidad el Banco Galicia es uno de los principales bancos privados del país y es líder en brindar servicios financieros, con una amplia cobertura a nivel nacional; asimismo en octubre de 2013, el BCRA, en su publicación acerca de la estructura de los bancos, informó que el Banco Galicia es el segundo banco privado más grande de Argentina (medido por los activos).



Banco Galicia ofrece una amplia gama de productos financieros con una cartera de clientes que asciende a más de 7,9 millones, entre los cuales se encuentran tanto individuos como empresas. Posee 261 sucursales y ofrece 392 puntos de contacto con los clientes desde los puntos más tradicionales, como las sucursales hasta las redes sociales, celulares, entre otros.

El principal accionista del Banco Galicia es Grupo Financiero Galicia S.A., sociedad Holding de Servicios Financieros.

Durante el año 2013, Banco Galicia centró sus esfuerzos en lograr el incremento de la cartera de clientes para los diversos segmentos que posee la compañía. Asimismo, el foco para los clientes ya consolidados estuvo en mejorar la rentabilidad de cada uno de los segmentos. Para ello se implementó un proceso de mejora en los circuitos del banco a fin de generar valor en la cadena a partir de la eficiencia en cada servicio brindado por el banco.

En cuanto a la promoción y la comunicación, el Banco Galicia, ante una competencia muy fuerte, intentó captar la atención de los clientes (actuales y potenciales) a través de campañas publicitarias que tienen como pilar fundamental la cercanía con el cliente, ofreciendo en sus publicidades historias que logren la identificación del cliente con la marca y logre captar su atención a partir de publicidades “divertidas”.

El Banco Galicia practica la Responsabilidad Social Corporativa, teniendo como eje de su actividad empresarial la ética profesional y la integridad organizacional. Siguiendo estos lineamientos, la compañía trabaja con el fin de bajar los impactos ambientales que genera, entendiendo que sus actividades se desarrollan dentro de un entorno social



y ambiental que se debe preservar para lograr un desarrollo sustentable en el largo plazo.

b. INDICADORES FINANCIEROS

Banco Galicia presenta balances de manera trimestral y consolida la información de manera anual, encontrándose los mismos en la página web de la Comisión Nacional de Valores- CNV (<http://www.cnv.gob.ar/>).

Para el año 2014, el Banco Galicia reportó una ganancia neta de más de \$3 mil millones, un 72% por encima de las ganancias del 2013.

En millones de pesos, excepto porcentajes

Cuadro IV:			
Evolución de Resultados Anuales	Ej.2014	Ej.2013	Variación (%)
Ingresos Financieros Netos	9.451	6.916	36,7
Ingresos por Servicios Netos	6.335	4.766	32,9
Cargos por Incobrabilidad	(2.411)	(1.776)	35,8
Gastos de Administración	(8.890)	(7.197)	23,5
Resultado Operativo	4.485	2.709	65,6
Otros Resultados Diversos Netos (*)	575	306	87,9
Impuesto a las ganancias	(1.902)	(1.178)	61,5
Resultado Neto	3.158	1.837	71,9

(*) Incluye resultados por participaciones permanentes y por participación de terceros.

Fuente: <http://www.gfgsa.com/es>

Esta ganancia se debe a dos hechos que acontecieron durante el año. El primero obedeció a la fuerte devaluación del peso en el mes de enero de 2014 (23% en dicho mes, 33% en todo 2014), lo que impactó tanto en el resultado por tenencia de las posiciones que poseía el banco y un resultado por spreads generados a partir de la



compra-venta de moneda extranjera (\$61 millones). El resultado por tenencia en dólares sumado al resultado por la compra venta de moneda extranjera, se incrementó un 56%. El segundo hecho se debió a la suba de las tasas de las LEBAC's, generando un aumento del resultado de títulos públicos y privados del 11%. Los ingresos operativos netos del ejercicio 2014 se incrementaron un 35%, en su mayoría explicado por los dos hechos descriptos al inicio de este párrafo. El resultado por tipo de cambio se debió, principalmente en el primer trimestre del ejercicio 2014 (a causa de la fuerte devaluación de enero) y luego se mantuvo estable a lo largo de todo el ejercicio; cabe considerar también que las limitaciones impuesta a los bancos para la tenencia de activos en moneda extranjera, por parte del BCRA (febrero y septiembre) redujo la ganancia del banco por exposición a variaciones del tipo de cambio.

En millones de pesos

Cuadro XIII:					
Exposición Neta al Sector Público ^(*)	4 ^{to} Trim.	3 ^{er} Trim.	2 ^{do} Trim.	Ej.2014 1 ^{er} Trim.	Ej.2013 4 ^{to} Trim.
Títulos Públicos – Posición Neta	10.101	11.225	9.447	7.473	4.216
Trading	10.101	11.125	9.170	7.175	3.824
Lebac – Nobac	7.563	8.223	6.764	5.131	2.555
Otros	2.538	2.902	2.406	2.044	1.269
Bonar 2015	-	100	277	298	392
Otros Créditos por Intermediación Financiera	867	881	886	892	1.105
Certificados de Participación y Títulos de Fideicomisos	830	831	880	886	1.079
Otros	37	50	6	6	26
Total	10.968	12.106	10.333	8.365	5.321

(*) No incluye los depósitos en el Banco Central, ya que constituyen uno de los ítems mediante los cuales Banco Galicia cumple con los requisitos de efectivo mínimo.

Fuente: <http://www.gfgsa.com/es>

Los ingresos operativos al cierre del ejercicio alcanzaron los \$3.989 millones, lo que representa un incremento del 19,7% respecto del año anterior. Esta mejora en los ingresos se debe a dos factores: por un lado el Banco presentó un aumento del 32,7%



en los ingresos por servicios y por otro lado presentó un incremento del 8,6% en los ingresos financieros, explicando la mejora en los ingresos operativos.

Para el año 2014, la financiación al sector privado se incrementó un 20%, y los depósitos aumentaron un 26%. Al cierre del ejercicio, la participación de mercado del Banco en préstamos al sector privado fue del casi 9%, mientras que los depósitos dentro del mismo segmento se mantuvieron en igual valor que los préstamos.

