

# Valuación de Grupo Financiero Galicia

¿El mercado sobrevalora?

Alumno: Cristian Abel Parrilla

Tutora: Adriana Weisz

*Estimación del valor del capital accionario de Grupo Financiero Galicia y posterior comparación con su capitalización bursátil.*

# Índice

## Introducción

Grupo Financiero Galicia S.A. es una de las compañías argentinas que se encuentra listada en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y en el Nasdaq (EE.UU) y mediante su cotización facilita al público inversor su valor de mercado. La Sociedad refleja una cotización diaria en ambos mercados y es a través de ese precio acordado por cada oferente y demandante de acciones y/o ADRs (forma de cotización en mercado bursátil del exterior) que la compañía encuentra una capitalización bursátil.

Por otro lado, la Teoría de Valuación de empresas y el método Descuentos de Flujos de Fondos acercan la metodología correspondiente para realizar una valuación de capital accionario, por medio del valor actual de proyecciones de flujos futuros y tasas aplicables a la operación, basándose en la idea que indica que “una compañía vale por los beneficios futuros que pueda generar”.

En resumen, el objetivo del presente trabajo es buscar y analizar la relación existente entre la valuación que se obtenga del Grupo Galicia y su capitalización bursátil.

# Capítulo I

Este capítulo presenta la información correspondiente a Grupo Financiero Galicia S.A. a tener en cuenta al momento de realizar una valuación de capital accionario. Se incluyen datos contables y textos que muestran la forma de trabajo de la compañía, su visión de la economía, situación financiera nacional y mercado asegurador. El objetivo es conocer el perfil de la Sociedad.

## La Compañía <sup>1</sup>

El Grupo Financiero Galicia S.A. (“Grupo Galicia” o “Grupo Financiero Galicia” o “la Sociedad”) es una compañía holding conformada en el año 1999 cuyo objeto social se relaciona exclusivamente con servicios financieros e inversiones y que, de conformidad con sus estatutos, no puede llevar a cabo operaciones del tipo descrito en la Ley de Entidades Financieras. Su activo principal y más importante es el Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. (“Banco Galicia”), del cual posee el 100% del capital accionario. La intención de Grupo Galicia es ampliar y complementar las operaciones y los negocios del Banco Galicia, a través de participaciones en sociedades y emprendimientos cuyos objetivos se relacionen con actividades financieras. Por lo tanto, a través de sus empresas participa en actividades financieras y otras relacionadas que Banco Galicia no puede llevar a cabo o en las cuales sólo puede participar de manera limitada en virtud de las normas vigentes.

Según informa en su último Prospecto de Programa de Obligaciones Negociables publicado el día 21 de abril del año 2016 en la Autopista de la Información Financiera de la Comisión Nacional de Valores, su objetivo principal es la creación de valor para sus accionistas dentro de un marco de gestión sustentable que considera el entorno social y el impacto sobre el medio ambiente.

Sus principales sociedades subsidiarias, adicional a Banco Galicia, son Sudamericana Holding S.A. (“Sudamericana Holding”), referida a la actividad de seguros, sobre la que posee el 87,5% del capital accionario. Sudamericana Holding, como su denominación lo indica, es una sociedad holding de compañías de seguros patrimoniales y de retiro. Controla a Galicia Seguros S.A., cuya actividad refiere a seguros patrimoniales y de vida; Galicia Retiro Compañía de Seguros S.A. para seguros de retiro y Galicia Broker Asesores de Seguros S.A. Adicionalmente, a la fecha de presentación de su última memoria correspondiente al ejercicio económico del año 2015, posee el 35% (en forma indirecta) de Nova Re Compañía Argentina de Reaseguros S.A. (reaseguradora local).

Otra de las subsidiarias del Grupo Galicia es Galicia Administradora de Fondos S.A., sobre la cual posee el 95%. Administra los fondos comunes de inversión FIMA y tiene relación con Banco Galicia ya que a través de éste distribuye los fondos en múltiples segmentos de clientes (institucionales, empresas y personas físicas), a través de su amplia red de canales de distribución (sucursales, banca electrónica, banca telefónica), al tiempo que ejerce la custodia de los activos que integran los fondos en su rol de Agente de Custodia de Productos de Inversión Colectiva de Fondos Comunes de Inversión.

---

<sup>1</sup> Memoria de Grupo Financiero Galicia S.A. publicada a través de la web de Comisión Nacional de Valores con fecha 9 de marzo de 2016. Acceso mediante la Autopista de la información financiera – Emisoras – Emisoras en el Régimen de Oferta Pública – Grupo Financiero Galicia S.A. – Estados Contables – Anuales (Completo).

Existen otras compañías sobre las cuales Grupo Galicia posee tenencia accionaria y en su gran mayoría comparte el 100% con el Banco Galicia, por lo que directa e indirectamente el Grupo Galicia posee la totalidad de las acciones.

A continuación, se adjunta un cuadro que muestra la última información disponible (31 de diciembre de 2015) relativa a su estructura de organización societaria a modo de identificar visualmente la magnitud del grupo económico:

El cuadro fue publicado por la compañía el pasado 12 de febrero de 2016 junto con su presentación de Estados Contables anuales al 31 de Diciembre de 2015 y demuestra las participaciones directas e indirectas de Grupo Galicia en el resto de las compañías.

## **La situación económica Argentina y el contexto internacional<sup>2</sup>**

Teniendo presente lo informado por la Sociedad en su última Memoria de ejercicio del año 2015 publicada el 9 de marzo de 2016 a través de la Autopista de la Información Financiera de la Comisión Nacional de Valores y de su propia página web <http://www.gfgsa.com/es> se puede tener en cuenta las siguientes referencias respecto a la evolución de la Economía, del Sistema Financiero y del Mercado Asegurador a modo de identificar la visión del Grupo Económico en vista del último año transcurrido y los posteriores.

### **La Economía**

En el año 2015 el contexto económico internacional se mostró algo más adverso para las economías emergentes en general, profundizando la tendencia bajista sobre activos financieros, commodities y monedas que empezara a esbozarse hacia fines del año 2014. Cierta disminución del sesgo expansivo de la política monetaria en economías desarrolladas y renovadas dudas respecto al ritmo de crecimiento de la actividad global, determinaron un incremento en la aversión al riesgo de inversores y una reversión del flujo de capitales en el mundo emergente.

---

*2 Memoria de Grupo Financiero Galicia S.A. publicada a través de la web de Comisión Nacional de Valores con fecha 9 de marzo de 2016. Acceso mediante la Autopista de la información financiera – Emisoras – Emisoras en el Régimen de Oferta Pública – Grupo Financiero Galicia S.A. – Estados Contables – Anuales (Completo). Páginas 9 a 13.*

Las economías desarrolladas se expandieron a una tasa estimada de 1,9%, destacándose Estados Unidos y España, con un crecimiento de 2,5% y 3,2%, respectivamente. Europa habría finalizado el año con un crecimiento de 1,5%, con una proyección de 1,7% tanto para el año 2016 como para el año 2017. Por su parte, las economías emergentes continuaron desacelerando su ritmo de expansión, creciendo un 4,0% en el año 2015 y con proyecciones de 4,3% y 4,7% para los años 2016 y 2017, respectivamente.

La fuerte expectativa en torno a la suba de la tasa de referencia por parte de la Reserva Federal estadounidense que existió durante todo el año -y que se terminó concretando en diciembre- tuvo su correlato en una apreciación del dólar en un 9,2% frente al resto de las monedas desarrolladas y un 16% frente a las emergentes. En tanto, las monedas en Latinoamérica se depreciaron en promedio un 24% frente al dólar a lo largo del año. Esta apreciación del dólar afectó el precio de las materias primas, cuyo índice general registró una caída de 25%. En tanto, el valor de mercado de las empresas estuvo caracterizado por una alta volatilidad y reflejó una pérdida global de 4,1%, con una caída de los mercados desarrollados de 2,6% y de los emergentes de un 17%. El mercado local operó a contramano, motivado por circunstancias de la coyuntura local. El índice Merval logró un alza de 36% en el año.

En el año 2015 la economía argentina logró cierta recuperación durante el primer semestre del año, luego de un año 2014 recesivo. Algunas estimaciones privadas reflejan un crecimiento de la actividad económica en torno a un 1,7%, cifra que contrasta con la caída de 2,6% observada en el año 2014. El peor desempeño de la actividad hacia el final del año dejaría un arrastre nulo para el año 2016.

Cabe destacar que las cifras de actividad económica, como el resto de las series estadísticas elaboradas por el Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), fueron discontinuadas en diciembre último<sup>3</sup> por la nueva administración nacional, decretándose el estado de emergencia administrativa del Sistema Estadístico Nacional en pos de la revisión y readecuación de las series publicadas. Las mismas serían recién relanzadas a mediados del año 2016.

