



UNIVERSIDAD
NACIONAL
DE TUCUMÁN



FACULTAD DE
CIENCIAS ECONOMICAS
UNIVERSIDAD NACIONAL TUCUMAN

GRUPO FINANCIERO GALICIA. ANÁLISIS DE INVERSIÓN

Autor: Michel, Sergio

Director: Larguia, Marcela

2014

Trabajo de Seminario: Contador Público Nacional

PRÓLOGO

Este trabajo se realizó como trabajo final para la materia Seminario de la Facultad de Ciencias Económicas de la Universidad Nacional de Tucumán.

El objetivo del mismo es la búsqueda de herramientas que permitan elegir la mejor opción entre un abanico de oportunidades de inversión, siempre con el fin último de maximizar utilidades. Muchas veces se dice que en el mercado bursátil las situaciones las maneja el azar, pero a través de este trabajo se busca demostrar que con información correcta y un adecuado método de valuación se puede llegar a resultados relativamente precisos a la hora de elegir una alternativa.

A medida que avancemos, se irán develando las distintas maneras que tiene un inversor para valuar alternativas en las cuales depositar sus excedentes de efectivo, o en mejores posibilidades financieras de las que se encuentran inmersos.

Agradezco de manera especial la conducción del Profesor Sergio Michel, quien generosamente me brindó su colaboración para desarrollar el presente trabajo.

CAPITULO I

El Valor del Dinero en el Tiempo

Sumario: 1.- Introducción 2.- El Valor Actual 3.- El Valor Actual Neto 4.- Valuación de Flujos de Efectivo en Varios Periodos 5.- Valores Actuales y Tasas de Rentabilidad 6.- El Interés Compuesto y la Formula de Valor Actual 7.- Simplificación de las Formulas de Valor Actual

1.- Introducción

La definición de finanzas nos dice que es una rama de la economía y administración que estudia el flujo de dinero entre individuos, empresas o estados, la obtención y gestión, por parte de los mismos, de los fondos que necesita para cumplir sus objetivos y de los criterios con que dispone sus activos.

Desde aquí nos empezamos a dar cuenta de lo importante que son las finanzas para una empresa, sin ellas un ente económico no sabría a ciencia cierta en donde invertir sus dinero para que este le reditúe la mayor cantidad posible, monetaria mente hablando.

Es fundamental que los entes económicos estén enterados de los cambios que sufren los diversos mercados para tomar una buena decisión de inversión, ya que todo lo que pasa en el mundo afecta directa o indirectamente en los mercados de inversión; si se está alerta de los cambios se puede decidir oportunamente el momento de compra barato y vender caro, en el caso del mercado de capitales.

Entre otras cosas las finanzas también nos ayudan a conocer el valor de nuestro dinero, invertido o no, en un lapso de tiempo, esto podría resultar de ayuda para tomar las decisiones en cuanto a inversiones en los que intervienen intereses.

El principio básico de las finanzas es que *“un dólar hoy vale más que un dólar mañana”*¹, porque puedo invertirlo hoy para que empiece a generar intereses inmediatamente. Los administradores se refieren a esto como *“valor del dinero en el tiempo”*.

2.- El Valor Actual

Llamamos Valor Presente (VP) o Valor Actual (VA) a la cantidad de dinero que debemos prestar el día de hoy con el propósito de recibir \$1 en un plazo futuro. Este proceso que consiste en calcular el valor presente de un flujo de efectivo futuro, se conoce como Descuento.

Para obtener el valor presente de \$1 en un año, es necesario contar con una tasa de descuento que indique la rentabilidad esperada por el inversor a cambio del tiempo de espera. Podemos asimilar esa tasa con la tasa de rentabilidad ofrecida por alternativas de inversión comparables. Esta

¹ BREALEY, MYERS y ALLEN, Principios de Finanzas Corporativas, 9ª Ed. pág. 14

tasa de rentabilidad suele ser conocida como Tasa de Descuento o Costo de Oportunidad del Capital. Se llama costo de oportunidad porque representa la rentabilidad a la que se renuncia al invertir en determinado proyecto en lugar de otro.

Si expresamos el concepto del valor actual algebraicamente, obtendríamos que:

$$VA = C_1 \times \text{Factor de Descuento}$$

Donde:

C_1 es la cantidad que se espera cobrar en el periodo 1 (1 año a partir de ahora)

$$\text{Factor de Descuento} = \frac{1}{(1+r)}$$

Este factor de descuento se usa para calcular el valor actual de un flujo futuro de efectivo, es menor que 1 (de lo contrario un dólar hoy valdría menos que un dólar mañana) y se expresa como el inverso de 1 mas la tasa de rentabilidad; es decir, la recompensa que el inversor exige por el pago aplazado.

En el caso de periodos múltiples superiores a un año, la fórmula de valor actual puede escribirse como:

$$VA = \frac{C_1}{(1+r)}$$

Donde:

C_1 es el flujo de efectivo que se espera recibir en la fecha t y r es la tasa de descuento apropiada.

3.- El Valor Actual Neto

El Valor Actual Neto (VAN) es el valor presente de los flujos futuros de efectivo menos el valor presente del costo de inversión. Como dijimos anteriormente, los inversores racionales buscan maximizar su riqueza adquiriendo activos cuyo valor sea superior a su costo, es decir que para incrementar su riqueza las inversiones deben tener un VAN positivo.

De esta forma, podemos utilizar el Valor Actual como un criterio para tomar decisiones de inversión.

Al utilizar las fórmulas anteriores estamos suponiendo condiciones de perfecta certidumbre sobre los valores futuros de los flujos de efectivo.

Desafortunadamente ésta es una suposición irreal; podemos lograr la mejor aproximación o estimaciones, pero no cifras seguras, ya que la obtención o no de los flujos de efectivo estimados estará ligada al riesgo de la inversión.

A pesar de ello sigue siendo adecuado descontar el ingreso futuro estimado a la tasa de rentabilidad ofrecida por una inversión comparable, es decir, de riesgo similar.

Esto nos lleva a invocar el segundo principio financiero fundamental:
“un dólar seguro vale más que uno con riesgo”.²

Valor	Significado	Decisión a tomar
$VAN > 0$	La inversión produciría ganancias por encima de la rentabilidad exigida (r)	El proyecto puede aceptarse
$VAN < 0$	La inversión produciría pérdidas por debajo de la rentabilidad exigida (r)	El proyecto debería rechazarse
$VAN = 0$	La inversión no produciría ni ganancias ni pérdidas	Dado que el proyecto no agrega valor monetario por encima de la rentabilidad exigida (r), la decisión debería basarse en otros criterios, como la obtención de un mejor posicionamiento en el mercado u otros factores.

³

Ejemplo:

La construcción de oficinas es más arriesgada que un título de gobierno, pero probablemente sea menos arriesgada que la perforación de un pozo de petróleo.

² BREALEY, MYERS y ALLEN, Principios de Finanzas Corporativas, 9ª Ed. pág. 25

³ “Valor Presente”, www.wikipedia.com, Octubre de 2014.

Consideremos una inversión en inmuebles para la construcción de edificios de oficinas, con un desembolso inicial de \$350.000 y una previsión de cobro de \$400.000 dentro de un año. Pero la inversión en el edificio de oficinas no es la única vía de obtener \$400.000 de aquí a un año. También podría invertir en títulos de gobierno con vencimiento a un año. Supongamos que estos títulos proporcionan un interés del 7%. ¿Cuánto habría que invertir en estos títulos para recibir \$400.000 al final del año?

$$VA = \frac{400.000,00}{(1+0,07)} = \$ 373.831,78$$

Por tanto, a un tipo de interés del 7% el valor actual de \$400.000 dentro de un año es \$373.832. La misma suma obtendría si quisiera vender el proyecto de la construcción del edificio de oficinas. También se podría vender por menos, pero ¿quién querría vender por menos de lo que ofrece el mercado? El valor actual de \$373.831,78 es el único precio que satisface a comprador y vendedor. Por lo tanto, el valor actual de la propiedad es también su precio de mercado.

En este ejemplo nuestra alternativa de inversión al de edificio de oficinas son títulos del gobierno, que son una inversión segura. Esto nos lleva a tomar una tasa de descuento del 7%, que es una tasa libre de riesgo.