En porcentajes

Cuadro VI:	Ej.2014	Ej.2013	Doce meses cerrados al:	
	4 ^{to} Trim.	4 ^{to} Trim.	31/12/14	31/12/13
Retabilidad y Eficiencia				
Retorno s/Activo Promedio ⁽¹⁾	3,52	3,38	3,64	2,85
Retorno s/Patrimonio Neto Promedio ⁽¹⁾	35,35	37,59	37,89	32,08
Margen Financiero ⁽¹⁾	11,61	13,55	13,43	12,76
Ingresos por Servicios/Ingresos Operativos ⁽²⁾	44,55	38,86	40,13	40,80
Ingresos por Servicios/Gastos de Administración	73,49	67,76	71,26	66,23
Gastos de Administración/Ingresos Operativos ⁽²⁾	60,62	57,35	56,32	61,60

(*) Anualizados.

(1) Margen Financiero: Ingresos Financieros menos Egresos Financieros dividido Activos Rentables Promedio.

(2) Ingresos Operativos: Resultado Financiero Neto más Ingresos por Servicios Netos.

Fuente: <http://www.gfgsa.com/es>

Para el ejercicio 2014, el Retorno sobre el Patrimonio Neto (ROE por sus siglas en Inglés) fue del 32%, mientras que si lo calculamos sobre Patrimonio Neto promedio, la rentabilidad asciende al 35%, presentando una mejora del 17%. Ahora si se considera la rentabilidad sobre la inversión total, vemos que este ratio mejora casi un 28% con respecto al mismo período del año 2013, ubicándose en el 4%.

Para el primer trimestre del año 2015 la empresa espera que el mercado financiero esté determinado por una gran incertidumbre que será consecuencia de la expectativa de crecimiento para las economías emergentes, las políticas que tomará la FED acerca del



incremento de las tasas y por las expectativas de devaluación del mercado local. Asimismo, el Banco estará condicionado por las medidas que adopte el BCRA con respecto a los topes de las tasas de interés tanto para préstamos como para depósitos, regulando los spreads de los bancos.

En cuanto a su estrategia de negocios, el Banco intentará afianzar su posición de liderazgo en el mercado, brindando una alta calidad en los productos y servicios brindados tanto a sus clientes actuales, como a los potenciales.

En relación a la calidad de la cartera de préstamos de la entidad, la cartera irregular representó un 3,57% del total de los préstamos, registrando una leve caída con respecto al cierre del ejercicio 2013 (3,79%).

Las provisiones, medida como porcentaje de la cartera irregular, alcanzó (a fines de diciembre del 2014) un valor de 105,78%, mientras que para el mismo período del 2013, dicho porcentaje fue 103,80%.

A continuación se expone un cuadro con los datos desagregados por tipo de préstamos con la evolución del ejercicio (por trimestre) 2014 comparado con el cierre del ejercicio 2013.



En millones de pesos, excepto porcentajes

Cuadro XVII: Calidad de Cartera de Préstamos	Ej. 2014				Ej. 2013
	4 ^{to} Trim.	3 ^{er} Trim.	2 ^{do} Trim.	1 ^{er} Trim.	4 ^{to} Trim.
Cartera Irregular^(*)	2.472	2.505	2.476	2.211	2.051
Con Garantías Preferidas	50	69	69	42	39
Con Otras Garantías	59	84	71	66	58
Sin Garantías	2.363	2.352	2.336	2.103	1.954
Previsiones	2.615	2.653	2.519	2.372	2.129
Cartera Irregular como % Préstamos Sector Privado	3,57	3,90	4,03	3,79	3,57
Previsiones como % Préstamos Sector Privado	3,78	4,13	4,10	4,07	3,71
Previsiones como % de la Cartera Irregular	105,78	105,91	101,74	107,28	103,80
Cartera Irregular con Garantía como % de la misma	4,41	6,11	5,65	4,88	4,73

(*) La cartera irregular incluye préstamos con problemas y riesgo medio, con alto riesgo de insolvencia y riesgo alto, irrecuperables e irrecuperables por disposición técnica.

Fuente: <http://www.gfgsa.com/es>

La exposición del banco al sector privado, en materia de préstamos, creció un 20% con respecto a diciembre del 2013. Del total de los préstamos que tiene el banco (79.000 millones), el 20% corresponden a tarjetas de crédito regionales que aumentaron un 29% comparando diciembre 2014 con el mismo período 2013; mientras que el aumento en el último trimestre del ejercicio 2014 fue del 11%.

A continuación se agregan dos cuadros con la composición de la cartera de préstamos del banco al cierre del ejercicio 2014.

Por tipo de Prestatario

En millones de pesos

Cuadro XI:	<i>En millones de pesos</i>				
				Ej.2014	Ej.2013
Préstamos por Tipo de Prestatario	4 ^{to} Trim.	3 ^{er} Trim.	2 ^{do} Trim.	1 ^{er} Trim.	4 ^{to} Trim.
Grandes Empresas	8.590	10.416	9.290	6.877	6.508
PyMES	20.514	18.414	17.377	18.726	18.064
Banca Individuos	39.649	34.920	33.796	32.201	31.988
Sector Financiero	455	468	953	514	848
Préstamos Totales	69.208	64.218	61.416	58.318	57.408
Previsiones	2.615	2.653	2.519	2.372	2.129
Préstamos Netos	66.593	61.565	58.897	55.946	55.279

Fuente: <http://www.gfgsa.com/es>

Por Sector Económico

En millones de pesos

Cuadro XII:	<i>En millones de pesos</i>				
				Ej.2014	Ej.2013
Préstamos por Sector Económico	4 ^{to} Trim.	3 ^{er} Trim.	2 ^{do} Trim.	1 ^{er} Trim.	4 ^{to} Trim.
Sector Financiero	455	468	953	514	848
Servicios	3.468	3.716	3.448	3.362	3.373
Agricultura y Ganadería	8.178	7.013	6.594	7.626	7.160
Consumo	39.747	34.865	33.706	32.015	31.720
Comercio	5.936	6.216	5.594	5.294	5.401
Construcción	709	823	626	674	707
Industria Manufacturera	9.256	9.861	9.718	8.208	7.721
Otros	1.459	1.256	777	625	478
Préstamos Totales	69.208	64.218	61.416	58.318	57.408
Previsiones	2.615	2.653	2.519	2.372	2.129
Préstamos Netos	66.593	61.565	58.897	55.946	55.279