En términos del mercado laboral, la recuperación observada en la actividad habría comenzado a repercutir positivamente sobre la dinámica del empleo. La tasa de desempleo para el tercer trimestre del año 2015 -último dato disponible- ascendió al 5,9% de la población económicamente activa, desde el 7,5% observado en el mismo trimestre de 2014. De todas formas, las estadísticas de empleo publicadas por el INDEC se encuentran también bajo análisis.

Las tasas de interés domésticas evolucionaron al ritmo de las expectativas de la evolución del mercado de cambios. Durante el primer semestre, la estabilidad cambiaria y la recomposición de la liquidez de los bancos permitieron mantener las tasas en un marco de relativa tranquilidad. Sin embargo, las tasas de interés de las captaciones a plazo finalizaron el año 2015 en niveles por encima de los de principios de año, reflejo de la creciente tensión cambiaria y del incremento de las tasas de referencia del Banco Central durante las últimas semanas del año 2015. En particular,

---

<sup>3</sup> Refiere a Diciembre del año 2015.

la tasa Badlar que alcanzó un mínimo en el año de 19,6% en el mes de enero, promedió en diciembre un valor en torno al 27%.

El tipo de cambio de referencia del Banco Central pasó de \$8,552 a \$13,005 por dólar, entre el 30 de diciembre de 2014 y el 31 de diciembre de 2015 (lo que equivale a una depreciación del 52,1%), mientras que el tipo de cambio promedio pasó de \$8,12 en el año 2014 a \$9,27 en el año 2015.

De acuerdo a estimaciones privadas, la inflación del año 2015 se ubicó en torno al 27%, notoriamente por debajo de los niveles del año 2014 del 40% interanual (“i.a.”). En particular, el Índice de Precios al Consumidor de la Ciudad de Buenos Aires (IPCBA) -medida alternativa de inflación propuesta por el INDEC luego de discontinuar su índice- mostró en el año 2015 un crecimiento en el nivel de precios del 26,9%, desde el 38% que exhibiera un año atrás.

## El Sistema Financiero

En el año 2015 la actividad de intermediación financiera aceleró el ritmo de crecimiento revirtiendo la tendencia del año 2014. De esta manera la profundidad financiera del sistema medida por la relación de préstamos al sector privado en relación con el PBI, subió 1,7 p.p. en el año, ubicándose en 16,5%.

Los préstamos totales del sistema financiero al sector privado crecieron un 37,2% respecto de fines del año 2014, alcanzando \$812.837 millones. El rubro de mayor expansión fue el de préstamos al consumo, conformado por préstamos otorgados a través de tarjetas de crédito y préstamos personales, con un incremento del 47,4%, finalizando el año en \$355.922 millones. En cuanto a los préstamos comerciales, compuestos por adelantos en cuenta corriente, documentos a sola firma y documentos descontados y comprados, el crecimiento fue del 35,7%, alcanzando los \$304.005 millones. Los créditos prendarios subieron un 22,6%, con un saldo final de \$40.304 millones, mientras que los préstamos hipotecarios finalizaron en \$56.530 millones, con un aumento del 15,9%. Por su parte, la exposición al sector público representaba el 9,9% del activo a noviembre de 2015 (última información disponible) aumentando interanualmente 1,8 p.p.

Los depósitos totales del sistema financiero crecieron un 37,7% durante el año, alcanzando los \$1.335.662 millones. Los depósitos del sector privado no financiero aumentaron el 47,3%, ascendiendo a \$1.048.300 millones, mientras que los depósitos del sector público alcanzaron los \$286.908 millones, con un crecimiento del 12,1%. Dentro de los depósitos del sector privado, los depósitos transaccionales finalizaron en \$509.521 millones, creciendo un 37,6% y los depósitos a plazo fijo finalizaron en \$508.454 millones, creciendo un 60,7%.

En diciembre la tasa de interés promedio por depósitos a plazo en pesos de hasta 59 días de los bancos privados fue de 27,9%, registrando una suba i.a. de 648 puntos básicos (p.b.), mientras que

en cuanto a las tasas activas, la correspondiente a adelantos en cuenta corriente fue de 34,5% (+365 p.b.) y la de créditos a sola firma fue de 30,6% (+447 p.b.).

En cuanto a la composición del sistema financiero, al 30 de noviembre de 2015, había 80 entidades financieras, entre entidades bancarias y no bancarias. De ese total, 64 eran bancos, 52 de los cuales eran privados. A su vez, de estos últimos, 33 eran bancos privados de capital nacional y 19 eran bancos extranjeros. Los bancos públicos eran 12 y las entidades financieras no bancarias 16.

## El Mercado Asegurador

Durante el año 2015 la producción del mercado asegurador alcanzó los \$153.300 millones, superando en un 40,7% el nivel de producción del año 2014, medido a valores corrientes.

De la producción total el 81% corresponde a seguros patrimoniales -dentro de los cuales se destacan los seguros para automotores (44%) y los de riesgos del trabajo (35%)-, el 17% a seguros de vida y de personas -donde el de mayor importancia es el seguro de vida colectivo (68%), seguido por el de vida individual (14%) y el de accidentes personales (13%)-, y el 2% restante corresponde a seguros de retiro.

## Perspectivas

La Sociedad espera, según su última Memoria de Ejercicio Económico publicada durante el mes de marzo de 2016, un escenario económico y financiero caracterizado por un cambio de enfoque en cuanto a la gestión de la política económica del país. La nueva administración ha planteado la necesidad de corregir los desequilibrios en diversos frentes, los cuales podrían tener impacto en términos de actividad y empleo en los primeros meses del año. Los principales desafíos estarían ligados a la normalización definitiva del mercado de cambios, la reducción del déficit fiscal y la desaceleración de la tasa de inflación, en un contexto de corrección cambiaria y tarifaria. Una rápida resolución del conflicto con los tenedores de deuda en default permitiría el regreso al mercado internacional de capitales. En la medida que dichos obstáculos se resuelvan exitosamente la actividad podría retomar la senda de crecimiento hacia la segunda mitad del año y sentaría las bases para lograr un mayor crecimiento en los años siguientes.

El sistema financiero, por su parte, continuará incrementando paulatinamente la intermediación con el sector privado, impulsado por distintos cambios en las normativas vigentes que está llevando a cabo el nuevo gobierno, y que conduciría a un sistema financiero más desregulado, generando las bases para una mayor competitividad y eficiencia, en línea con los bancos latinoamericanos. El bajo apalancamiento comparado regionalmente en empresas y familias, como

así también los menores niveles de bancarización evidencian el potencial de las entidades financieras argentinas.

En materia de solvencia, los resultados netos contribuirán a mantener niveles de capitalización acordes con las regulaciones del Comité de Basilea. Los ingresos por servicios seguirán teniendo un importante peso dentro de los ingresos operativos, mientras que las entidades continuarán trabajando sobre los gastos de administración con el objetivo de mejorar la eficiencia operativa.

Los indicadores de calidad de cartera fueron una fortaleza en los últimos años a pesar del modesto crecimiento económico y tanto la irregularidad de cartera de créditos como la cobertura de ésta con provisiones se han mantenido en cifras similares. Si bien se estima que el año 2016 será otro año de bajo crecimiento económico, estos indicadores se mantendrían en los niveles del año 2015.

En síntesis, consideramos que en el año 2016 el sistema financiero, que goza de excelentes indicadores fundamentales, tendría un resultado económico positivo, con un contexto macroeconómico a mediano y largo plazo con renovadas y promisorias expectativas.

Las perspectivas para el año 2016 del mercado de seguros no anticipan grandes cambios, con niveles de crecimiento de la producción en torno a los registrados en el año 2015. Con la finalidad de disminuir las pérdidas técnicas, el mercado deberá recomponer sus tarifas, así como centrarse en mejorar los ratios de costos y siniestralidad. Debido a la expectativa de incremento de tasas de interés y devaluación de la moneda para el próximo ejercicio económico, el resultado financiero seguirá impulsando los resultados del mercado asegurador, solventando las pérdidas técnicas que se produzcan.

## **Composición del capital**

La estructura de capital del Grupo Galicia se encuentra compuesta por acciones Clase A, con derecho a cinco votos por acción y valor nominal \$1 cada una, y acciones Clase B, con derecho a un voto por acción y valor nominal \$1 cada una.

La tenencia de las acciones Clase A pertenece a la Sociedad EBA Holding S.A., una sociedad anónima constituida en Argentina, cuyas acciones son, en su totalidad, de titularidad de las familias fundadoras del Banco, accionistas mayoritarios, y de la Fundación de Banco Galicia.