Supongamos ahora que creemos que nuestro proyecto inmobiliario es tan arriesgado como la inversión en el mercado de acciones, que prevé una tasa de rentabilidad del 12%. Entonces el 12% se convierte en el adecuado costo de oportunidad del capital ya que es lo que estamos sacrificando por no invertir en títulos comparables. Como la inversión en acciones es más riesgosa, requiere una tasa de descuento más alta.

Ahora volvemos a calcular el VA y obtenemos:

$$VA = \frac{400.000,00}{(1+0,12)} = \$ 357.142,86$$

De restar el valor de la inversión obtenemos un VAN de:

$$VAN = -350.000,00 + 357.142,86 = \$ 7.142,86$$

La construcción de edificios es un negocio inteligente ya que su valor supera su costo, es decir, tiene un valor actual neto positivo.

Por lo tanto, el inmueble debería valorarse en \$357.142,86 una vez que la construcción se haya iniciado. Si intentáramos venderla por un valor mayor, nadie desearía comprarla, ya que en ese caso la propiedad ofrecería una tasa de rentabilidad esperada inferior al 12% que se puede conseguir en el mercado de acciones.

Es así como los directores financieros constantemente se preocupan por el tiempo, la incertidumbre y sus efectos sobre el valor.

En un ejemplo con flujos de efectivo sin riesgo, a la tasa de interés apropiada puede determinarse con una verificación en los bancos, pero la elección de la tasa de descuento para una inversión riesgosa es una tarea difícil.

4.- Valuación de Flujos de Efectivo en Varios Periodos

Uno de los atractivos de los valores actuales es que todos están expresados en pesos actuales, de modo que pueden sumarse. En otras palabras, el valor actual del flujo de efectivo A+B es igual al valor actual del flujo A mas el valor actual del flujo B.

Esta característica tiene importantes implicaciones para las inversiones que producen flujos de efectivo en varios periodos.

Como dijimos anteriormente, si la fórmula del valor presente de un flujo de C_1 dentro de un año está dada por:

$$VA_1 = \frac{C_1}{(1+r)}$$

Y la del valor presente de C_2 dentro de 2 años es:

$$VA_2 = \frac{C_2}{(1+r)^2}$$

Entonces podemos inferir que la fórmula para obtener el valor presente de múltiples flujos de efectivo, esperados en distintos periodos de tiempo, sería:

$$VA = \frac{C_1}{(1+r)} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots$$

En forma abreviada:

$$VA = \sum \frac{C_t}{(1+r_t)^t}$$

Es lo que se conoce como la fórmula del *flujo de tesorería descontado* (o FTD).

Para obtener el Valor Actual Neto (VAN) a partir de ésta fórmula, necesitamos adicionar al valor actual del efectivo esperado por la inversión, el flujo que representa la inversión requerida (C_0):

$$VAN = - C_0 + \sum \frac{C_t}{(1+r_t)^t}$$

Donde C_0 es el flujo de tesorería del periodo 0 (es decir, hoy) y es un número negativo por representar una inversión, una salida de tesorería.

5.- Valores Actuales y Tasas de Rentabilidad

Para calcular el valor de un proyecto lo que hacemos es estimar cuanto habría que pagar para conseguir los mismos ingresos invirtiendo en un proyecto de riesgo similar. Dicho de otra manera, el valor actual de un proyecto es igual a sus ingresos futuros descontados a la tasa de rentabilidad ofrecida por una inversión alternativa.

La rentabilidad sobre el capital invertido es simplemente el beneficio obtenido por la inversión, expresada como una proporción del desembolso inicial.

$$\text{Rentabilidad} = \frac{\text{Beneficio}}{\text{Inversion}}$$

El costo del capital invertido es la rentabilidad a la que se renuncia por *no* invertir en un proyecto alternativo comparable, es decir, el costo de oportunidad.

Si la rentabilidad de un proyecto (beneficio/inversión) es mayor que su costo de oportunidad (r), entonces el valor actual neto debe ser mayor que 0.

De esta forma, tenemos dos criterios equivalentes para tomar decisiones de inversión: el criterio del valor actual neto y el criterio de la tasa de rentabilidad.

El concepto del costo de oportunidad de capital es de gran importancia, por lo cual mostraremos un ejemplo.

Tenemos la oportunidad de invertir hoy \$100.000 en un proyecto y dependiendo del estado de la economía al final de año recibir un flujo esperado de \$110.000. Suponemos también que las acciones de la empresa XX tienen las mismas perspectivas para el futuro. El precio actual de estas acciones es de \$95,65 y según el estado de la economía el precio al final del año será \$110.

Entonces, si invierto en la acción estaré pagando \$95,65 hoy con la esperanza de obtener al final del año \$110. La rentabilidad esperada es:

$$\text{Rentabilidad Esperada} = \frac{\text{Beneficio Esperado}}{\text{Inversion}} = \frac{110 - 95,65}{95,65} = 0,15 \text{ o } 15\%$$

Esta es la rentabilidad a la que estaría renunciando si invierto en el proyecto en lugar de invertir en acciones y no es otra cosa que el costo de oportunidad del capital del proyecto.

Es lo que les costaría a los inversores en el mercado de capitales comprar un flujo esperado de \$110.000 y también la cantidad que los inversores estarían dispuestos a pagar por el proyecto.

Por otro lado, la rentabilidad de nuestro proyecto la obtenemos de manera similar:

$$\text{Rentabilidad Esperada} = \frac{\text{Beneficio Esperado}}{\text{Inversion}} = \frac{110.000-100.000}{100.000,00} = 0,10 \text{ o } 10\%$$

La rentabilidad que puede esperarse del proyecto es menor al 15% que los inversores podrían esperar invirtiendo en el mercado de capitales, por lo tanto el proyecto no vale la pena. Este es un concepto muy importante y lo fundamental es que es válido en la vida real.

Cuando descontamos flujos de cajas esperados de un proyecto a su costo de oportunidad del capital, el valor actual resultante es la cantidad que los inversores están dispuestos a pagar por el proyecto.

El costo de oportunidad del capital de un proyecto de inversión es la tasa esperada de rentabilidad demandada por los inversores en acciones ordinarias u otros títulos sujetos al mismo riesgo que el proyecto.

6.- El Interés Compuesto y la Formula de Valor Actual

El concepto de que el dinero, así como otros bienes, tiene un precio y puede ser prestado o arrendado, existe desde la antigüedad. Anteriormente introducimos la idea del valor del dinero en el tiempo a través de la premisa o principio fundamental de las finanzas, que postula que un dólar hoy vale más que uno mañana, simplemente porque al prestarlo o invertirlo hoy, gana un *interés* en el mercado de capitales.

Ejemplo:

Suponga que un individuo fuera a prestar \$1. Al final del primer año, el prestatario adeudaría la cantidad principal de \$1 más los intereses sobre el préstamo a la tasa de interés r . En el caso específico que la tasa de interés sea de 9%, el prestatario adeudaría al prestamista:

$$\$1 \times (1+r) = \$1 \times 1,09 = \$1,09$$

Al final del año el prestamista tiene dos opciones: puede retirar \$1,09 del mercado de capitales o bien puede dejarlos ahí y prestarlo durante un segundo año.

El proceso consistente en dejar el dinero en el mercado de capitales y prestarlo durante otro año se conoce como composición.

Supongamos ahora que el prestamista decide componer su dinero durante otro año más. Es decir, toma los fondos del préstamo del primer año, \$1,09, y presta esa cantidad durante el año siguiente. Al final del segundo año obtendrá:

$$\text{\$1} \times (1+r) \times (1+r) = \text{\$1} \times (1+r)^2$$

$$\text{\$1} \times (1,09) \times (1,09) = \text{\$1} \times (1,09)^2 = \text{\$1,1881}$$

El aspecto más importante es que la cantidad total que recibe el prestamista no es solo \$1 que había prestado más los intereses de dos años sobre \$1: $2 * r = 2 \times 0,09 = 0,18$.

Vemos aquí la importante diferencia que existe entre interés compuesto e interés simple.