Fuente: <http://www.gfgsa.com/es>



9. ANÁLISIS FODA- BANCO GALICIA.

Analizando la compañía, se arma la siguiente matriz FODA:

a. FORTALEZAS

Banco Galicia cuenta con las siguientes aptitudes:

- Habilidad para adaptarse a los cambios del mercado.
- Alta regulación, la cual brinda claridad a las operaciones que lleva a cabo la compañía.
- Banco Galicia es una entidad solvente, eficiente y rentable.
- Productos de calidad para los diferentes segmentos de clientes que atiende la empresa.
- Programa Galicia Sustentable, provee de una estrategia de crecimiento a largo plazo teniendo como pilares la ética empresarial y el cuidado del medio ambiente.
- Directivos y colaboradores capacitados para atender las distintas necesidades de los clientes.
- Estrategias claras orientadas a la satisfacción y en la calidad del servicio que brinda el banco a sus clientes.
- Política de capacitación que entiende la necesidad de mantener capacitados a sus colaboradores para lograr el éxito en cada una de sus estrategias
- Misión y Visión bien definida.
- Presencia a nivel nacional. Amplia cobertura de sucursales y cajeros automáticos en todo el país.



b. OPORTUNIDADES

Banco Galicia tiene varias oportunidades de crecimiento:

- La imagen de mercado del Banco Galicia es una imagen fresca y amigable, altamente reconocida.
- Políticas de innovación llevan al banco a situarse como una de las instituciones que tienen una mejor calidad de atención al cliente, brindando nuevos canales de comunicación con el cliente.
- Campañas publicitarias “divertidas” logran captar a un público más variado, logrando una cercanía con la marca.
- Promociones. Estas promociones impulsadas por el banco logran atraer nuevos clientes.
- El mercado de consumo es uno de los mayores impulsores del crecimiento del PBI argentino, por lo cual el banco se beneficia por esta situación macroeconómica.
- Demandas insatisfechas para aprovechar en los diferentes segmentos. Al ser el mercado financiero muy pobre, el banco puede estudiar las demandas insatisfechas y crear productos nuevos para cautivar a los potenciales clientes.

c. DEBILIDADES

Banco Galicia tiene las siguientes debilidades:

- Alta competencia por segmentos con otros bancos. Rentabilidades bajas para los productos del banco por la gran competencia que enfrenta.
- Spread de tasas bajos para poder hacer atractivos los préstamos que brindan y poder captar el mercado de los préstamos personales. Regulación del BCRA para fijar tasas.
- Bajo otorgamientos de préstamos hipotecarios ante la coyuntura económica que atraviesa el país.



d. AMENAZAS

Banco Galicia enfrenta las siguientes amenazas.

- La marca del banco está muy relacionada con un segmento joven, lo cual los segmentos que manejan son clientes muy volátiles.
- La cartera de clientes del banco es muy sensible a los cambios en las expectativas acerca de las variables macroeconómicas, por lo cual es muy riesgosa por la morosidad que pueda llegar a tener a futuro.
- Líneas productivas lanzadas por el BCRA. El acceso de nuevos clientes para la toma de préstamos bajo esta modalidad hacen que la cartera de morosos del banco sea más riesgosa.
- Altas tasas de inflación y una creciente devaluación exponen al banco a mayores riesgos.
- Mayores campañas publicitarias. Competencia por promociones dificultan la fidelización de los clientes con una marca específica; los consumidores poseen tarjetas de diferentes bancos y la utilizan en base a los descuentos vigentes.
- Incertidumbre ante las legislaciones dictadas por los gobiernos, ya que en los últimos años, el sector financiero ha sufrido cambios significativos con nuevas regulaciones que redujeron el margen financiero de los bancos.

10. VALUACIÓN- BANCO GALICIA

Para realizar la valuación del Banco Galicia, se utilizaron los Estados Contables anuales consolidados con las sociedades bajo su control, presentados por la institución ante la Comisión Nacional de Valores (CNV).



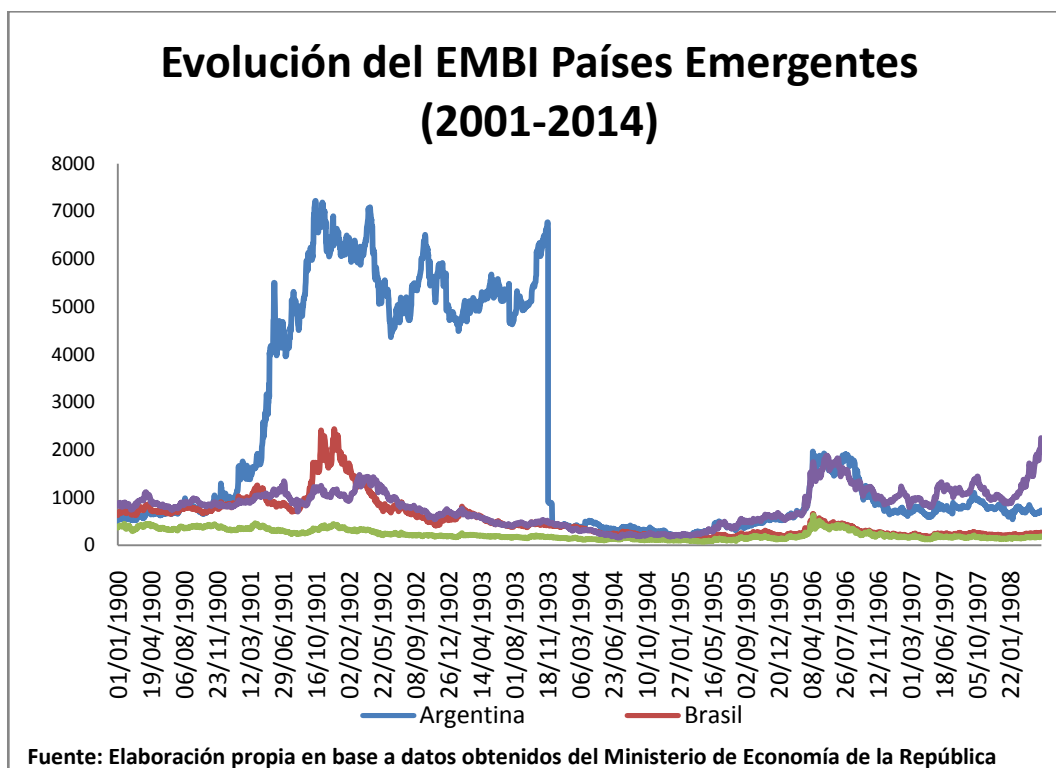
Para realizar la valuación se aplicó el modelo de Free Cash Flow to Equity (FCFE), por ser una empresa que presta servicios financieros que, por las características del negocio, es el modelo que mejor se adapta a los flujos que genera la empresa; este modelo refleja con mayor claridad la capacidad que posee un banco para crear valor a los accionistas. La tasa a la cual se descuentan los flujos es el K_e , calculado en base al CAPM ajustado para mercados emergentes. Para realizar el descuento de los flujos de fondos, se proyectaron las variables del tipo de cambio, el EMBI y el crecimiento de la tasa de la FED. Todos los datos de referencia se han calculado en base a estimaciones de analistas financieros, estimaciones propias y de la compañía, así como también datos históricos disponibles públicamente.