El capital accionario del Grupo Galicia está conformado por 281.221.650 acciones clase A y 1.019.042.947 acciones Clase B otorgando un total de 1.300.264.597 acciones, equivalente a 130.026.459,7 ADRs (American Depositary Receipt, forma de cotización en el exterior). Cada una

de las mínimas partes (Valor Nominal 1) en que puede ser dividido el mismo representa una acción, con beneficios y características propias a su clase.

La presente información se obtiene del Capítulo VII “Accionistas Principales” del último Prospecto de Programa de Obligaciones Negociables publicado por la Compañía el día 21 de abril de 2016 en la Autopista de la Información Financiera de la Comisión Nacional de Valores.

## **Análisis histórico de las Operaciones de la Compañía**

### **Situación Patrimonial**

El siguiente cuadro se elabora en base a información publicada por la compañía en diferentes Comunicados de Resultados (“Press Releases”), con acumulado de doce meses al 31 de Diciembre de cada año. La publicación se ha realizado a través de diferentes vías. Se seleccionó la información de la web de la Sociedad<sup>4</sup>.

Los datos obtenidos permiten identificar la evolución de los principales rubros considerados.

Se observa en el presente cuadro que los activos han crecido un 217% desde los 51.193 millones de pesos del año 2011 a los 162.408 millones de pesos del año 2015 y han tenido un crecimiento de un 51% en el último año analizado sobre los 107.314 millones de pesos del año 2014.

Los pasivos, por otro lado, han mostrado un comportamiento similar, se incrementaron en un 210% comparado el año 2015 (pasivo de 147.923 millones de pesos) respecto al año 2011 (pasivo de 47.641 millones de pesos). Asimismo, en variación anual, el pasivo del año 2015 fue un 52% mayor respecto a los 97.068 millones de pesos del año 2014.

Los valores de analizados sobre la compañía se toman en forma consolidada. Esto significa que el número observado corresponde a la conjunción de Grupo Financiero Galicia S.A. y sus subsidiarias, debido a que la valuación se efectúa sobre el Grupo Económico completo y no de manera individual.

---

<sup>4</sup> <http://gfgsa.com/es/Document/FinancialResultsList>.

Para finalizar, el patrimonio neto de la Compañía ha aumentado en forma sostenida desde el año 2011 al año 2014, con tasas de crecimiento del 37%, 42% y el 47%, respectivamente. En el último año ha incrementado nuevamente su patrimonio pero no a los niveles de crecimiento de años anteriores. La misma fue de 41% desde los 10.246 millones de pesos del año 2014 a los 14.485 millones de pesos del año 2015.

## Estado de Resultados

El siguiente cuadro incorpora información tomada de los Estados de Resultados Consolidados de la compañía. Los datos se han descargado de los Comunicados de Resultados (“Press Releases”) publicados por la Sociedad con acumulado de doce meses al 31 de Diciembre de cada año. La información se obtiene a través de la web de la Comisión Nacional de Valores y/o la web de la compañía.<sup>5</sup>

Los ingresos financieros han crecido en forma sostenida durante los últimos 5 años. El último año, han logrado un incremento del 30,13% desde los 19.860 millones de pesos del año 2014 a los 25.844 millones de pesos del año 2015.

Los egresos financieros, por su parte, han variado en un 29,85% el último año analizado, pasando de 10.321 millones de pesos (año 2014) a 13.402 millones de pesos (año 2015).

El resultado por actividades de seguros ha mostrado un incremento en un 45,47% el año 2015 y los gastos de administración se han incrementado un 39,95% en el mismo año.

Finalmente, el resultado neto fue de 1.336 millones de pesos en el año 2012, 20% mayor al año 2011; de 1.824 millones de pesos en el año 2013, 36% mayor que su año anterior. Para el año 2014 fue de 3.338 millones de pesos, 83% mayor que en el año 2013 y de 4.338 millones de pesos para el año 2015, 30% mayor que su año inmediato anterior.

## Flujo de Fondos Operativos

Por medio de la web de la Comisión Nacional de Valores es posible descargar el siguiente cuadro. En él se muestra el Estado de Resultados Consolidado de Grupo Financiero Galicia S.A. al 31 de Diciembre de 2015 (acumulado de doce meses, valores expresados en miles de pesos) y su

---

<sup>5</sup> <http://www.cnv.gob.ar> y <http://www.gfgsa.com/es>

comparativo con el cierre de ejercicio realizado el 31 de Diciembre de 2014 (acumulado de doce meses, valores expresados en miles de pesos), dicha información amplía el cuadro resumido incluido en el título anterior y es utilizado como base para el cálculo de los valores futuros a proyectar.

Los distintos rubros que participan en el cálculo del Resultado de Ejercicio son detallados a través del cuadro siguiente, necesarios para identificar los rubros secundarios que participan en cada rubro principal.

Para completar la metodología de valuación por Flujos de Fondos Operativos Libres se utilizan los valores que informa la Sociedad en los respectivos cuadros contables.

	Notas	31.12.15	31.12.14
<b>Ingresos financieros</b>		<b>25.844.168</b>	<b>19.860.096</b>
Intereses por disponibilidades		-	4
Intereses por préstamos al sector financiero		85.681	163.678
Intereses por adelantos		1.870.336	1.570.043
Intereses por documentos		5.031.904	3.758.362
Intereses por préstamos hipotecarios		367.566	321.139
Intereses por préstamos prendarios		87.808	83.590
Intereses por préstamos de tarjetas de crédito		9.257.193	6.567.266
Intereses por arrendamientos financieros		225.819	217.218
Intereses por otros préstamos		3.299.417	3.449.740
Resultado neto de títulos públicos y privados		4.323.266	2.448.362
Resultado neto por opciones		91.60	
		5	-
Intereses por otros créditos por intermediación financiera		99.314	170.870
Resultados por Préstamos Garantizados Decreto N° 1387/01		3.64	3.78
		3	0
Ajuste por cláusula C.E.R.		4.34	1.40
		1	0
Diferencia de cotización de oro y moneda extranjera		-	12.65
		-	1
Otros		1.096.275	1.091.993
<b>Egresos financieros</b>		<b>13.402.332</b>	<b>10.320.678</b>
Intereses por depósitos en cajas de ahorros		3.18	2.02
		2	8
Intereses por depósitos a plazo fijo		8.507.743	6.493.769
Intereses por préstamos interfinancieros recibidos (call recibidos)		40.98	20.50
		2	4
Intereses por otras financiaciones de entidades financieras		86.16	128.02
		9	5
Intereses por otras obligaciones por intermediación financiera		1.825.749	1.516.997
Intereses por obligaciones negociables subordinadas		373.99	310.05
		8	6
Otros intereses		182.64	81.18
		0	6
Ajustes por cláusula C.E.R.		2	3
		82	77
Aportes al fondo de garantías de los depósitos		497.25	151.45
		8	0
Diferencia de cotización de oro y moneda extranjera		187.83	
		6	-
Otros		1.696.493	1.616.286
<b>Margen bruto de intermediación financiera</b>		<b>12.441.836</b>	<b>9.539.418</b>
<b>Cargo por incobrabilidad</b>		<b>2.214.240</b>	<b>2.411.250</b>
<b>Ingresos por servicios</b>		<b>11.471.296</b>	<b>8.305.632</b>
Vinculados con operaciones activas		2.232.198	1.674.174
Vinculados con operaciones pasivas		1.834.293	1.249.613
Otras comisiones		398.332	238.183
Otros	24	7.006.473	5.143.662
<b>Egresos por servicios</b>		<b>3.633.898</b>	<b>2.607.284</b>
Comisiones		1.487.054	1.231.912
Otros	24	2.146.844	1.375.372