Cuando se invierte a interés compuesto, los intereses devengados son reinvertidos para obtener más intereses en los siguientes periodos. Mientras que con un interés simple, los intereses no se reinvierten ($2 \times r$). En este último caso los intereses se pagan solo sobre la inversión inicial.

Así, mientras más larga es la duración de un préstamo, más importante se vuelven los intereses sobre intereses.

La formula general para una inversión durante muchos periodos se escribe:

$$VF = C_0 (1+r)^t$$

Donde:

C_0 es el efectivo a invertir en la fecha 0,

r es la tasa de interés

t es la cantidad de periodos durante los cuales se invierte el efectivo.

Hasta aquí hemos hecho el análisis suponiendo implícitamente que cada flujo de efectivo se produciría al final del año. Sin embargo los periodos

de capitalización pueden ocurrir con mayor frecuencia que solo una vez al año.

Veamos el caso de un Banco que paga una tasa de interés de 10% compuesta semestralmente. Esto significa que un depósito de \$1.000 en el Banco valdrían $\$1.000 \times 1,05 = \1.050 después de seis meses y $\$1.050 \times 1,05 = \$1.102,5$ al final del año.

La riqueza al final del año podría expresarse así:

$$\begin{aligned}VF &= C_0 \left(1 + \frac{r}{m} \right)^m \\VF &= 1000 \left(1 + \frac{0,1}{2} \right)^2 \\VF &= \$ 1.102,50\end{aligned}$$

Mientras que bajo una composición anual el depósito valdría: $\$1.000 \times 1,1 = \1100 .

Queda demostrado que el valor futuro al final de un año es mayor bajo una capitalización semestral que bajo una capitalización o composición anual.

De modo más general, una inversión de \$1 a un tipo anual r capitalizable m veces al año asciende al final del año a:

$$VF = C_0 \left(1 + \frac{r}{m} \right)^m$$

Donde C_0 es la inversión inicial y r es la tasa de interés anual establecida, que es la tasa de interés sin considerar los procesos de composición. Y el tipo de interés compuesto anual equivalente está dado por:

$$\text{Tasa de Interés Anual Efectiva} = \left(1 + \frac{r}{m} \right)^m - 1$$

Avanzando en el análisis, para una inversión durante uno o más años t , la fórmula se transforma en:

$$VF = C_0 \left(1 + \frac{r}{m} \right)^{mt}$$

El límite a este planteamiento sería realizar la composición cada instante infinitesimal; que se conoce como composición continua. Es la tasa a la que los bancos e instituciones financieras suelen cotizar.

En términos de la fórmula enunciada, esto equivale a considerar que m tiende a infinito.

Algebraicamente cuando m tiende a infinito $\left(1 + \frac{r}{m} \right)^m$ tiende a $(2.718)^r$. La cifra 2.718 - o número e , como se llama- es simplemente la base de los logaritmos naturales.

Se utilizan estos supuestos debido a que simplifica los cálculos y permite realizar una buena aproximación al VAN de los pagos frecuentes.

Así, una suma de \$1 invertida a un tipo de interés con capitalización continua r crecerá hasta $e^r = (2.718)^r$ al final del primer año. Y al cabo de t años ascenderá a $e^{rt} = (2.718)^{rt}$.

La capitalización continua tiene especial interés para las decisiones de inversión, donde con frecuencia suele ser más razonable suponer que un flujo de tesorería se distribuye uniformemente a lo largo del año que aceptar que este se genera al final del año.

7.- Simplificación de las Formulas de Valor Actual

Dada la gran cantidad de tiempo que los problemas financieros consumen debido a los cálculos que implican, se proporcionan fórmulas simplificadas para cuatro tipos de flujos de efectivo, a saber: perpetuidades, perpetuidades crecientes, anualidades, anualidades crecientes.

Perpetuidades

Definimos a una perpetuidad como una corriente constante e infinita de flujos de efectivo. El valor presente de una perpetuidad es el valor presente de todos sus pagos futuros.

Si partimos del supuesto de que obtendremos infinitos flujos periódicos de efectivo, iguales entre sí, podemos simplificar la obtención del valor actual de los mismos utilizando la fórmula de una perpetuidad.

Tomando como ejemplo una deuda perpetua, su tasa de rentabilidad sería igual al pago anual prometido dividido entre el valor actual de la deuda:

$$r = \frac{C}{VA} ; \text{Rentabilidad} = \frac{\text{Flujo de Tesorería}}{\text{Valor Actual}}$$

Despejando obtenemos el valor actual de la deuda perpetua:

$$VA = \frac{C}{r}$$

Cabe destacar, que el valor de una perpetuidad aumenta cuando disminuye la tasa de interés. Por el contrario, el valor de la perpetuidad disminuye cuando aumenta la tasa de interés.

Ejemplo:

Una perpetuidad que paga \$100 al año a un interés del 8%

$$VA = \frac{100}{0,08} = \$ 1.250,00$$

En tanto que si la tasa de interés cae a un 6%, el valor de la perpetuidad será de:

$$VA = \frac{100}{0,06} = \$ 1.666,67$$

Perpetuidades Crecientes

Pensemos ahora en activos cuyas rentas aumenten a una tasa constante g a perpetuidad. Este es el caso de las llamadas perpetuidades crecientes y que expresamos a través de la siguiente fórmula como:

$$VA = \frac{C_1}{(r-g)}$$

Esta fórmula supone tres cuestiones a considerar:

1. En primer lugar considera al numerador como un flujo de efectivo de un periodo posterior contado a partir de hoy, y no en fecha cero.
2. Sólo funciona con una tasa de interés r necesariamente mayor a la tasa de crecimiento g .
3. Puede aplicarse tan solo suponiendo un patrón regular y discreto del flujo de efectivo.

Anualidades

A diferencia de la perpetuidad con sus flujos infinitos de fondos, una anualidad es un activo que produce cada año una suma fija durante un número determinado (finito) de años. Ejemplos típicos de anualidades lo son las hipotecas con pagos anuales constantes, la financiación de de compras a plazo, las jubilaciones.

Podremos definir el concepto de una anualidad con pagos en cada año de 1 a t , como la diferencia entre dos títulos de deuda perpetua. La primera de ellas es una deuda perpetua con el primer pago C a partir del año 1, mientras que la segunda con pagos desde el año $t+1$ en adelante.

En formula lo expresamos como:

$$VA = C \left[\frac{1}{r} - \frac{1}{r(1+r)^t} \right]$$

La expresión ente corchetes es el *factor de anualidad*, que es el valor actual al tipo de descuento r de una anualidad de \$C pagado al final de cada uno de los t periodos.

Anualidades Crecientes

Es muy probable que los flujos de efectivo de los negocios crezcan a lo largo del tiempo, ya sea por un crecimiento real de los mismos o por inflación.

Cuando se trata de un número infinito de flujos de efectivo, la fórmula para resolver este crecimiento es la de perpetuidad creciente. Mientras que si incluye una cantidad finita de flujos de efectivo crecientes, entonces se trata de una anualidad creciente, cuya fórmula es la siguiente:

$$VA = C \left[\frac{1}{(r-g)} - \frac{1}{(r-g)} \times \frac{(1+g)^t}{(1+r)} \right]$$

Donde C es el pago a ocurrir al final del primer periodo, r es la tasa de interés, g es la tasa de crecimiento por periodo y expresada como una porcentaje, y t es el número de periodos de la anualidad.

De igual modo que en las anualidades una anualidad creciente puede percibirse como la diferencia entre dos perpetuidades crecientes.

CAPITULO II

El Mercado de Capitales y Las Acciones Ordinarias

Sumario: 1.- Introducción 2.- Las Acciones Ordinarias 3.- El Valor de una Empresa 4.- Valuación de Acciones Ordinarias

1.- Introducción

Hasta ahora hemos visto cómo el mercado de capitales proporciona información a los inversores para tomar decisiones de inversión acertadas, mientras que ofrece un medio propicio para el traslado de capitales, desde los tenedores de exceso de dinero o ahorristas, hacia los poseedores de proyectos de inversión.⁴

Las empresas siempre poseen proyectos de inversión y requieren capital para concretarlos. Para esto, pueden ahorrar parte de sus beneficios y reinvertirlos en nuevos proyectos, o bien obtener el capital necesario en el mercado de capitales.