A continuación se enunciarán los resultados de las variables del modelo halladas para luego exponer los resultados de la valuación:

- El β que se obtuvo a partir de las series históricas (2011-2014) comparando el rendimiento semanal del ADR del Grupo Financiero Galicia contra el rendimiento del S&P500 para el mismo período fue de 0,8598.
- La tasa libre de riesgo aplicada es la tasa del Bono del Tesoro Norteamericano a diez años que asciende a 2,08%. Para proyectar los flujos de fondos se estimó que la tasa libre de riesgo crecerá a un ritmo lento, alcanzando un valor de 3,90%.
- La prima de riesgo esperada para el mercado de acciones sobre el activo libre de riesgo es 4,62%. Para el cálculo de la prima de riesgo se tomó el promedio geométrico del diferencial del mercado de acciones (calculado

con el retorno del S&P500) contra el mercado de bonos (calculado con el retorno de los Bonos del Tesoro a 10 años). Para ambos casos las series que se tomaron para el cálculo fueron desde el año 1928 hasta el 2013.

- El EMBI que se tomó para el trabajo es el valor de referencia al momento de la valuación a marzo 2015 (Ministerio de Economía), siendo el valor obtenido es 583 puntos básicos (pb). Para los cálculos de la valuación se estimó que el EMBI irá disminuyendo hasta llegar a los 200 pb.



- Para descontar los flujos de fondos a la tasa estimada para cada período se convirtieron los saldos estimados a dólares. Para ello, se tomó el dólar



futuro estimado en el mercado de futuros y se proyectó hasta el final del período analizado en base a estimaciones propias de cómo evolucionará el mercado cambiario. Se toma para el período 2015 un tipo de cambio de \$10,50 \$/USD, cerrando la estimación en \$15,63 para el 2025.

- El resultado del CAPM sin ajustar para mercados emergentes es 6,05%, mientras que el resultado del CAPM ajustado por el *Country Risk Premium* es 11,88%.
- Para transformar el precio de la acción en moneda local, y compararla con la cotización, se utilizó la cotización del Tipo de cambio Contado con Liquidación al día 13 de marzo del 2015.
- La estimaciones arrojan el siguiente resultado:

PV Continuing value	\$ 38.170.357,66
Cantidad de Acciones	562.326.651
Precio en U\$S	\$ 0,60
Crecimiento Estable	4%
TC Contado Liquidación	\$11,97
Precio en \$	\$ 7,20



CONCLUSIÓN

Durante el año 2014 el sector bancario sufrió dos sucesos que cambiaron el rumbo de sus perspectivas. La primera resolución adoptada por el BCRA es levantar la restricción para adquirir moneda extranjera, esto estuvo acompañado por una importante devaluación por lo cual los bancos tuvieron un resultado positivo por sus tenencias en moneda extranjera (principalmente en el primer trimestre porque, luego de la devaluación inicial, el tipo de cambio se mantuvo con variaciones menores a los largo del ejercicio, y al mismo tiempo el BCRA limitó las tenencias de los bancos en activos en moneda extranjera).

Otra de las medidas adoptadas por el BCRA se refiere a las limitaciones que se ha impuesto sobre las tasas activas y pasivas, lo cual disminuye el margen de intermediación. Si bien para el año 2014, el impacto no se ha visto reflejado en las ganancias se estima que para el año 2015, los resultados financieros por intermediación acoten las ganancias.

Cabe destacar que el cierre del ejercicio 2014 fue beneficioso para los bancos, ya que las altas tasas ofrecidas por el mercado para los títulos a corto plazo (Letras) sumadas a los resultados por tenencia (en moneda extranjera), generaron una rentabilidad mayor para los bancos. Asimismo, el Banco Galicia se comportó de igual manera que el resto de los bancos, obteniendo un retorno sobre el Patrimonio Neto (ROE⁸) de más del 30%. Si bien el Banco Galicia no cotiza sus acciones de manera directa, sino que lo hace a través de las acciones del Grupo Financiero Galicia GGAL (que adquirió el 100% de las acciones a un precio de rescate de \$23,22 en mayo de 2014), el precio de dichas

⁸ ROE (por sus siglas en inglés): Return on Equity



acciones continúa aumentando, por lo cual se puede concluir que el mercado considera que los beneficios futuros del banco y de las empresas que integran el Grupo Financiero Galicia se incrementarán en el corto plazo. Si se evalúa el contexto en el cual se realizan estas estimaciones, se encuentra que para el año 2016 hay expectativas de que (ante el cambio del gobierno local) se incremente el consumo, por la confianza generada en la economía.