	Notas	31.12.15	31.12.14
<b>Gastos de administración</b>		<b>12.904.702</b>	<b>9.221.356</b>
Gastos en personal		7.086.485	5.199.661
Honorarios a directores y síndicos		111.211	85.201
Otros honorarios		396.090	236.527
Propaganda y publicidad		544.603	413.927
Impuestos		1.218.962	850.772
Depreciación de bienes de uso	11	218.611	172.582
Amortización de gastos de organización	13	635.442	332.197
Otros gastos operativos		1.529.353	1.143.316
Otros		1.163.945	787.173
<b>Resultado neto por intermediación financiera</b>		<b>5.160.292</b>	<b>3.605.160</b>
<b>Resultado por actividades de seguros</b>	25	<b>1.801.404</b>	<b>1.238.029</b>
<b>Resultado por participación de terceros</b>		<b>(364.558)</b>	<b>(229.910)</b>
<b>Utilidades diversas</b>		<b>1.203.592</b>	<b>1.095.450</b>
Resultado por participaciones permanentes		100.126	213.380
Intereses punitorios		328.882	306.723
Créditos recuperados y provisiones desafectadas		319.297	297.327
Otras	24	455.287	278.020
<b>Pérdidas diversas</b>		<b>660.909</b>	<b>378.667</b>
Intereses punitorios y cargos a favor del B.C.R.A.		398	64
Cargo por incobrabilidad de créditos diversos y por otras provisiones		448.659	209.958
Ajuste por cláusula C.E.R.		-	1
Amortización de diferencias por resoluciones judiciales		4.308	4.803
Depreciación y pérdidas por bienes diversos	12	3.433	987
Amortización de llave de negocio	13	9.674	7.767
Otras	24	194.437	155.087
<b>Resultado antes del impuesto a las ganancias</b>		<b>7.139.821</b>	<b>5.330.062</b>
<b>Impuesto a las ganancias</b>	1.14	<b>2.801.424</b>	<b>1.992.272</b>
<b>Resultado del ejercicio</b>	27	<b>4.338.397</b>	<b>3.337.790</b>

# Capítulo II

En este capítulo se explica la teoría para la valuación de empresas a través del enfoque de beneficios futuros, los aspectos a tener en cuenta y aquellos criterios necesarios para el cálculo de las distintas variables que se estiman. El objetivo es comprender la metodología para el armado de una valuación.

## Teoría de la Valuación de las empresas<sup>6</sup>

### Enfoque de Valuación basado en Beneficios Futuros

La presente metodología se basa en el descuento del flujo de fondos futuros generados por las operaciones de la Compañía (“DCF”, de su sigla en inglés, Discounted Cash Flow).

Incorpora proyecciones financieras de mediano plazo en base a una visión estratégica de crecimiento más un valor terminal, descontados (actualizados) a una tasa de descuento.

En resumen, el método resulta la medida más relevante de valor de una compañía, ya que considera características propias de la firma, sus perspectivas futuras y el entorno en el que opera.

### Condiciones generales del método “Beneficios Descontados”

A nivel metodológico, el método de descuento de flujo de fondos, es aceptado internacionalmente para estimar el valor de una empresa indicando que esta depende esencialmente de su capacidad de generación de beneficios a futuro. Tal corriente de beneficios esperados debe ser descontada a valor presente (o valor actual) a una tasa de descuento apropiada, es decir aquella que refleje adecuadamente el valor tiempo del dinero y el riesgo asociado a la inversión.

El método “beneficios descontados” apunta a la obtención de indicadores del valor de una empresa a través de la conversión en valor de los beneficios que se espera sean generados a futuro. El enfoque de la valuación se basa en la aplicación de métodos de capitalización de beneficios o descuento de beneficios esperados, representados por un modelo bajo diferentes formas de ganancias, dividendos o flujos de fondos, estimados teniendo en consideración el rendimiento histórico, la estructura de capital, las perspectivas futuras de la empresa y de la industria donde se desarrolla, de factores económicos relevantes, y utilizando supuestos que contemplen un crecimiento apropiado de beneficios, valor tiempo del dinero, retorno esperado por inversiones y el riesgo.

Para el armado de una valuación con dicho método se deben elaborar proyecciones sobre el desempeño del negocio futuro.

---

<sup>6</sup> “Principios de Finanzas Corporativas” (Novena Edición). Brealey, Myers y Allen. Año 2010. Capítulo 5 “Valuación de Acciones Ordinarias”.

## Determinación del Flujo de Fondos Libre<sup>7</sup>

La representación del “beneficio económico” de la Sociedad está dado por el Flujo de Fondos Libre o Flujo de Fondos Operativo Libre (“FFOL” o bajo su sigla en inglés, “OFCF”, Operating Free Cash Flow).

Por la generación de fondos de una empresa, sin considerar actividades discontinuadas o resultados extraordinarios, a través de su resultado operativo después del impuesto a las ganancias, antes de los intereses, amortizaciones de bienes de uso e intangibles, después de las inversiones y teniendo en cuenta la variación del capital de trabajo se puede llegar a la estimación de los Flujos Operativos Libres.

## Formato de Valuación<sup>8</sup>

Por lo general, el valor de un negocio se calcula como el valor descontado del flujo de efectivo libre (“FEL”) hasta un horizonte de valuación (H), más el valor proyectado del negocio en ese horizonte, descontado todo bajo una cierta tasa y llevado a valor presente.

Por supuesto, el negocio en cadenas funciona aún después del límite temporal (H), aunque no resulta práctico pronosticar el flujo de efectivo libre año a año hasta el infinito. Por lo tanto,  $VP_h$  refiere al flujo de efectivo libre en los períodos  $H + 1$ ,  $H + 2$ , etcétera.

El Flujo de Efectivo Libre es el efectivo que una empresa paga a los inversionistas después de financiar todas las inversiones necesarias para su crecimiento. Pueden ser, en el futuro, positivos o negativos y se relacionan con su crecimiento año a año, con las suposiciones relacionadas con el capital por acción, con el rendimiento por acción, con las estimaciones de activos, entre otros. Cada flujo de fondos se descuenta año a año en búsqueda de la valuación presente de la compañía analizada.

Es posible estimar los valores que tomaran cada flujo de efectivo libre proyectando los valores futuros de la Sociedad.

---

7 “Principios de Finanzas Corporativas” (Novena Edición). Brealey, Myers y Allen. Año 2010. Capítulo 5.5 “Valuación de una empresa mediante flujo de efectivo descontado”. Página 102.

8 “Principios de Finanzas Corporativas” (Novena Edición). Brealey, Myers y Allen. Año 2010. Capítulo 5.5 “Valuación de una empresa mediante flujo de efectivo descontado”. Página 103 y 104.

## Estimación del Valor Terminal

Para calcular el “Valor Terminal” existen varias reglas prácticas y el libro “Principio de Finanzas Corporativas” desarrolla el concepto.

En principio, el valor terminal no se establece con base en el primer año de crecimiento estable, sino al estimar cuando es probable que la industria alcance el equilibrio competitivo, los autores del libro arriba mencionado plantean el siguiente ejemplo para comprender el concepto:

*En contacto con un administrador de operaciones entendido en el negocio y valuaciones se le hace el siguiente planteo:*

*“Tarde o temprano, llegará el momento en que la compañía y los competidores estén a la par en cuanto a nuevas inversiones importantes. Es probable que de todos modos se gane rendimientos elevados en su negocio principal, pero se comprobará que al introducir productos nuevos o aumentar las ventas de los productos del catálogo, desencadenará una intensa resistencia de competidores tan inteligentes y eficientes como la compañía analizada. Se busca encontrar una evaluación realista de ese momento.”<sup>9</sup>*

Dicho ejemplo plantea el momento en que el negocio de la compañía evaluada tiene una maduración y especialización similar a la de sus competidores. Por este motivo, se tiene un crecimiento pero no se desprende de la evolución que tenga la competencia. Por lo tanto, se supone que el crecimiento tiende hacia la estabilidad.

En consecuencia, ese momento corresponde al horizonte después del cual el VPOC (el valor presente de las oportunidades de crecimiento subsecuentes) es igual a cero. Siguiendo la misma línea, el VPOC es positivo sólo cuando se anticipa que las inversiones producirán en el futuro rendimientos mayores que el costo de capital y cuando la competencia lo alcance, esfumará esas perspectivas.

Como el valor presente de cualquier período es igual a las utilidades que generará en el período siguiente más el VPOC,

Al considerar un Valor presente de las oportunidades de crecimiento subsecuentes igual a cero se puede indicar que el VP del período H es,

---

<sup>9</sup> “Principios de Finanzas Corporativas” (Novena Edición). Brealey, Myers y Allen. Año 2010. Capítulo 5.5 “Valuación de una empresa mediante flujo de efectivo descontado”. Página 104.

En resumen, bajo este criterio, el VPOC tiende a cero o es igual a cero. Se calcula el valor del momento H como la división entre la utilidad futura en H + 1 y la tasa “r” aplicada a la operación. Para completar el cálculo de Valor Presente de una compañía se debe traer dicho valor del momento H hasta el presente dividiéndolo por (1 + r) elevado a la cantidad de períodos que deben transcurrir hasta que la competencia alcance a la compañía evaluada (momento de valuación de Valor Terminal).

Entonces, por ejemplo, de alcanzar un equilibrio con la competencia en el momento nueve (es decir, nueve años proyectados desde el momento considerado como cero), se toma el momento ocho como referencia para el cálculo. Las utilidades del momento nueve forman el numerador, la tasa “r” el denominador y la división por (1+r) elevado a la octava el término que actualiza el valor llevándolo al momento considerado como cero.