⁴ LATORRE, Claudia, El Mercado de Capitales, Trabajo publicado en la Universidad del Quindío, Facultad de Ciencias Económicas.

Si se inclinan por la segunda opción, podrán conseguir financiación básicamente de dos maneras: por medio del endeudamiento (pidiendo un préstamo) o emitiendo acciones y vendiéndolas.

Las acciones, al momento de emitirse, se venden a los compradores en un *mercado primario* por única vez. Pero una vez emitidas, se negocian en otro mercado, de segunda mano o secundarios, llamado Bolsas de Valores. La Bolsa es una institución privada, que fortalece al mercado de capitales permitiendo el traslado del capital desde los ahorristas a los demandantes de capital (Empresas, Estado, etc.) por medio de intermediarios que negocian distintos tipos de valores (entre los que se encuentran las acciones, bonos, y otros títulos valores).⁵

El precio al que se negocian las acciones en la Bolsa es la cotización a la cual tanto compradores como vendedores están dispuestos a transar, es decir que el precio es una consecuencia natural de su negociación en un mercado competitivo de capitales. Esta cotización es pública y de fácil obtención, pero también está sujeta a grandes fluctuaciones a menudo imprevisibles.

Entonces, a pesar de que no existen dificultades para conocer el precio de una acción en un momento dado, los especialistas financieros han desarrollado innumerables modelos y métodos de análisis para entender cómo se valoran las acciones y qué factores determinan su precio.

⁵ “Bolsa de Valores”, www.wikipedia.com, Junio de 2014.

La importancia de éste conocimiento radica en que las empresas deberían buscar constantemente maximizar su valor en interés de sus accionistas, y para ello es necesario entender qué motiva la maximización del precio de sus acciones.

2.- Las Acciones Ordinarias

Las acciones ordinarias son títulos valores representativos de la propiedad de una empresa que las emite. Entonces, si una persona posee una acción en una empresa que ha emitido un millón, podemos decir que es dueña de la millonésima parte de la empresa.

Las empresas obtienen recursos para financiar sus operaciones ya sea pidiendo un préstamo o emitiendo nuevas acciones y vendiéndolas a los inversores. Algunas diferencias significativas entre las acciones ordinarias y la deuda se pueden resumir como sigue:

- La tenencia accionaria no tiene una fecha de vencimiento en la cual se devolverá el aporte realizado: su duración es igual a la de la empresa, es decir indeterminada.
- Al adquirir una parte de la propiedad de la empresa, los inversores también asumen los riesgos asociados a la actuación de la misma. Es por esto que también exigen rentabilidades superiores en comparación a los bonos u otras deudas menos riesgosas.
- La tenencia accionaria otorga el derecho de percibir una porción de las utilidades generadas por la empresa. El importe y la periodicidad en la que se perciben los mismos es variable y discrecional para la empresa, a diferencia del cupón fijo que otorgan los bonos.

3.- El Valor de una Empresa

Si las acciones ordinarias representan partes de la propiedad de una empresa, podemos introducir el tema del valor de las mismas reflexionando sobre el valor de la empresa como un todo.

Una forma sencilla de estimar el valor de una empresa, es observando su Balance Contable Anual. En él se indica el “valor contable” de la empresa, representado por su patrimonio neto, o bien por el valor contable de todos sus activos menos sus pasivos⁶. A pesar de que éste valor es bastante preciso, no representa el precio al que se pueden negociar las acciones de la empresa en el mercado, es decir, el valor contable del capital de la empresa dividido la cantidad de acciones emitidas, no coincide con el precio de cotización de las mismas.

Otra estimación del valor de una empresa está dada por su “valor de liquidación”, es decir la cantidad de efectivo que la empresa obtendría si vendiera todos sus activos y pagara todas sus deudas.⁷ Pero el valor de liquidación por acción también dista de su precio de cotización en el mercado.

Existen diferencias entre el valor contable, el valor de liquidación y el valor real de una empresa debido a conceptos que no se contabilizan ni existen si la empresa está en liquidación y provienen del hecho de que la empresa se encuentra en marcha y tiene la capacidad de generar ingresos en el futuro. El valor de una empresa en marcha depende fundamentalmente de:

⁶Principios de Dirección Financiera, R. Brealey, S. Myers y A. Marcus, Ed. McGraw-Hill pag. 120

⁷ Op. Cit, pag. 121

- Su poder extra de beneficio o la eficiencia de sus operaciones: es la capacidad de generar una rentabilidad superior a la adecuada sobre sus activos.
- Sus activos intangibles: Son aquellos cuyo valor depende de su capacidad de generar ingresos futuros.
- El valor de sus inversiones futuras: Depende de las expectativas de la empresa de realizar inversiones rentables o, como veremos más adelante, de sus oportunidades de crecimiento.

En conclusión, podemos afirmar que el verdadero valor de una empresa, el representativo del precio de sus acciones, es el “valor de mercado”, es decir el importe que los inversores están dispuestos a pagar por la empresa. El valor de mercado depende del poder actual de la empresa de generar beneficios a partir de los activos que posee y también de sus oportunidades de inversiones rentables en el futuro.

4.- Valuación de Acciones Ordinarias

Método de Descuento de Dividendos Futuros

El modelo de descuento de flujos futuros de efectivo utilizado para obtener el VAN de una inversión, también puede ser utilizado para valorar una tenencia accionaria. Las particularidades de cada empresa que emite acciones que cotizan o se ofrecen públicamente, deben tenerse en cuenta para adaptar este modelo de valuación.

Principalmente, para un inversor en acciones de una empresa, los flujos esperados en el futuro por su inversión dependerán:

1. Del dividendo que dicha empresa decida repartir.

2. Del precio al que pueda vender la acción al finalizar su periodo de tenencia (es decir, cuando decida venderla).

Entonces podemos afirmar que un tenedor de acciones espera rentabilidad tanto de los dividendos futuros como del capital o precio futuro de la acción, es decir que la tasa de rentabilidad esperada a lo largo de un año podría expresarse como:

$$r = \frac{\text{DIV} + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

Siendo la diferencia $P_1 - P_0$, la ganancia o pérdida de capital obtenida por la variación en el precio de la acción durante el año. Entonces:⁸

$$r = \frac{\text{DIV}}{P_0} + \frac{(P_1 - P_0)}{P_0}$$

r = Rentabilidad por Dividendos + Revalorización del Precio de la Acción

Esta tasa de rentabilidad esperada por los inversores, se denomina frecuentemente *tasa de capitalización del mercado*.⁹ De esta manera, la fórmula demuestra cómo a partir de las previsiones realizadas por los inversores sobre sus dividendos en el futuro (DIV_1), el precio futuro (P_1) y la tasa de rentabilidad esperada por los inversores (r), podemos explicar el precio actual de una acción:

⁸ Op. Cit, pag. 125

⁹ Fundamentos de Financiación Empresarial, R. Brealey y S. Myers 5ª Ed., pag. 43

$$P_0 = \frac{DIV + P_1}{(1+r)}$$

Siempre que la rentabilidad esperada por los inversores sea la misma para todas las demás inversiones alternativas con riesgo similar, podremos asegurar que el precio actual así calculado es el precio real de la acción. Si P_0 fuera mayor, entonces la rentabilidad ofrecida por estas acciones sería menor a la de otros títulos de igual riesgo y ningún inversor racional elegiría comprarlas, llevando a la disminución en el precio de las mismas por escasez de demanda.

De acuerdo con la fórmula, para estimar el precio actual de las acciones es necesario conocer el precio del año siguiente (P_1), lo cual no es tarea sencilla si se intenta hacerlo en forma directa. Pero para vender esta acción al finalizar el año 1, deben existir compradores dispuestos a adquirirla a un precio P_1 . Estos realizarán un cálculo similar para valorar la acción al final del año 1:

$$P_1 = \frac{DIV_2 + P_2}{(1+r)}$$

$$P_0 = \frac{DIV}{(1+r)} + \frac{DIV_2 + P_2}{(1+r)^2}$$

Continuando con el mismo razonamiento para los años sucesivos, la aplicación del modelo de descuento de flujos futuros para valorar acciones se

podría resumir en el valor presente de todos los dividendos futuros esperados¹⁰, de la siguiente manera:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(1+r)} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \frac{DIV_3}{(1+r)^3} + \dots = \sum \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

A medida que el horizonte temporal bajo análisis se va aproximando a infinito, el valor actual de los dividendos representa una parte mayor del precio de la acción, mientras que el valor actual del precio futuro se aproxima a cero. Por eso se puede expresar la ecuación como una perpetuidad de dividendos, sin tener en cuenta el precio final.