Si bien el valor al cual se ha concluido está por debajo del precio de rescate, se estima que el mercado está esperando una reactivación del consumo que impulse las ganancias del Banco Galicia en conjunto con las compañías de tarjetas regionales, aunque los pronósticos acerca de la evolución de la economía son poco claros, se estima que el banco continúe expandiendo su estrategia de negocio para lograr captar un mayor mercado, así como mantener los clientes existentes.

A través de los resultados obtenidos en la valuación, se estima que la acción del Grupo Financiero Galicia está sobrevaluada dadas las condiciones de la economía actual y las proyecciones para el año 2015-16.

El precio de la acción del Banco Galicia, en base a las estimaciones realizadas acerca de la generación de flujos de caja es de \$7.20 (U\$S 0.60). Este valor se encuentra por debajo del último precio de referencia (Mayo 2014, la acción de la compañía fue adquirida por el Grupo Financiero Galicia a \$23,22), por lo cual se estima que está sobrevaluada. La empresa deberá, durante el año 2015, afrontar grandes desafíos con respecto a la generación de ganancias, ya que se prevé menores ganancias ante las medidas adoptadas por el BCRA de fijar las tasas activas y pasivas, y las limitaciones a la tenencia de moneda extranjera. En cuanto al contexto local, las estimaciones realizadas por analistas de *research* proyectan un contexto de incertidumbre, ante un



BUSINESS
SCHOOL

UNIVERSIDAD ARGENTINA
DE LA EMPRESA - EDEE *Universidad Argentina de la Empresa*

cambio de gobierno, y altos niveles de inflación y, como consecuencia paritarias elevadas, que acotarán la posibilidad de generar riquezas por parte de la compañía.



Bibliografía

- Banco Central de la República Argentina (BCRA-2015) <http://www.bcra.com.ar/>
- Banco Galicia Online (2015) <http://www.bancogalicia.com>
- BODIE, Zvi; MERTON, Robert C. *Finanzas*. Naucalpan de Juárez. Pearson Education (2003).
- BODIE, Zvi; Kane, Alex; Marcus, Alan J. (2008) *Investments*. Séptima Edición. Nueva York . Ediciones Mc Graw Hill.
- BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C. (2003) *Principios de Finanzas Corporativas* Séptima Edición. Madrid. Ediciones Mc Graw Hill.
- Comisión Nacional de Valores (CNV-2015) <http://www.cnv.gob.ar/>
- DAMODARAN Aswath (2001) *Corporate finance: theory and practice*. Nueva York. Editorial John Wiley & Sons, Inc.
- DAMODARAN Aswath (2001). *On Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. Hoboken, NJ. Editorial John Wiley & Sons, Inc.
- DAMODARAN Aswath (2010). *Applied Corporate Finance*. Hoboken, NJ. Editorial John Wiley & Sons, Inc
- DAMODARAN Aswath (2010). *The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses*. Upper Saddle River, NJ. Editorial: FT Press
- EHRHARDT, Michael; BRIGHAM, Eugene F (2007). *Finanzas Corporativas*. Segunda Edición. México DC. Editorial: Cengage Learning.
- Fernández López Pablo (2011). *Valuación de Empresas a partir de la teoría de Opciones Reales*. IESE Business School - Universidad de Navarra.
- FONDO MONETARIO INTERNACIONAL (FMI)
<http://www.imf.org/EXTERNAL/SPANISH/INDEX.HTM> (Agosto 2014)



- KOENES, Avelina (1994). *Toma de Decisiones*. Madrid Editorial: Díaz de Santos
- LÓPEZ DUMRAUF, Guillermo (2003). *Finanzas Corporativas*. Grupo Guía S.A. Buenos Aires, Argentina.
- LÓPEZ DUMRAUF, Guillermo (2010). *Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano*. Buenos Aires, Argentina. 2ª edición. Editorial Alfaomega.
- Ministerio de Economía y Finanzas Públicas, Secretaría de Política Económica y Planificación del Desarrollo (2015) Dirección Nacional de Inversión Pública. <http://www.mecon.gov.ar/peconomica/basehome/inversionpub.html>
- PEREIRO, Luis E. (2002) *Valuation of Companies in Emerging Markets*. Nueva York. Editorial John Wiley & Sons, Inc.
- PORTER, Michel E.(1987). *Ventaja Competitiva: creación y sostenimiento de un desempeño superior*. Buenos Aires, Argentina. Editorial CECSA.
- http://www.utdt.edu/?utm_source=Adwords&utm_medium=CPC&utm_campaign=institucional (15/11/2004)
- ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey (2005). *Finanzas Corporativas*. México. Ediciones Mc Graw Hill Interamericana, Séptima Edición.



Anexos

a. Balances

Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. - Evolución de los Principales Rubros ^(*)

En millones de pesos

Balance Consolidado	Ej.2014					Ej.2013
	4 ^{to} Trim.	3 ^{er} Trim.	2 ^{do} Trim.	1 ^{er} Trim.	4 ^{to} Trim.	
Disponibilidades	16.951	14.470	14.683	14.234	12.557	
Títulos Públicos y Privados	9.732	10.789	10.215	6.672	3.905	
Préstamos Netos	66.593	61.565	58.897	55.946	55.279	
Otros Créditos por Intermediación Financiera	6.461	6.592	6.104	6.056	5.331	
Participaciones en Otras Sociedades	93	85	100	130	118	
Bienes de Uso, Diversos e Intangibles	3.696	3.407	3.243	3.132	3.015	
Otros Activos	2.436	2.480	2.145	2.384	2.012	
Total del Activo	105.962	99.388	95.387	88.554	82.217	
Depósitos	64.708	59.989	58.701	55.122	51.410	
Otras Obligaciones por Intermediación Financiera	25.067	24.342	23.096	20.453	19.113	
Obligaciones Negociables Subordinadas	2.066	1.969	1.917	1.818	1.656	
Otros Pasivos	3.478	3.329	2.857	3.062	2.742	
Participación de Terceros	744	694	628	585	555	
Total del Pasivo	96.063	90.323	87.199	81.040	75.476	
Patrimonio Neto	9.899	9.065	8.188	7.514	6.741	
Activos y Pasivos en Moneda Extranjera						
Activos	12.812	13.885	12.438	11.302	9.628	
Pasivos	13.300	13.620	12.947	12.173	10.530	
Op. de Compra/(Venta) a Término de Mon. Extranjera ⁽¹⁾	2.658	4.000	1.673	1.099	7.390	

(*) Banco de Galicia y Buenos Aires S.A., consolidado con sociedades controladas (art. 33 - Ley 19.550).