Este método a diferencia de otros invita a ser consciente de que, tarde o temprano, la competencia alcanza a la compañía.

El Valor Presente del Valor terminal más el Valor Presente del Flujo de Fondos Libre otorga el Valor de la Compañía en el momento de valuación.

## Costo Promedio Ponderado del Capital

El costo promedio de capital o WACC (del inglés, Weighted Average Cost of Capital) es la tasa de descuento relevante a aplicar para expresar a valor presente de cada flujo de fondos futuros proyectados. Esta debe reflejar el costo de oportunidad de cada una de las fuentes de financiamiento, ponderando a cada una de ellas por su contribución relativa al capital total de la firma.

El WACC se expresa como la suma entre el “Costo de Capital” y el “Costo de la Deuda” (después de impuestos).

La presente igualdad indica que el Capital (Equity) más la Deuda (Debt), bajo la teoría explicada de Flujo de Fondos Descontados, puede hallarse como la sumatoria de los Flujos Comunes de Fondos (período a período analizado) a una tasa específica. Por ende, si el valor de la Compañía se refiere al Activo de la misma y el Activo es Capital + Deuda, puede ser igualado al valor presente del Flujo de Fondos Futuros de la Sociedad.

Donde WACC es igual a la siguiente expresión:

Donde,

- D = Valor de Mercado de la Deuda
- E = Valor de Mercado de las Acciones
- Kd = Costo de la Deuda antes de impuestos
- T = Tasa Impositiva
- Ke = Rentabilidad exigida a las acciones, que refleja el riesgo de las mismas.

Seguidamente, para calcular el Ke (Tasa de Costo de Capital) se procede mediante la siguiente fórmula:

Donde,

- Ke = Rentabilidad exigida a la acción
- Rf = Tasa Libre de Riesgo
- $\beta_i$  = Beta de la acción (riesgo sistémico)
- Rm = Tasa de Rentabilidad de Mercado
- $(R_m - R_f)$  = Prima de Riesgo del Mercado

La Tasa de Costo de Capital de la Compañía es el retorno total esperado por sus accionistas (bajo la forma de dividendos y apreciación del capital). Existen métodos alternativos para su cálculo aunque el más usualmente utilizado para estimar las expectativas de retorno sobre el capital propio es el denominado Capital Asset Pricing Model (de su sigla en inglés, "CAPM").

Cabe destacar que el método toma en cuenta la tasa libre de riesgo, el premio del mercado accionario sobre la tasa libre de riesgo y la sensibilidad del activo al riesgo diversificable y no-diversificable (conocido también como riesgo de mercado o riesgo sistémico y representado por el símbolo  $\beta$ ).

Es importante mencionar que el  $\beta$  (riesgo sistémico) puede definirse como la variable que mide la diferencia de rentabilidad de una acción (acción de Grupo Financiero Galicia S.A. - símbolo GGAL) respecto a su índice de referencia (Nasdaq GIDS - símbolo ^IXIC). La web de Yahoo! Finance<sup>10</sup>. proporciona información y acceso para descarga de series de datos de ambas especies.

---

10 <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=%5EIXIC+Historical+Prices>

Por ejemplo, si GGAL tiene un Beta de 1,1 respecto al ^IXIC significará que GGAL se mueve un 10% más de lo que lo hace el ^IXIC. Es decir, si el ^IXIC sube un 10%, GGAL subirá un 11% (10% más que el índice), y si el ^IXIC baja un 10%, GGAL bajará un 11%.

Resulta necesario destacar que el Beta depende del período de tiempo que se utilice para calcularlo. Un mismo valor puede tener muchos Betas ya que el resultante de hacer el cálculo con los datos de los últimos 3 meses generalmente difiere al de utilizar los últimos 6 meses, 1 año, 5 años, etc. El presente análisis se efectúa calculando en referencia a ruedas bursátiles de los últimos 5 años (en promedio 252 ruedas por año) para evitar la influencia de la volatilidad de mercado cercanas medida en tiempo.

Por lo tanto, el Beta es el pasado, el comportamiento de la acción en el pasado no necesariamente debe ser igual a su comportamiento en el futuro.<sup>11</sup>

Con la intención de analizar matemáticamente el cálculo del Beta de un activo financiero se adjunta a continuación el cociente entre la covarianza de la rentabilidad del activo financiero y la cartera de referencia (o índice de referencia) y la varianza de la rentabilidad de ésta última cartera (o índice).

Donde<sup>12</sup>,

- $\beta_i$  = Beta
- $r_i$  = Rentabilidad del activo financiero (GGAL).
- $r_m$  = Rentabilidad del índice de referencia (^IXIC).
- $\sigma_m^2$  = Varianza de la rentabilidad del índice de referencia (^IXIC).

Por lo tanto, una vez obtenido el valor de Beta es aplicado a la fórmula indicada anteriormente para calcular la Tasa de Costo de Capital.

El método CAPM ("Capital Asset Pricing Model") fue originalmente pensado para la determinación del costo de capital de empresas insertadas en el mercado de capitales de los EE.UU. Adicionalmente, el mercado argentino presenta imperfecciones ya que es difícil considerar en éste

---

11 [http://www.invertiren bolsa.info/articulo\\_beta\\_definicion\\_utilidad.htm](http://www.invertiren bolsa.info/articulo_beta_definicion_utilidad.htm)

12 <http://www.expansion.com/diccionario-economico/beta-de-un-activo-financiero.html>

un instrumento financiero local libre de riesgo debido a los incumplimientos de pago de emisiones de deuda.

La falta de estadísticas confiables que sirvan de base para determinar el premio del mercado accionario local sobre un instrumento libre de riesgo habilita a utilizar las referencias en base al mercado estadounidense (EE.UU.), ya que el Grupo Galicia posee cotización en ambos mercados bursátiles (Argentino y Estadounidense).

Para finalizar y calcular la Tasa de Costo de la Deuda se toma como referencia la tasa a la que el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires ha tomado deuda en dólares. Dicha tasa a la que se ha colocado ese bono nos permite tener una referencia del costo (expresado en tasa) que la compañía posee como referencia para obtener financiamiento.

# Capítulo III

Este último capítulo combina la información de la Compañía analizada en el Capítulo I y la teoría de Valuación de Empresas explicada en el Capítulo II. Su objetivo es facilitar la demostración de cálculo de los valores estimados y correspondientes al Valor del Capital Accionario de Grupo Financiero Galicia S.A.

## Cálculo de la Tasa de Costo de Capital y la Tasa de Deuda<sup>13</sup>

Para el cálculo de la Tasa de Costo Capital se procede a descargar de la web de Yahoo Finance! las series históricas del índice donde cotiza la acción de Grupo Financiero Galicia y de la acción de la compañía. Los símbolos correspondientes son ^IXIC (Nasdaq GIDS) y GGAL (Grupo Financiero Galicia S.A.).<sup>14</sup>

Para comenzar, se incorpora en una hoja de Excel las series del 1 de enero de 2011 al 31 de diciembre de 2015 con las cotizaciones diarias en dólares; como paso siguiente, se calcula de las variaciones porcentuales diarias a través de la diferencia del precio del día siguiente y el día anterior, a cuyo resultado se lo divide por el valor del día anterior. Es decir,

Luego, estos valores diarios se utilizan para calcular la Varianza del Mercado (índice ^IXIC) y la Covarianza de GGAL respecto al Mercado donde cotiza, ya que Beta se calcula como la división entre la Cov(GGAL, ^IXIC) y la Var(^IXIC).<sup>15</sup>

La Varianza calculada de los rendimientos diarios del Nasdaq GIDS desde 01/01/2011 al 31/12/2015 es de 0,00011849 y la Covarianza entre GGAL y Nasdaq GIDS es de 0,000135287. Por lo tanto, la división entre ambos valores otorga el siguiente resultado de 1,141799195, que representa el Beta del ADR del Grupo Galicia.

Una vez calculado Beta (GGAL), se debe calcular la rentabilidad del Mercado (Nasdaq GIDS), el rendimiento de un Bono del Tesoro de Estados Unidos a 10 años (instrumento financiero considerado libre de riesgo) y una Prima de Riesgo adicional asociada al Riesgo País (Argentina) debido a que la compañía valuada es de origen argentino.

Primero, para calcular la rentabilidad del Mercado donde cotiza el Grupo Galicia se procede a calcular el promedio de rendimientos de la serie descargada (del 01/01/2011 al 31/12/2015) y luego se lo anualiza multiplicándolo por 252, número que corresponde a las cantidad de ruedas bursátiles anuales. Como resultado se obtiene 14,23% de rentabilidad de Mercado anualizada.