Esta ecuación, conocida como el modelo de descuento de dividendos, se puede aplicar para valuar distintos tipos de acciones, que ofrezcan dividendos constantes, crecientes o variables y es idéntico a la aplicada para valuar cualquier activo a través de su valor actual. Veamos ahora como sería su aplicación:

a) *Caso de dividendos constantes*: Una empresa que reparte a sus accionistas un dividendo constante a través del tiempo, deberá valuar sus acciones como una perpetuidad, de la siguiente manera:

$$P_0 = \frac{DIV}{r}$$

b) *Caso de dividendos con crecimiento creciente*: Si los dividendos repartidos por la empresa crecieran año a año a una tasa constante estimada g , el valor actual de los dividendos futuros se expresaría así:

¹⁰ ROSS S., WESTERFIELD R., JAFFE J., Finanzas Corporativas, 8ª Ed., Pág. 113

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(1+r)} + \frac{DIV_2(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{DIV_3(1+g)^2}{(1+r)^3} = \frac{DIV_1}{(r-g)}$$

La particularidad de esta fórmula es que solo es válida cuando el tipo de descuento o tasa de capitalización (r) es mayor a la tasa estimada de crecimiento (g). Esto se debe a que la ecuación se basa en el supuesto de un crecimiento perpetuo, que será posible mientras $r > g$.

c) *Caso de dividendos con crecimiento diferencial:* En este caso, se pueden estimar varias tasas de crecimiento g , referidas a distintos periodos de tiempo. La fórmula general en este caso sería:

$$P_0 = \sum \frac{DIV (1+g_1)^t}{(1+r)^t} + \frac{1}{(1+r)^t} \times \frac{DIV_{t+1}}{(r-g_2)}$$

Tasa de Descuento "r"

Otra consideración importante es la tasa de descuento a aplicar sobre los flujos de efectivo. Esta tasa deberá reflejar el costo de oportunidad o la rentabilidad que se podría obtener en inversiones de riesgo similar. Es por esto que para obtener el valor presente de bonos estatales se utilizará una tasa de interés libre de riesgo, ya que se considera que no es posible que el Estado quiebre o incumpla con sus obligaciones. Una forma sencilla de estimar la tasa de descuento r , es a partir de la fórmula de descuento de dividendos con crecimiento constante:

$$P_0 = \frac{DIV}{(r-g)} ; \quad r = \frac{DIV+g}{P_0}$$

Donde vemos que está compuesta por la razón DIV/P_0 , que expresa la *tasa de rendimiento de los dividendos*, y por g que representa la *tasa de crecimiento de los dividendos*.

Pero estas fórmulas representan reglas prácticas y simplificaciones que a pesar de ser muy útiles, deben analizarse con escepticismo.

Los errores en la estimación de r surgen frecuentemente cuando se calcula para una empresa en particular. Si partimos de la base de que las acciones de la empresa se negocian en un mercado de capitales competitivo y equilibrado, la tasa de capitalización del mercado necesariamente debe reflejar la rentabilidad ofrecida por todos los demás títulos de riesgo similar. Es por esto que una buena alternativa para mejorar la estimación de r es la de calcular la rentabilidad de un conjunto de empresas similares y utilizar la tasa promedio de las mismas.

Tasa de Crecimiento “g”

Estimar una tasa anticipada de crecimiento de los dividendos ofrecidos por una empresa no es tarea fácil. Los analistas financieros realizan pronósticos para períodos de 5 años como máximo.

Una forma simplificada de hacerlo es relacionando el crecimiento de las utilidades, y por ende de los dividendos, con el porcentaje de beneficios que la empresa decide reinvertir en ella misma.

De esta manera, la tasa de reinversión por acción, estaría dada por la porción de utilidades no repartida como dividendo a los accionistas.

$$\text{Tasa de Reinversion} = 1 - \text{Tasa de Reparto} = \frac{1 - \text{DIV}}{\text{BPA}}$$

Podemos afirmar que las utilidades retenidas e invertidas en un período actual tendrán un efecto sobre las utilidades del período siguiente. Este efecto dependerá del porcentaje de utilidades retenido, o tasa de retención y la rentabilidad obtenida de dichas utilidades retenidas. Este incremento sobre las utilidades futuras está representado conceptualmente por la tasa de crecimiento g , entonces podemos estimarla de la siguiente manera:

$$g = \text{Tasa de Retencion} \times \text{Rendimiento de las Utilidades Retenidas}$$

Debido a la dificultad que en la práctica significa estimar el rendimiento de los proyectos de inversión de todas las empresas que se precise analizar, generalmente se supone que será el mismo que el de años anteriores, o bien, se utiliza como representativas del rendimiento de las inversiones, determinadas medidas como el ROE (Return on equity) que mide el rendimiento obtenido por los fondos propios invertidos en la empresa (cita curso de finanzas) y equivale al rendimiento de todo el capital de la empresa o de la acumulación de los proyectos anteriores emprendidos por ella:¹¹

$$\text{ROE} = \frac{\text{BPA}}{\text{Capital Contable por Accion}}$$

Entonces,

¹¹ ROSS, WESTERFIELD, JOFFE, Corporate Finance, 8ª Ed., pag. 117

$$g = \text{Tasa de Retencion} \times \text{ROE}$$

Las fórmulas simplificadas para obtener la tasa de crecimiento anticipada también deben analizarse con cuidado y a la luz de la situación macroeconómica general y de la industria de la empresa. Las empresas que hoy tienen altas tasas de crecimiento, también tienen muy pocas probabilidades de mantener ese crecimiento constante a través del tiempo, violando el supuesto básico de la ecuación.

Modelo del Valor Actual de las Oportunidades de Crecimiento

Partiendo de la fórmula de la tasa g de crecimiento, podemos visualizar que a medida que mayor sea la porción de utilidades retenida, mayor es g . Asimismo, en base al modelo de descuento de dividendos crecientes a tasa constante, también se deduce el efecto de g sobre el precio de una acción: mientras mayor sea g , mayor será P_0 .¹²

Veamos un ejemplo:

Si una empresa obtiene beneficios por acción de \$5 (BPA) y decide repartirlos en su totalidad como dividendos, el precio de la acción (P_0), a una tasa de descuento (r) del 12% sería el siguiente:

$$P_0 = \frac{5}{0,12} = \$ 41,67$$

¹² Hasta llegar al límite de $g=r$

En este caso, no hay crecimiento de utilidades ni de la empresa ($g = 0$) ya que no hay reinversión de utilidades en proyectos con rendimiento. Algunos autores llaman a las empresas de este tipo “vacas de efectivo o unidades generadoras de efectivo”¹³

Si la empresa reinvirtiera el 40% de sus beneficios en un proyecto que le brindara una rentabilidad del 20%, el precio de la acción sería el siguiente:

$$g = 0,40 \times 0,20 = 8\%$$

$$P_0 = \frac{5 (1 - 0,04)}{(0,12 - 0,08)} = 75$$

El mayor valor del precio de la acción, representa la expectativa que tienen los inversores de que la empresa obtenga mayores utilidades por invertir en proyectos con rendimiento mayor al exigido por los accionistas (rendimiento del proyecto > tasa de descuento r).

Este valor extra ($\$75 - \$41,67 = \$33,33$) consiste en el valor actual de las oportunidades de crecimiento o VAOC.

Veamos que sucede si la empresa decide invertir en un proyecto cuyo rendimiento sea igual a la tasa de descuento:

$$g = 0,40 \times 0,12 = 4,8\%$$

$$P_0 = \frac{3}{(0,12 - 0,08)} = 41,67$$

¹³ Op. Cit, pag. 119

En este caso, el VAOC es igual a cero, ya que la rentabilidad obtenida por las oportunidades de crecimiento es igual a la tasa de descuento r . Esto confirma la afirmación de que la reinversión de beneficios genera valor, solo cuando obtiene una rentabilidad mayor a la exigida.