(1) Contabilizadas en cuentas de orden.



Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. - Evolución de los Principales Rubros ^(*)

En millones de pesos

Estado de Resultados Consolidado	Ej. 2014					Ej. 2013
	4 ^{to} Trim.	3 ^{er} Trim.	2 ^{do} Trim.	1 ^{er} Trim.	4 ^{to} Trim.	
Ingresos Financieros	4.932	4.849	4.911	5.029	3.951	
Intereses por Préstamos al Sector Financiero	30	44	47	43	33	
Intereses por Adelantos	402	471	385	319	268	
Intereses por Documentos	1.116	891	885	866	772	
Intereses por Préstamos Hipotecarios	78	81	82	80	64	
Intereses por Préstamos Prendarios	21	20	22	20	18	
Intereses por Préstamos de Tarjetas de Crédito	1.900	1.647	1.609	1.411	1.213	
Intereses por Arrendamientos Financieros	52	54	57	56	52	
Intereses por Otros Préstamos	788	852	931	879	828	
Resultado Neto de Títulos Públicos y Privados	451	775	759	376	286	
Por Otros Créditos por Interm. Financiera	19	30	44	36	25	
Otros	75	(16)	90	943	392	
Egresos Financieros	(2.720)	(2.328)	(2.725)	(2.497)	(1.914)	
Intereses por Depósitos en Cajas de Ahorro	(1)	-	(1)	-	(1)	
Intereses por Depósitos en Plazos Fijos	(1.590)	(1.560)	(1.868)	(1.490)	(1.182)	
Intereses por Obligaciones Subordinadas	(81)	(80)	(75)	(74)	(44)	
Otros Intereses	(21)	(29)	(22)	(9)	(7)	
Intereses por Préstamos Interfinancieros Recibidos (call)	(3)	(5)	(5)	(8)	(6)	
Intereses por Otras Financiaciones de Entidades Financieras	(24)	(33)	(40)	(31)	(27)	
Intereses por Otras Oblig. por Intermediación Financiera	(371)	(324)	(406)	(322)	(264)	
Aportes al Fondo de Garantías de los Depósitos	(79)	(25)	(24)	(23)	(21)	
Diferencia Cotización Oro y Moneda Extranjera	40	67	41	(179)	(91)	
Otros	(590)	(339)	(325)	(361)	(271)	
Margen Bruto de Intermediación	2.212	2.521	2.186	2.532	2.037	
Cargos por Incobrabilidad	(517)	(646)	(566)	(682)	(508)	
Ingresos por Servicios Netos	1.777	1.723	1.489	1.346	1.295	



Gastos de Administración	(2.418)	(2.273)	(2.211)	(1.988)	(1.911)
Gastos en Personal	(1.344)	(1.293)	(1.270)	(1.160)	(1.131)
Honorarios a Directores y Síndicos	(22)	(19)	(21)	(17)	(17)
Otros Honorarios	(65)	(57)	(48)	(39)	(33)
Propaganda y Publicidad	(103)	(105)	(116)	(83)	(88)
Impuestos	(210)	(202)	(185)	(164)	(148)
Depreciación de Bienes de Uso	(45)	(44)	(41)	(40)	(39)
Amortización Gastos de Organización	(100)	(83)	(77)	(71)	(62)
Otros Gastos Operativos	(315)	(273)	(275)	(259)	(240)
Otros	(214)	(197)	(178)	(155)	(153)
Resultado por Participación de Terceros	(50)	(66)	(39)	(30)	(49)
Resultado por Participaciones Permanentes	33	119	66	37	33
Otros Resultados Diversos Netos	173	97	131	104	97
Impuesto a las Ganancias	(376)	(598)	(383)	(545)	(388)
Resultado Neto	834	877	673	774	606

(*) Banco de Galicia y Buenos Aires S.A., consolidado con sociedades controladas (art. 33 - Ley 19.550).

Montos promedio en millones de pesos, tasas en % nominal anual

Rendimiento de Activos Rentables y Costo de Pasivos ^(*)	4 ^{to} Trim.		3 ^{er} Trim.		2 ^{do} Trim.		Ej.2014 1 ^{er} Trim.		Ej.2013 4 ^{to} Trim.	
	Cap.	Tasa	Cap.	Tasa	Cap.	Tasa	Cap.	Tasa	Cap.	Tasa
	Activos Rentables	76.184	25,30	71.639	27,25	69.662	27,50	64.000	25,32	60.143
Títulos Públicos	9.697	13,00	10.000	29,45	9.919	25,89	5.425	11,82	5.127	14,59
Préstamos	64.269	27,16	59.056	27,28	57.145	27,89	55.905	26,06	52.816	24,34
Títulos Fideicomisos	846	27,06	876	9,80	903	28,54	867	71,94	903	7,54
Otros	1.372	24,47	1.707	22,27	1.695	23,05	1.803	20,59	1.297	19,91
Pasivos c/costo	54.388	15,40	52.497	15,72	52.289	18,55	47.654	16,26	43.861	14,00
Cajas de Ahorro	11.298	0,21	10.670	0,18	9.375	0,20	9.401	0,18	8.722	0,18
Plazo Fijo	31.048	20,63	30.041	21,45	31.650	23,85	28.180	21,20	26.036	18,21
Títulos de Deuda	9.334	15,93	8.729	16,18	8.312	16,65	7.697	16,13	6.683	14,23
Otros c/costo	2.708	16,95	3.057	12,43	2.952	25,43	2.376	21,60	2.420	17,76

(*) No incluye resultado por diferencia de cotización. Las tasas nominales están calculadas con divisor 360.