---

13 Cálculos adjunto en Anexo I al final del trabajo.

14 La descarga de datos se realiza desde la web de Yahoo Finance!, símbolos ^IXIC, el cual corresponde al índice donde se encuentra incluida la acción del Grupo Galicia (en forma de ADR ya que refiere a un mercado bursátil del exterior) y del símbolo GGAL (ADR equivalente a 10 acciones).

15 Fórmula explicada en el Capítulo II, título "Costo Promedio Ponderado de Capital".

Segundo, se verifica, a la fecha de la estimación, cual es el rendimiento de un bono libre de riesgo. Para ello, se selecciona el rendimiento de un Bono del Tesoro de EEUU a 10 años, información descargada de la web de Bloomberg<sup>16</sup>.

En consecuencia, se obtiene que un Bono del Tesoro de EEUU al 26/05/2016 tiene un rendimiento de 1,83% de tasa.

Tercero, la Prima de Riesgo por país de origen de la compañía a la misma fecha indicada se obtiene a través del indicador elaborado por JP Morgan<sup>17</sup> y se descarga de la web de *Ámbito Financiero*<sup>18</sup>, información que se adjunta a continuación.

Se observa que los puntos básicos correspondientes a la Prima de Riesgo por inversión, en instrumentos financieros de Argentina, son 529 y equivalente a 5,29%.

Por último, se calcula el valor de la Tasa de Costo de Capital ( $K_e$ ) de la siguiente manera:

Por otro lado, para estimar la Tasa de Costo de la deuda se toma como referencia la tasa a la que el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires ha tomado deuda en dólares el día 24 de mayo de 2016. Dicha tasa de rendimiento equivale a 7,625% en dólares.<sup>19</sup>

La elección de la tasa se efectúa considerando que en el mercado, una inversión de renta fija de títulos en dólares emitidos desde Argentina, rinde en referencia a ese valor y se considera que coincide con la que debe pagar la compañía para emitir deuda en la misma moneda y en el mismo mercado.

Finalmente para el cálculo del valor del WACC se estima, para los años a proyectar, la composición del Activo indicando que porcentaje corresponde al Pasivo (deuda) y que porcentaje al Patrimonio Neto. y sobre esos valores se ponderan las tasas estimadas y calculadas anteriormente.

---

16 <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>

17 *J.P. Morgan Chase (banco estadounidense especializado en inversiones) calcula el EMBI (Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) con base en el comportamiento (rendimiento) de la deuda externa emitida por cada país. La diferencia en puntos básicos entre el rendimiento de la deuda emitida por cada país y el rendimiento de la deuda de EEUU genera el riesgo país por invertir en otro país distinto.*

18 <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/>

19 Noticia tomada de la web de Clarín el día 25/05/2016 - [http://www.ieco.clarin.com/economia/gobierno-porteno-coloco-US-millones\\_0\\_1582641882.html](http://www.ieco.clarin.com/economia/gobierno-porteno-coloco-US-millones_0_1582641882.html). Se adjunta en Anexo I.

Observando el último Balance Consolidado Anual correspondiente al año 2015, se verifica un Activo Consolidado de \$ 162.408 (expresado en millones de pesos), un Pasivo Consolidado de \$ 147.923 (expresado en millones de pesos) y un Patrimonio Neto de \$ 14.485 (expresado en millones de pesos).

Por lo tanto, el 91,08% del Activo está formado por Pasivo (Deuda) y el restante 8,92% restante está formado por Patrimonio Neto (Equity).

Se supone estabilidad en la conformación del Activo y se procede a calcular las tasas equivalentes por las respectivas ponderaciones. Por ende, se estima el WACC como la suma entre el 91,08% ( $\$ 147.923 / \$ 162.408$ ) de la Tasa de Costo de Deuda (7,625%) que equivale a 6,945% y el 8,92% ( $\$ 14.485 / \$ 162.408$ ) de la Tasa de Costo de Capital (21,273%) que equivale a 1,898%. Se alcanza como resultado final 8,842%.<sup>20</sup>

Cabe aclarar que los valores expuestos para la Tasa de Costo de Capital (Ke), la Tasa de Costo de Deuda (Kd) y la del Costo Promedio de Capital (WACC) se han redondeado a tres decimales.

Para resumir, la tasa de actualización del Flujo de Fondos es la Tasa de Costo de Capital (WACC) estimada de **8,842%**.

## Valor por Método de Discounted Cash Flow (Descuento de Flujo de Fondos)

Para comenzar, basado en los cuadros de Situación Patrimonial y Estados de Resultados de los años 2011 a 2015, como referencia de la historia más reciente de la compañía, se procede a proyectar los valores correspondientes a los distintos conceptos que se utilizan para estimar los distintos Flujos de Fondos Operativos.

De esta manera, para calcular los Flujos de Fondos Operativos Libres (FFOL) se suma al Resultado de Ejercicio antes de Impuestos las Amortizaciones y Depreciaciones y se restan los conceptos referidos a Inversiones en Capital de Trabajo e Inversiones en Otros Activos. Luego, se resta lo correspondiente a Impuesto a las Ganancias. Por último, se obtiene el Flujo resultante que corresponde a la cantidad de dinero que la Compañía tiene disponibilidad de devolver a los Accionistas e Inversionistas.

---

<sup>20</sup> El valor calculado se detalla en el Anexo I al final del presente trabajo.

A continuación se adjunta un cuadro que grafica el cálculo explicado:

Dicha metodología se aplica para realizar las estimaciones de los Fondos proyectados para años posteriores y adjunto en el Anexo II al final del presente trabajo se detallan los correspondientes cálculos y supuestos.

Para resumir, la información observada en el cuadro de Estado de Resultados Consolidado expuesto en el capítulo I se utiliza como base para el siguiente cuadro elaborado en Excel. Además, se agregan las columnas correspondientes a los años 2016 a 2019 con una letra “p” haciendo referencia a su condición de proyectados.

Como se observa, el cuadro sigue la referencia de metodología de cálculo de Flujo de Fondos Operativos, se agrega la información real publicada por la Compañía para los años 2014 y 2015 como referencia y escenario base para la proyección de valores.

En las líneas Ingresos y Egresos se suman los diferentes conceptos incluidos con esas mismas condiciones informados en el Cuadro de Estado de Resultados. Por ejemplo, en Ingresos de 2014 se suman Ingresos Financieros por \$ 19.860.096, Ingresos por Servicios por \$ 8.305.632, Resultado por Actividad de Seguros por \$ 1.238.029, Utilidades Diversas por 1.095.450 y se obtienen los \$ 30.499.207 (todas estas cifras expresadas en miles de pesos).

De la misma manera, los valores correspondientes a Amortizaciones y Depreciaciones se conforman del mismo cuadro de Estado de Resultado Consolidado sumando los conceptos referidos a Depreciación de Bienes de Uso, Amortización de Gastos de Organización, Amortización de diferencias por resoluciones judiciales, Depreciación y pérdidas por bienes diversos y Amortización de llave de negocio.

Por último y debido a que la compañía no informa el Flujo de Fondos Operativos no se agrega información al respecto para los años 2014 y 2015.

## **Estimación de Valores para años Proyectados**

Para empezar, se propone un principal supuesto para los Resultados de Ejercicio de la Compañía contemplando que los mismos sigan un comportamiento similar a la Inflación anual estimada para los años posteriores. De esa manera, el Grupo Galicia obtendría un resultado que no se ubicaría por debajo de los valores de la economía real. Es por ello, que se estima la inflación anualizada para los años posteriores siguiendo la línea de las noticias periodísticas y comentarios de analistas consultados a los fines del presente trabajo, ya que a la fecha de armado del mismo el Instituto

Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC) no se encuentra operativo y presenta críticas a los índices elaborados los últimos meses anteriores a Diciembre 2015 (información que también menciona la Compañía en su capítulo respecto a la Economía y la Situación Financiera Argentina en su Memoria correspondiente al año 2015).

Se exponen entonces, en referencia al principal supuesto, los valores proyectados de Inflación anualizada:

Del cuadro incluido se extracta que la inflación correspondiente al año 2016 sigue en niveles altos por el impacto de cambios implementados por el Gobierno Nacional actual (cambios en tarifas de servicios, modificación de políticas de tipo de cambio Peso/Dólar, entre otros). Para los años siguientes se estima un descenso de aproximadamente 9 puntos básicos por reducción de la actividad económica y recesión. Y, para los años 2018 y 2019 se pronostica una mejora en los índices llegando a una inflación de cerca de 1,2 a 1,5 puntos mensuales. Cabe aclarar que estos pronósticos siguen una referencia en base a lo que el Gobierno Nacional actual fija como política económica.