El modelo de valuación de acciones a través del valor actual de sus oportunidades de crecimiento netas postula que el precio de una acción está formado por la suma de:

- El valor de la acción si la empresa actúa como una unidad generadora de efectivo, es decir, si reparte la totalidad de sus utilidades. En este caso, como se ejemplificó anteriormente, el precio de la acción estaría dado por la fórmula

$$P_0 = \frac{DIV}{r} = \frac{BPA}{r}$$

- El valor actual de sus oportunidades de crecimiento, es decir el valor adicional por acción que crearía la empresa si retuviera utilidades para financiar proyectos.

Este valor puede obtenerse calculando en primer lugar el VAN del proyecto, descontando los flujos futuros de efectivo esperados para el mismo a la tasa de rendimiento exigida por los inversores. Como en el momento 0 se está valuando una oportunidad futura de inversión, consideramos que el primer flujo negativo (el desembolso por la inversión) se realiza en el momento 1, es por esto que una vez obtenido el VAN del proyecto, debe actualizarse por un periodo para resultar en el VAOC.

Entonces, el precio de una acción calculado a partir de éste modelo estará dado por:

$$P_0 = \frac{DIV}{r} + VAOC$$

Esta fórmula muestra como el valor de la acción crece cuando los directivos de la empresa elijen invertir en proyectos con un valor actual positivo, en este caso decimos que los proyectos crean valor. Pero el efecto de las decisiones de inversión de la empresa sobre el precio de sus acciones (o el valor de la empresa) no es el mismo que su efecto sobre las utilidades obtenidas o los dividendos repartidos. Una empresa puede invertir en proyectos cuyos VAOC sean negativos o neutros, pero la sola reinversión de utilidades implica una tasa de crecimiento $g > 0$, y por lo tanto un crecimiento de utilidades y dividendos a pesar de la disminución del valor de la empresa.

El precio de la acción debería ser el mismo calculado por cualquiera de los dos modelos, ya que en el modelo de descuento de dividendos se parte de la base de que existe un crecimiento constante de dividendos como resultado de inversiones continuas en oportunidades de crecimiento.

Modelo del VAOC

Para obtener el valor de una acción por medio de este modelo, debemos seguir la siguiente metodología:

- 1) Cálculo del valor actual de una sola oportunidad de crecimiento o proyecto de inversión.
- 2) Cálculo del valor actual de todas las oportunidades de crecimiento de la empresa.

- 3) Obtención del precio de las acciones si la empresa actúa como unidad generadora de efectivo (reparte el 100% de sus utilidades)
- 4) Obtención del valor de la acción sumando los resultados 2) + 3)

Cuando se valúa una acción desde el punto de vista del inversor, se consideran los flujos de efectivo que se espera que el inversor perciba. Es por esto que se descuentan siempre los dividendos futuros y no las utilidades proyectadas que obtendrá la empresa: el inversor tiene derecho a reclamar solo una participación sobre éstas utilidades, que se materializa en los dividendos.

Sin embargo, en el análisis financiero, las utilidades por acción que ofrece la empresa son de gran importancia y se utilizan para determinar el ratio precio/beneficio.

Partiendo de la ecuación para obtener el precio de una acción según el modelo del VAOC, podemos visualizar la relación existente entre este ratio y las posibilidades de crecimiento de la empresa:

$$P_0 = \frac{UPA}{r} + VAOC$$

Si dividimos ambos términos por UPA, obtenemos:

$$\frac{P_0}{UPA} = \frac{1}{r} + \frac{VAOC}{UPA}$$

Donde la razón P_0/UPA consiste en el ratio precio/beneficio

Observando esta ecuación, podemos afirmar que una empresa con mayores posibilidades de crecimiento, tendrá un ratio precio/beneficio más alto.

No obstante, al calcularse el ratio precio/beneficio utilizando como denominador los beneficios contables más recientemente publicados, éste se encuentra influenciado por la elección de métodos contables utilizados por la empresa para cuantificar la utilidad obtenida. De esta manera, la empresas que utilicen principios más conservadores (depreciaciones en línea recta, método PEPS para valuar inventarios, método del grado de avance para costos de construcción, etc.) presentarán mayores razones precio/beneficio por motivos que nada tienen que ver con las posibilidades de crecimiento de la empresa.

A pesar de su uso generalizado, un alto ratio P/B no siempre significa un precio alto debido a percepción de los inversores de las buenas oportunidades de crecimiento de la empresa, sino que también puede responder a una baja contabilización de sus beneficios.

El ratio P/B explicado anteriormente constituye una medida de fácil obtención, ya que por lo general y para las empresas que cotizan sus acciones en mercados de valores, es de público conocimiento. Por esto, se la puede utilizar para obtener el valor de mercado de las acciones de una empresa de manera sencilla, aunque por supuesto, únicamente estimativa.

Para ello es preciso que exista una industria o mercado conformado por empresas similares en envergadura, riesgo y oportunidades de crecimiento. Si obtenemos el ratio P/B al que tienden a venderse dicho conjunto de empresas similares, podemos predecir que la empresa cuyas acciones queremos valuar también obtendrá un ratio similar. Luego, si

multiplicamos el ratio de la industria por el beneficio por acción obtenido en el último balance de la empresa, obtendríamos una estimación del precio de mercado de sus acciones.

5.- El Riesgo de Mercado

Los inversionistas precavidos no apuestan todo a una sola carta: reducen sus riesgos mediante la diversificación y, por lo tanto, en lo que se interesan es en el efecto que tiene cada acción en el riesgo de su portafolio. *El riesgo de un portafolio bien diversificado depende del riesgo de mercado de los títulos que esta incluye.*

Existen varias fuentes de riesgo:

- Riesgo Macroeconómico: es el único tipo de riesgo por el cual no se puede diversificar.
- Riesgo del País: la empresa diversifica invirtiendo en varios países.
- Riesgo del Sector: la empresa diversifica invirtiendo en varios sectores.
- Riesgo Competitivo: la empresa diversifica invirtiendo en los papeles de los competidores.
- Riesgo Específico: la empresa diversifica con varios proyectos.

El concepto de riesgo siempre ha sido difícil de definir y de medir. En su trabajo de 1959, Harry Markowitz da inicio a toda la teoría moderna de la cartera (o portafolio) basándose en el desvío estándar como medida de riesgo de un activo.

6.- Determinación de la Tasa de Costo de Capital (TCC)

La Tasa de Costo de Capital (o de Costo de Oportunidad de los Fondos, o de Actualización, o de Rendimiento Mínimo Requerido) es la tasa esperada de rentabilidad, que demandan los accionistas de la empresa. Esta tasa de rentabilidad es equivalente a la mejor tasa que obtendrían los accionistas si invirtieran sus fondos en una cartera replicante que tenga el mismo nivel de riesgo que la inversión en la empresa.

Dicha tasa mide básicamente el valor de nuestra inversión, además de servirnos para comparar con otras inversiones, por eso la denominación costo de oportunidad, de esta manera podremos realmente evaluar si nuestra inversión proveerá de mayores resultados que otra opción o no. También se la puede explicar cómo lo que resignamos de ganar por elegir una inversión y no la otra.

De acuerdo a un estudio realizado sobre las mejores prácticas en la estimación del costo de capital y en el cual se tomaron muestras de Empresas, Asesores Financieros y Libros de Texto y Comerciales, se concluye que:

- La técnica de evaluación de inversiones que predomina es flujo de fondos actualizado (FFA).
- El CAPM es el modelo dominante de estimación del costo de capital propio.
- Las ponderaciones se basan en los valores de mercado y no en los contables.