En millones de pesos

Ingresos por Servicios Netos	Ej.2014		Ej.2013		
	4 ^{to} Trim.	3 ^{er} Trim.	2 ^{do} Trim.	1 ^{er} Trim.	4 ^{to} Trim.
Tarjetas Nacionales	656	580	513	470	481
Tarjetas Regionales	1.012	911	856	773	755
CFA	65	51	38	32	29
Depósitos	383	372	311	275	233
Seguros	94	88	82	76	72
Comisiones Financieras	26	29	21	21	20
Vinculados con Créditos	67	61	54	45	61
Comercio Exterior	48	49	44	39	37
Valores al Cobro	52	51	44	35	29
Recaudaciones	34	36	30	26	25
Fondos Comunes	6	4	3	3	3
Otros	131	126	94	120	114
Total Ingresos	2.574	2.358	2.090	1.915	1.859
Total Egresos	(797)	(635)	(601)	(569)	(564)
Total Neto	1.777	1.723	1.489	1.346	1.295

En millones de pesos, excepto porcentajes

Evolución de Resultados Trimestrales	Ej.2014		Ej.2013		Variación (%)	
	4 ^{to} Trim.	3 ^{er} Trim.	4 ^{to} Trim.	Trimestral	Trimestral	Anual
Ingresos Financieros Netos	2.212	2.521	2.037	(12,3)		8,6
Ingresos por Servicios Netos	1.777	1.723	1.295	3,1		37,2
Cargos por Incobrabilidad	(517)	(646)	(508)	(20,0)		1,8
Gastos de Administración	(2.418)	(2.273)	(1.911)	6,4		26,5
Resultado Operativo	1.054	1.325	913	(20,5)		15,4
Otros Resultados Diversos Netos (*)	156	150	81	4,0		92,6
Impuesto a las ganancias	(376)	(598)	(388)	(37,1)		(3,1)
Resultado Neto	834	877	606	(4,9)		37,6

(*) Incluye resultados por participaciones permanentes y por participación de terceros.

Fuente: www.bancogalicia.com.ar



En millones de pesos, excepto ratios (%)

Capitalización	Ej. 2014					Ej. 2013
	4 ^{to} Trim.	3 ^{er} Trim.	2 ^{do} Trim.	1 ^{er} Trim.	4 ^{to} Trim.	
Exigencia de Capital Mínimo (A)	7.077	6.578	6.595	6.336	5.691	
Financ., Act. Inmov., Sector Público y Otros Activos	5.098	4.673	4.855	4.722	4.328	
Valor Riesgo de Mercado	200	245	201	170	58	
Riesgo Operacional	1.779	1.660	1.539	1.444	1.305	
Integración (B)	10.133	9.366	8.698	7.887	7.513	
Capital Ordinario Nivel Uno	8.041	7.354	6.682	5.985	5.478	
Capital Ordinario Nivel Dos	2.020	1.938	1.912	1.805	1.805	
Integración Adicional Var. Mercado	72	74	104	97	230	
Diferencia (B)-(A)	3.056	2.788	2.103	1.551	1.822	
Ratio de Capital Total	15,91	15,83	14,39	13,40	14,28	

Fuente: www.bancogalicia.com.ar

En millones de pesos

Cuadro XII:

Préstamos por Sector Económico	Ej. 2014					Ej. 2013
	4 ^{to} Trim.	3 ^{er} Trim.	2 ^{do} Trim.	1 ^{er} Trim.	4 ^{to} Trim.	
Sector Financiero	455	468	953	514	848	
Servicios	3.468	3.716	3.448	3.362	3.373	
Agricultura y Ganadería	8.178	7.013	6.594	7.626	7.160	
Consumo	39.747	34.865	33.706	32.015	31.720	
Comercio	5.936	6.216	5.594	5.294	5.401	
Construcción	709	823	626	674	707	
Industria Manufacturera	9.256	9.861	9.718	8.208	7.721	
Otros	1.459	1.256	777	625	478	
Préstamos Totales	69.208	64.218	61.416	58.318	57.408	
Previsiones	2.615	2.653	2.519	2.372	2.129	
Préstamos Netos	66.593	61.565	58.897	55.946	55.279	

Fuente: www.bancogalicia.com.ar



En millones de pesos

Cuadro XIII: Exposición Neta al Sector Público ^(*)					
	4 ^{to} Trim.	3 ^{er} Trim.	2 ^{do} Trim.	Ej.2014 1 ^{er} Trim.	Ej.2013 4 ^{to} Trim.
Títulos Públicos – Posición Neta	10.101	11.225	9.447	7.473	4.216
Trading	10.101	11.125	9.170	7.175	3.824
Lebac – Nobac	7.563	8.223	6.764	5.131	2.555
Otros	2.538	2.902	2.406	2.044	1.269
Bonar 2015	-	100	277	298	392
Otros Créditos por Intermediación Financiera	867	881	886	892	1.105
Certificados de Participación y Títulos de Fideicomisos	830	831	880	886	1.079
Otros	37	50	6	6	26
Total	10.968	12.106	10.333	8.365	5.321

(*) No incluye los depósitos en el Banco Central, ya que constituyen uno de los ítems mediante los cuales Banco Galicia cumple con los requisitos de efectivo mínimo.