Como paso siguiente se proyectan los resultados de ejercicio anuales de la compañía y se le calcula el Impuesto a las Ganancias aplicable de 38,3%, la cual es la alícuota aplicada que surge de hacer un promedio de lo pagado en los años 2014 y 2015.

Por otro lado, para las proyecciones de composición de Ingresos y Egresos que conforman un Resultado de ejercicio antes de Impuestos se elabora un ratio para mantener una proporcionalidad y se observa que en promedio el valor de Ingresos es 22% mayor que el valor de Egresos. Por lo que, con el objetivo de mantener una relación con las perspectivas presentadas por la Compañía respecto a los Egresos (principalmente Gastos de Administración) y su interés por disminuirlos se proyecta una variación en este ratio aumentando la relación Ingreso/Egreso para mostrar una mejora en lo que el Grupo Galicia hace foco, por consiguiente se eleva de 22% a 25% (1 punto año a año). Por lo cual, para 2019p la relación es de 25% y significa que el valor a obtener de Ingresos es 25% mayor que los Egresos.

En otro orden, se buscan los valores correspondientes a las Depreciaciones y Amortizaciones; para las Inversiones en Capital de Trabajo y para las Inversiones en Otros Activos.

Las Amortizaciones y Depreciaciones se explican ampliamente en el Anexo II. Se estiman en base a que los Bienes destinados a ser amortizados corresponden al 3,5% del Activo aproximadamente. Los montos de amortizaciones y depreciaciones para el año 2014 y el año 2015 rondan en promedio el 16% de su valor. Por lo tanto, se estima el Activo Consolidado para los años siguientes y se le calcula el 3,5% a ese valor para obtener los Bienes sobre los cuales hacer amortizaciones y depreciaciones y luego se busca el 16% de dicho valor para sumarlo a los Resultados de Ejercicios.

Por el lado de las Inversiones en Capital de Trabajo y Otros Activos, al no disponer de información para los años analizados se estima un comportamiento constante para los años proyectados y se

considera que la Compañía destinará de los Fondos obtenidos (Resultado antes de Impuestos más Amortizaciones y Depreciaciones) el 15% para Inversiones en Capital de Trabajo y 5% para Inversiones en Otros Activos.

Para finalizar, se suma al Resultado de Ejercicio anual antes de impuestos las Amortizaciones y Depreciaciones y luego se resta el Impuesto a las Ganancias y las Inversiones en Capital de Trabajo y Otros Activos para lograr el Flujo de Fondos Operativos Libre.

## **Flujos de Fondos obtenidos en U\$\$**

Siguiendo la línea explicada al momento de estimación de Tasa de Actualización se decide convertir los Flujos de Fondos obtenidos anualmente de Pesos a Dólares. Por este motivo, se proyecta un tipo de cambio por conversión de moneda Peso a Dólar.

Cabe mencionar que los tipos de cambio de los años 2014 y 2015 corresponden a datos reales publicados por la Compañía en los respectivos Comunicados de Resultados presentados en los meses de Febrero de 2015 y 2016 correspondientes a los ejercicios finalizados el 31 de Diciembre de 2014 y 2015, respectivamente.

Para el año 2016, se toma la cotización del 27 de mayo de 2016 del Dólar Futuro negociado a través del ROFEX (mercado donde se operan derivados – futuros, entre ellos el precio del dólar y opciones – financieros y agrícolas) para Diciembre 2016.

Por último, para los años 2017, 2018 y 2019, y debido a que no se dispone de cotización a futuro de un derivado para esas fechas se proyecta una depreciación del peso de un 5% anual.

El siguiente cuadro muestra los Valores (en miles de pesos) para los años proyectados y su correspondiente valor en dólares (en miles) según el tipo de cambio estimado para el mismo año.

## **Estimación del Valor Terminal**

Se supone Flujos Constantes de U\$\$ 300.000 (en miles) y se lo divide por la Tasa aplicada a las estimaciones (8,842%) para obtener el Valor Terminal para el año 2019. Es decir, el valor que tendrá la Compañía a partir del último año proyectado.

Se calcula el valor terminal tomando referencia en la teoría explicada en el Capítulo II donde se demuestra que si a ese valor en el año 2019 se le aplicaría la tasa calculada se obtienen los U\$S 300.000.000 supuestos.

## Valor Presente de los Flujos de Fondos y del Valor Terminal

Para ir finalizando debemos llevar los valores futuros estimados al presente (momento de análisis) a través de, como se indica en la sección de “Teoría de Valuación de las Empresas” del Capítulo II, dividir los valores por uno más la tasa calculada y elevada al exponente que corresponda por la cantidad de años entre los períodos considerados.

Los resultados obtenidos son los siguientes:

|

La sumatoria de los Valores Presentes otorga el Valor Presente de la Compañía según el método de Flujo de Fondos Descontados con los supuestos utilizados,

|

Se multiplica el valor obtenido por mil para llegar al valor expresado en números enteros en dólares del Capital Accionario de la Compañía. Es decir, el capital accionario de Grupo Financiero Galicia S.A., según el método Descuento de Flujo de Fondos y siguiendo los supuestos incluidos y detallados tiene un valor de 3.602.090.960 (Tres mil seiscientos dos millones noventa mil novecientos sesenta dólares).

Es necesario recordar previamente que el capital accionario del Grupo Galicia se encuentra representado en el exterior por ADRs (de su sigla en inglés, American Depositary Receipt y corresponden a instrumentos financieros que cotizan en el exterior), con una relación de 1 a 10, lo cual significa que, 1 ADR equivale a 10 acciones. Por lo tanto, si el capital accionario del Grupo Galicia está constituido por 1.300.264.597 acciones representa en el exterior un total de 130.026.459,70 ADRs.

Se deduce que individualmente un ADR tiene un valor, según el cálculo realizado mediante el método “Descuento de Flujo de Fondos” de **U\$S 27,70** y surge de dividir U\$S 3.602.090.960 por 130.026.459,70 ADRs.



# Conclusión

El objetivo del presente trabajo es encontrar la relación existente entre la valuación del Grupo Galicia por medio del método de descuento de Flujo de Fondos Futuros y su capitalización bursátil.

Es por tal motivo que se han puesto en análisis las distintas variables que interactúan en el resultado de la Compañía con el fin de encontrar los Flujos Operativos Futuros que generan beneficios a los accionistas e inversionistas los años posteriores a la valuación.

Como resultado del análisis se ha conseguido un valor representativo para el ADRs (forma de cotización en el exterior equivalente a 10 acciones) del Grupo Galicia en U\$S 27,70 y un valor total de capital accionario en U\$S 3.602.090.960.

A modo comparativo, y con el objetivo de alcanzar la conclusión final del presente trabajo se ha graficado la evolución de Precios de Cierre de cada jornada del ADR del Grupo Galicia<sup>21</sup> correspondientes al período que transcurre desde el 1 de enero de 2016 al 8 de abril de 2016. Adicionalmente, se ha trazado una recta color azul en los U\$S 27,70.

Cabe destacar que se ha adicionado una llamada indicando la fecha de presentación del Balance Anual Consolidado del que es posible obtener la información necesaria para el armado de la valuación la Compañía.

Como conclusión se observa que el método utilizado y los supuestos aplicados pueden explicar el precio de la Compañía ya que cercano al momento de presentación de resultados (12/02/2016) los precios de referencia en el mercado tienden a un precio de equilibrio similar al calculado.

Por lo tanto y en consideración de la hipótesis planteada no podemos afirmar que el mercado sobrevalora el ADR de Grupo Financiero Galicia S.A. sino que el precio de mercado se comporta en torno al valor calculado por el método Descuento de Flujo de Fondos.

---

21 Valores descargados de <http://finance.yahoo.com/q/hp?s=GGAL+Historical+Prices>

# Bibliografía



- <http://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds/government-bonds/us>
  
- <http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/>
  
- [http://www.ieco.clarin.com/economia/gobierno-porteno-coloco-US-millones\\_0\\_1582641882.html](http://www.ieco.clarin.com/economia/gobierno-porteno-coloco-US-millones_0_1582641882.html)

# Anexo I

Para comenzar, se procede a la descarga de la serie histórica del índice de mercado Nasdaq GIDS (donde cotiza el ADR de Grupo Financiero Galicia) y del ADR de la Compañía (GGAL) para el período comprendido entre el 01/01/2011 y el 31/12/2015 (5 años) sobre los cuales se calculan los distintos valores a considerar para el armado de la Tasa de Costo de Capital y de Deuda.

Una vez descargadas las series indicadas en una planilla de Microsoft Excel se aplican las fórmulas PROMEDIO, VARP (varianza) y DESVEST.P (Desvío Estándar) a obtener los resultados demostrados en el cuadro anterior para ambas especies (GGAL e ^IXIC).