Resultados generales de la investigación¹⁴

	<i>Empresas</i>	<i>Asesores financieros</i>	<i>Libros</i>
7. ¿Cómo estima su costo de capital propio? (Si no utiliza el CAPM, pasar a pregunta 12.)	81% CAPM 4% CAPM modificado 15% No responde	80% CAPM 20% Otros CAPM (incluyendo CAPM modificado)	100% Primariamente CAPM Otros métodos menciona-dos: Dividendos, APM
8. Habitualmente el CAPM tiene tres componentes: una tasa sin riesgo, un factor beta o volatilidad y un premio por riesgo del mercado. ¿Esto es consistente con el enfoque de	85% Sí 0% No 15% No corresponde	90% Sí 10% No responde	100% Sí
9. ¿Qué estimador utiliza para la tasa sin riesgo?	4% Letras a 90 días 7% Bonos de 3 a 7 años 33% Bonos de 10 años 4% Bonos de 20 años 33% Bonos de 10 a 30 años 4% Letras a 90 días o bonos a 10 años según los casos 15% No corresponde (Algunos dicen que	10% Letras a 90 días 10% Bonos de 5 a 10 años 30% Bonos de 10 a 30 años 40% Bonos de 30 años 10% No responde	43% Letras 29% Bonos 14% Según el tipo de inversión 14% No mencionan ninguno
10. ¿Qué estimador utiliza para el factor beta o volatilidad?	52% Información publicada 3% Estimaciones de asesores financieros 30% Calculado por la empresa 15% No corresponde	30% Beta fundamental (por ejemplo, BARRA) 40% Información publicada 20% Calculado por la firma	100% Mencionan disponibilidad de información publicada

¹⁴ BRUNER Robert F., EADES Kenenet M., HARRIS Robert S., Higgins Robert C., Las Mejores Practicas en la Estimación del Costo de Capital, Reproducido de Cuadernos de Finanzas 43 de SADAF, 1998.

11. ¿Qué estimador utiliza para el premio por riesgo del mercado?	11% Tasa fija de 4 a 4,5% 37% Tasa fija de 5 a 6% 4% Media geométrica 4% Media aritmética 4% Promedio de histórico e implícito 15% Estimaciones de asesores financieros 7% Premios por sobre títulos del Tesoro 3% Estimaciones de	10% Tasa fija de 5% 50% Tasa fija de 7 a 7,4% (similar a media aritmética) 10% Media aritmética LT 10% Tanto la media aritmética como la geométrica 10% Diferencia sobre títulos del Tesoro	71% Media aritmética histórica 15% Media geométrica histórica 14% No menciona
12. Una vez que estima el costo de capital de la empresa, ¿realiza algún ajuste adicional para reflejar el riesgo de las oportunidades de inversión específicas?	26% Sí 33% A veces 41% No	No se pregunta	86% Ajuste de beta por el riesgo de la inversión 14% No menciona

7.- Modelo de Valuación de Activos de Capital (CAPM)

A mediados de los años 60, los economistas William Sharpe, John Lintner y Jack Treynor desarrollaron el Modelo de Valuación de Activos de Capital o por sus siglas en inglés CAPM (Capital Asset Pricing Model), basándose en la teoría del portafolio de Markowitz e intentando explicar los retornos de las acciones. Este modelo nos dice que los inversores deben ser recompensados por su inversión de dos maneras:

- a través de la tasa libre de riesgo: para compensarle por el valor tiempo del dinero (resultante de inmovilizar su dinero en una inversión)

- a través de la prima de riesgo de mercado: para compensarle por el riesgo adicional que toma (toma debido a la esperanza de un mayor rendimiento)

Si se quiere conocer la influencia que tiene un título en el riesgo de un portafolio bien diversificado, se tiene que medir su “riesgo de mercado”; es decir, su sensibilidad a los movimientos del mercado. Esta sensibilidad se conoce como Beta.

- Las acciones con Beta mayores que 1.0 superan los movimientos generales del mercado.
- Las acciones con Beta entre 1.0 y 0 se mueven en la misma dirección que el mercado, pero menos pronunciadamente.

Como el mercado es el portafolio de todas las acciones, la acción promedio tiene un Beta de 1.0.

El parámetro Beta me indica la cantidad de riesgo de mercado (riesgo sistemático o no diversificable) que toma el inversor, y por ello se le debería compensar con un mayor retorno según la siguiente fórmula:

$$R = R_F + \beta \times (R_M - R_F)$$

En su versión tradicional, mide la sensibilidad del retorno de un activo a las variaciones de los retornos del mercado. Dicho modelo nos muestra que en un mercado competitivo, la prima de riesgo esperada varía en proporción directa con la Beta.

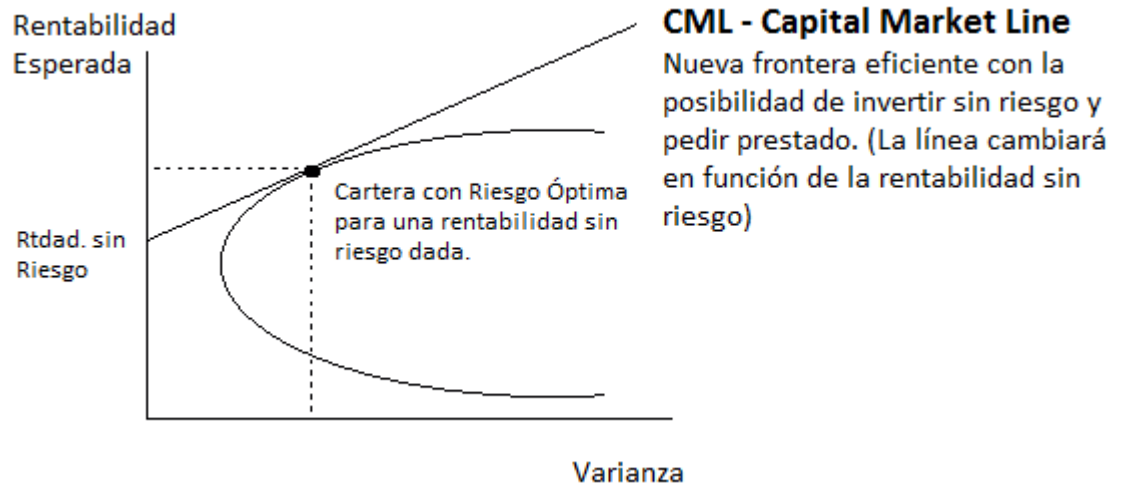
Prima de Riesgo Esperada = Beta x Prima de Riesgo Esperada del Mercado

$$R - R_F = \beta \times (R_M - R_F)$$

La diferencia entre el rendimiento de mercado y la tasa de interés se denomina Prima de Riesgo de Mercado.

Una vez que la rentabilidad esperada es calculada utilizando CAPM, los futuros flujos de caja que producirá ese activo pueden ser descontados a su valor actual neto utilizando esta tasa, para poder así determinar el precio adecuado del activo o título valor.

En teoría, un activo es valorado correctamente cuando su precio de cotización es igual al valor calculado utilizando CAPM. Si el precio es mayor que la valuación obtenida, el activo está sobrevaluado, y viceversa.¹⁵



¹⁵ "CAPM", www.encyclopediainanciera.com, Octubre de 2014

CAPITULO III

GRUPO FINANCIERO GALICIA (GGAL)

Sumario: 1.- Introducción 2.- Análisis de Proyecto de Inversión

1.- Introducción

El Grupo Financiero Galicia, (o GFG) fue conformado el 14 de septiembre de 1999 como una compañía holding de servicios financieros, organizada bajo las leyes de la República Argentina.¹⁶ Al 31 de diciembre de 2013 su activo más importante es su participación en el Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. (en adelante “Banco Galicia” o “el Banco”).

Grupo Galicia fue constituido como una compañía holding de servicios financieros, para ser tenedores de todas las acciones del capital social de Banco Galicia propiedad de los miembros de las familias controlantes (Escasany, Ayerza y Braun). El Grupo se conformó con un capital inicial nominal de 24.000 acciones ordinarias, de las cuales 12.516 fueron designadas acciones Clase A y 11.484 fueron designadas acciones Clase B.

¹⁶ “Grupo Financiero Galicia”, www.wikipedia.com, Octubre 2014

Luego de la formación de Grupo Galicia, las compañías holding que poseían las acciones de Banco Galicia en representación de las familias, se fusionaron en Grupo Galicia. Con posterioridad a la fusión, Grupo Galicia era titular del 46,34% de las acciones en circulación de Banco Galicia.