Fuente: www.bancogalicia.com.ar

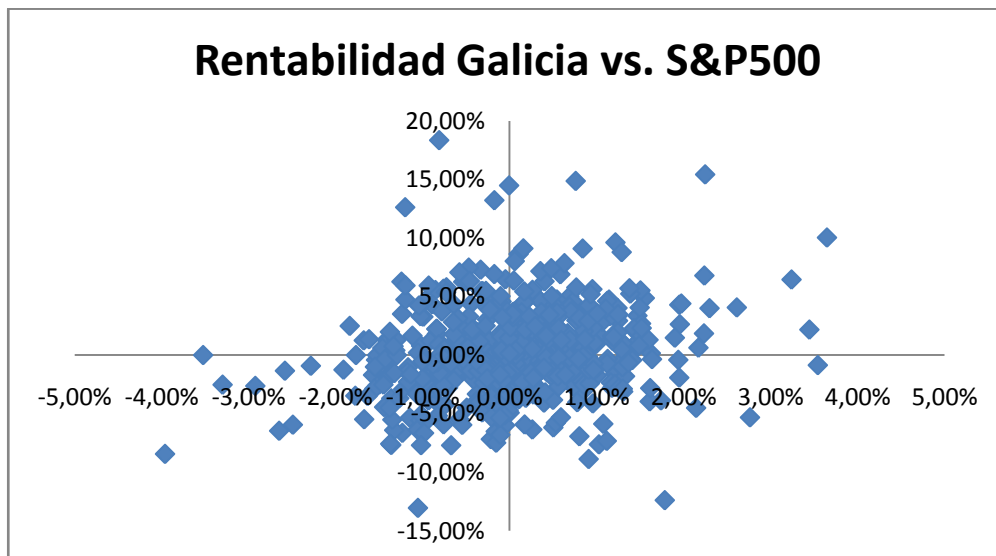
Estimaciones para calcular los Drivers de la Valuación.

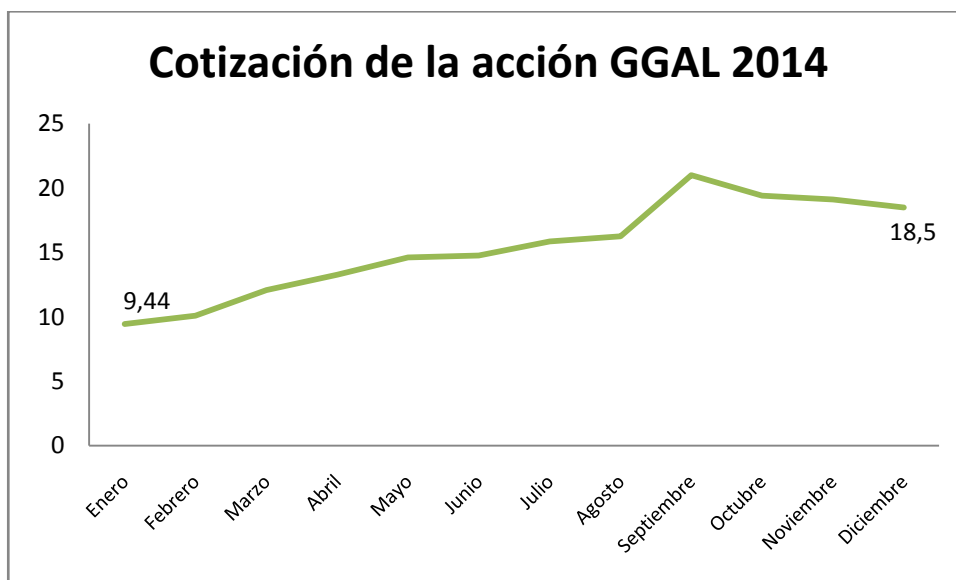
Año	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Tipo de Cambio o Cierre	10,5	12,08	13,89	14,58	14,73	14,87	15,02	15,17	15,32	15,48	15,63
Risk Free	2,08 %	2,29%	2,40%	3%	3%	2,80%	3,00%	3,20%	3,50%	3,60%	3,90%
EMBI	5,83 %	4,70%	4%	4%	3,90%	3,50%	3,20%	3,00%	2,80%	2,50%	2,00%
Ke	11,88 %	10,96 %	10,37%	10,47%	10,47%	10,27%	10,17%	10,17%	10,27%	10,07%	9,87%



✚ Cálculos para la Estimación del Ke

	Galicia	SP500
Varianza	0,002034763	0,000157045
Desvío	4,51%	1,25%
COVAR	0,000135034	
COEFCORR	0,238876786	
Beta	0,859842441	
Rf	2,08%	
MRP	4,62%	
Ke	11,88%	





Fuente: Elaboración propia en base a datos extraídos de Yahoo Finance

✚ Proyecciones de los Flujos de Caja

PV Continuing value	\$ 38.170.357,66
Q Acciones	562.326.651
Precio en U\$S	\$ 0,60
G est	4%
TC Contado Liq	\$11,97
Precio en \$	\$ 7,20



Estimaciones Finales para el cálculo de los Flujos de Fondos

Período	11	
Net Income	\$ 30.778.992,47	Valor Terminal
Depreciaciones	\$ 1.143.331,76	
Menos: Incr. Activos	\$ 19.750.798,16	
Más: Incr. Pasivos	\$ 8.971.805,69	
Equity Cash Flow	\$ 40.644.928,07	\$ 9.806.928.419,98
Present Value Factor	0,355065801	0,355065801
PV equity cash Flows	\$ 156.457.944,34	\$ 3.482.104.894,72
PV equity cash Flows U\$S	\$ 10.008.609,03	\$ 222.750.123,92



	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	Valor Terminal
Estimaciones de Flujos de Fondos												
Equity Cash Flow	\$ 116.909.526,73	\$ 154.314.424,25	\$ 209.982.467,30	\$ 215.859.858,65	\$ 259.613.878,76	\$ 288.173.815,52	\$ 328.118.287,45	\$ 341.949.260,55	\$ 382.370.562,01	\$ 400.525.270,22	\$ 440.644.928,07	\$ 9.806.928.419,98
Present Value Factor	0,8938	0,8122	0,7438	0,6715	0,6078	0,5562	0,5076	0,4608	0,4148	0,3831	0,3551	0,3551
PV equity cash Flows	\$ 113.453.128,76	\$ 125.338.802,33	\$ 156.179.384,64	\$ 144.959.365,41	\$ 157.796.272,08	\$ 157.506.161,76	\$ 166.561.181,19	\$ 157.557.799,87	\$ 158.617.511,86	\$ 153.433.925,11	\$ 156.457.944,34	\$ 3.482.104.894,72
PV equity cash Flows US\$	\$ 10.803.135,12	\$ 10.380.025,04	\$ 11.247.067,04	\$ 9.940.601,77	\$ 10.715.219,85	\$ 10.839.623,56	\$ 11.087.544,91	\$ 10.384.366,88	\$ 10.350.706,29	\$ 9.813.314,25	\$ 10.008.609,03	\$ 222.750.123,92