Para finalizar dividiendo la  $Cov(GGAL, ^IXIC)$  por  $Var(^IXIC)$  para encontrar el valor del Beta (GGAL) en 1,141799195.

Posteriormente, se calcula el promedio anualizado sobre los rendimientos diarios de Nasdaq GIDS (^IXIC). Para ello, se busca el promedio diario de la serie descargada y se multiplica el resultado obtenido por 252 ya que dicho valor representa la cantidad de días hábiles operables en promedio por año bursátil.

Por otro lado, a través de la web Bloomberg se verifica el rendimiento de un Bono del Tesoro de Estados Unidos (instrumento considerado libre de riesgo) a 10 años y se transcribe dicho valor de 1,83%. El cuadro a continuación muestra el detalle al que se hace referencia (fecha de consulta 26/05/2016):

Como paso siguiente, se calcula la diferencia en el rendimiento promedio anualizado del índice Nasdaq GIDS y el Bono considerado libre de riesgo y se obtiene 12,40% como Diferencia de Rentabilidad.

Por último, a través de la web de Ámbito Financiero se observa que la cantidad de puntos básicos para el Riesgo País elaborado por JP Morgan al 26 de mayo de 2016 (momento de consulta) equivale a 529 o 5,29%. A continuación, se adjunta el cuadro con dicha información.

Para finalizar, se aplica la fórmula de Tasa de Costo de Capital ( $K_e$ ) y se obtiene como resultado 21,27%.

Es importante mencionar que adicionalmente a la Tasa de Costo de Capital debe calcularse la Tasa de Costo de Deuda. Para ello, se realiza la estimación de esta tasa consultando una tasa de rendimiento de mercado equivalente a emisiones de deuda desde Argentina al exterior en moneda extranjera (Dólares estadounidenses). En consecuencia, se adjunta un extracto de la noticia consultada a tal fin publicada en Clarín.com, sección Economía el 25 de mayo de 2016.

Por lo tanto, la tasa de rendimiento elegida es 7,625%.

En conclusión, para realizar la estimación final, se debe ponderar cada tasa calculada por la composición de Capital y Deuda aplicable a la Sociedad analizada para calcular el Costo Promedio Ponderado de Capital (WACC).

En consecuencia, los valores a considerar para su cálculo están comprendidos por el 91,08% de la Tasa de Costo de Deuda (7,625%). Para ello se debe tener en cuenta previamente, que el 91,08% surge de dividir el Pasivo Consolidado del año 2015 (\$ 147.923) por el Activo Consolidado del año 2015 (\$ 162.408). Por ende, se obtiene una Tasa de Costo de Deuda ponderada de 6,945%.

Del mismo modo, se considera el 8,92% de la Tasa de Costo de Capital (21,273%). Se contempla, previamente, que el 8,92% surge de dividir el Patrimonio Neto Consolidado del año 2015 (\$ 14.485) por el Activo Consolidado del año 2015 (\$ 162.408). Por lo tanto, se obtiene una Tasa de Costo de Capital ponderada de 1,898%.

En resumen, la suma de ambas tasas ponderadas otorga una tasa WACC de 8,842%.

# Anexo II

En primer lugar, para el armado del presente Anexo se parte de la información obtenida de los Estados Contables Anuales Consolidados de los años 2014 y 2015 para luego proyectar los años 2016 a 2019 con el fin de facilitar el armado de los cálculos que son aplicables para la metodología de Descuento de Flujo de Fondos Futuros.

Cabe aclarar previamente que se identifica a la izquierda del cuadro un número de orden que referencia los datos correspondientes al concepto analizado y proyectado:

1. *Se incrementa porque los Egresos comienzan a disminuir debido a que la Compañía tiene como expectativa bajar los Gastos Administrativos (referencia en texto de Memoria 2015).*
2. *Se obtiene dividiendo el Resultado antes de impuestos por la proporción (Relación entre Ingreso y Egreso). Supongo que los Ingresos son mayores a los Egresos en un cierto porcentaje, por lo tanto, al dividir el Resultado sobre dicho porcentaje obtengo el valor de los Egresos y por Diferencia tengo los Ingresos. Por ejemplo, Resultado antes de impuesto a las ganancias de 2016p (\$ 9.493.567) dividido por 22% es igual a \$ 43.152.577. Por lo tanto, Ingresos será un 22% más, resultando \$ 52.646.145.*
3. *Resultado del ejercicio los Impuestos a las Ganancias más Impuesto a las ganancias (38,3%).*
4. *Se obtiene de promediar las Tasas aplicadas a los años 2014 y 2015.*
5. *Se estima un porcentaje de inflación que disminuye año a año. Dichos valores tienen relación con los Resultados de la Compañía. El supuesto utilizado refiere a que los Resultados Anuales siguen una evolución similar a la Inflación.*
6. *Se estima que las Amortizaciones y Depreciaciones serán un 16% sobre la cantidad correspondiente a Bs a Amortizar.*
  
7. *Se estima aplicar un 15% para Inversión en Capital de Trabajo sobre los Flujos Generados del Resultado después de Impuestos más las Amortizaciones.*
8. *Se estima aplicar un 5% para Inversión en Otros Activos sobre los Flujos Generados del Resultado después de Impuestos más las Amortizaciones.*
9. *Surge de Sumar al Resultado de Ejercicio (luego de impuestos), las Amortizaciones y Depreciaciones calculadas y restar las Inversiones en Capital de Trabajo y Otros Activos estimadas.*

Composición de la Situación Patrimonial de la Compañía:

10. *Supuesto: Calculado en base a los ingresos estimados, supongo que (2016) con el activo que tengo genera 26% de su valor como ingreso financiero.*
11. *Según composición (2014 y 2015) el 91% es Pasivo*
12. *Según composición (2014 y 2015) el 9% es Patrimonio Neto*

Con el fin de convertir los valores calculados se realiza la estimación de los tipos de cambios correspondientes a operaciones de conversión de Pesos a Dólares estadounidenses para los años proyectados:

13. *Para los años 2014 y 2015 se han obtenidos datos de los Press Releases publicados por la Compañía. Para el año 2016, el dato obtenido surge de la cotización al 27-05-2016 del Contrato de Dólar Futuro (ROFEX) para Diciembre 2016. Por el último, para el año 2017 a 2019, se proyecta una depreciación del peso de un 5% anual.*
14. Como paso siguiente, se toman los Flujos calculados en el punto 9 y se los divide por el tipo de cambio Peso/Dólar para obtener los mismos valores expresados en dólares para cada año proyectado.
15. Para finalizar, se calculan los valores presentes al momento de valuación dividiendo cada flujo de fondo por 1 (uno) más la tasa WACC (8,842%) elevado a la cantidad de períodos que transcurren entre el momento de valuación y el año analizado. Por ejemplo, para el año 2016p se toma el valor 299.183 y se lo divide por  $(1+0,0842)^1$ , como resultado se obtiene 274.878. Cabe aclarar que los números utilizados para el cálculo se contemplan con su totalidad de decimales ya que los valores se obtuvieron mediante fórmulas en una planilla de Excel y en los cuadros adjunto se muestran los valores, en su mayoría, sin la totalidad de decimales para facilitar su visualización.

16. *Con el fin de estimar el Valor Terminal supongo un Flujo de Fondos constantes a 300.000 U\$S (en miles) actualizado por una Tasa de 8,842%.*

En consecuencia, el valor de U\$S 300.000 (en miles) se lo divide por la Tasa aplicada a las estimaciones (8,842%) para obtener el Valor Terminal para el año 2019p. Es decir, se calcula el valor que tendrá la Compañía a partir del último año proyectado. Para ello, se toma referencia de la teoría explicada en el Capítulo II donde se demuestra que si a ese valor en el año 2019p se le aplicaría la tasa calculada se obtendrían los U\$S 300.000.000 supuestos como beneficio al año siguiente.

17. *Por lo tanto, el valor alcanzado es el resultado de la suma de los valores presentes del flujo de fondos de los años proyectados más el correspondiente al valor terminal de la compañía.*

Para el cálculo del Valor Presente de la Compañía por ADR se divide el Valor Presente calculado de 3.602.090.960 por la cantidad de ADRs que posee el Grupo Galicia (130.026.459,70). El resultado obtenido es U\$S 27,70 por ADRs.

Finalmente, a modo comparativo, se grafica la evolución de Precios de Cierre de cada jornada del ADR del Grupo Galicia correspondientes al período que transcurre desde el 1 de enero de 2016 al 8 de abril de 2016 y adicionalmente, se traza una recta color azul en los U\$S 27,70 (valor según método de Descuento de Flujo de Fondos).