Grupo Financiero Galicia participa en el sector bancario a través de Banco Galicia, en el negocio de los seguros mediante su subsidiaria Sudamericana Holding S.A. y participa en el negocio de emisión de certificados de depósitos a través de Galicia Warrants S.A. Además ha desarrollado otros negocios a través de Net Investment S.A. y Galicia Administradora de Fondos S.A.¹⁷

- Banco de Galicia y Buenos Aires: es la subsidiaria más importante de Grupo Galicia. Es uno de los principales bancos del sistema financiero de Argentina, líder en la provisión de servicios financieros en el país. De acuerdo con información publicada por el Banco Central, el Banco es el tercer banco del sector privado medido por sus activos y por sus depósitos, el segundo medido por su cartera de préstamos y el quinto en patrimonio neto. Como banco universal -y a través de distintas compañías vinculadas y de variados canales de distribución- Banco Galicia ofrece una amplia gama de servicios financieros a aproximadamente 7,9 millones de clientes, tanto individuos como empresas. El banco permanece como el mayor banco comercial privado de Argentina por número de depósitos, activos y préstamos. En abril de 2009, el grupo tenía 235 oficinas y los depósitos en Argentina alcanzaban cerca de los US\$ 4.500 millones, un 6% del mercado, y un 7.6% entre los depósitos del sector privado.⁴ Los activos consolidados alcanzaban los US\$ 7.700 millones y los préstamos al sector privado, los US\$ 3.700 millones (6.5% del mercado).

¹⁷“Grupo Financiero Galicia”, www.fgsa.com, Octubre 2014

- Sudamericana Holding S.A.: es una sociedad holding de compañías de seguros patrimoniales y de retiro. Sudamericana controla Galicia Seguros S.A. (seguros patrimoniales y de vida), Galicia Retiro Compañía de Seguros S.A. (seguros de retiro) y Galicia Broker Asesores de Seguros S.A (bróker de seguros) y en forma indirecta posee el 39% de Nova Re Compañía Argentina de Reaseguros S.A. (reaseguradora local). Grupo Financiero Galicia S.A. posee una participación del 87,5% y el Banco Galicia posee el 12,5% restante.

- Galicia Warrants S.A.: es una empresa líder en el mercado de emisión de certificados de depósito y warrants, en el que ha operado ininterrumpidamente desde el año 1994, apoyando a las medianas y grandes empresas en la custodia de stocks. El principal objetivo de Galicia Warrants es facilitar a sus clientes el acceso al crédito y a la financiación, tomando como garantía mercaderías que quedan bajo su custodia. Sus principales clientes pertenecen a los sectores agrícola, industrial y agroindustrial, como así también exportadores y minoristas. Grupo Financiero Galicia S.A. posee una participación del 87,5% y el Banco Galicia posee el 12,5% restante.

- Net Investment S.A.: sociedad holding cuya actividad principal es la inversión en empresas de servicios en Internet. Grupo Financiero Galicia S.A. posee una participación del 87,5% y el Banco Galicia posee el 12,5% restante.

- Galicia Administradora de Fondos S.A.: es una empresa que desde el año 1958 se dedica a la administración de los fondos comunes de inversión FIMA, distribuidos por Banco Galicia a través de sus múltiples canales (red de Sucursales, Galicia Home Banking y Centro de Inversiones, entre otros). La compañía posee un equipo de trabajo conformado por

profesionales especializados en la administración de activos, que gestionan la familia de fondos FIMA, diseñados para satisfacer la demanda de inversores individuales, empresas e institucionales.

Las acciones clase B del Grupo Galicia se negocian en el mercado de valores de Buenos Aires y Córdoba, mientras que las acciones de clase ADS se negocian en el mercado de capitales del Nasdaq, (con el símbolo "GGAL"). El Grupo Galicia participa en el índice de compañías consolidadas (blue chip) de la bolsa de Buenos Aires, Merval, y está incluido también en los índices de Morgan Stanley Capital International y Standard & Poor's.

2.- Análisis de Proyecto de Inversión

Nos encontramos en el tramo final de este trabajo de investigación, en donde nos dedicaremos a aplicar todos los conceptos incorporados durante este proceso sobre la información obtenida del Grupo Financiero Galicia.

La aplicación de conceptos sobre la información del Banco Galicia consistirá en el uso del Modelo de Valuación de Activos de Capital (CAPM) descrito en el capítulo anterior. Para ello es necesario contar con el Estado de Resultados de los últimos 3 años del Banco, además del beta β de su mercado, la tasa libre de riesgo y la tasa diversificable, para finalmente establecer el costo de capital del Grupo.

$$R = R_F + B \times (R_M - R_F)$$

Donde:

R es la Tasa de Costo de Capital

R_F es la tasa de interés libre de riesgo

R_M es el rendimiento requerido para atraer inversores que tienen una cartera diversificada de papeles con riesgo

β mide la sensibilidad ante cambios en el mercado.

En un primer momento recurrimos a la tasa libre de riesgo (R_F) la cual se obtiene del valor de la tasa de retorno de los bonos a 30 años emitidos por el tesoro de los Estados Unidos (elegimos la tasa a largo plazo ya que al analizar una empresa su actividad en principio no tiene límites de tiempo). Según el Tesoro de Estados Unidos la tasa de largo plazo es del 3,07%.

En cuanto a la tasa de mercado (R_M), en general las empresas utilizan como tasa referencial valores de entre 5% y 6%, nosotros tomaremos una tasa del 5,5%.

El factor Beta se obtiene de análisis financieros propios del mercado en el que opera la empresa y en este caso el valor es $\beta = 1,21$.

Considerando:

$$R_F = 3,07\%$$

$$R_M = 5,50\%$$

$$\beta = 1,21$$

$$R = R_F + \beta \times (R_M - R_F)$$

$$R = 0,03 + 1,21 \times 0,0243$$

$$R = 6,01\%$$

Una vez que obtenemos la tasa de costo de capital, en este caso de 6,01% se calcula el valor de capitalización de la empresa a partir de los resultados arrojados por un Estado de Resultados Proyectado que se hizo en base a la información de los Estados de Resultado de los últimos 3 ejercicios cerrados.

En este trabajo se utilizará la fórmula de perpetuidad para valores presentes de flujo de fondos descontados:

$$\text{Valor Actual} = \frac{\text{Flujo de Tesorería}}{\text{Rentabilidad}}$$

Hacemos uso de dicha ecuación por cuanto estimamos que en un futuro lo devengado expuesto en el estado de resultados proyectado, tiende a asimilarse a lo percibido por cuanto no presenta problemas a la hora del cálculo.

$$\begin{aligned} \text{VA} &= \frac{\text{C}}{\text{R}} \\ \text{VA} &= \frac{1.751.885.306,67}{0,0601} \\ \text{VA} &= 29.148.050.956,97 \end{aligned}$$

El valor de \$ 29.148.050.956,97 se refiere a la capitalización bursátil del Grupo Financiero Galicia disponible en el cierre del año 2013 en la Bolsa de Valores.

Este valor se debe dividir en el número de acciones en circulación de la empresa; es decir, en el número de acciones disponibles en el mercado.

Considerando:

Acciones en Circulacion = 1.300.265.000

Obtenemos:

$$\text{Accion \$} = \frac{29.148.050.956,97}{1.300.265.000}$$

$$\text{Accion \$} = 22,42$$

Este cálculo da como resultado el valor unitario de cada acción del Grupo Financiero Galicia, el cual debería alcanzar en un razonable plazo el valor de \$22,42 por acción.

De acuerdo con la Bolsa de Valores de Buenos Aires, el valor de cada acción al 31/12/2013 es de \$9,33.



REPORTE COTIZACIONES

15/12/2013 - 30/12/2013

Instrumento	Fecha	Precio	Var %	Var Anual %
GGAL	30/12/2013	9,33	0,32	98,10
GGAL	27/12/2013	9,30	4,14	106,30
GGAL	26/12/2013	8,93	-5,00	99,40
GGAL	23/12/2013	9,40	1,73	109,90
GGAL	20/12/2013	9,24	-2,74	107,20
GGAL	19/12/2013	9,50	-3,75	117,40
GGAL	18/12/2013	9,87	-1,79	122,80
GGAL	17/12/2013	10,05	3,61	134,30
GGAL	16/12/2013	9,70	2,32	126,20

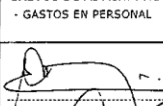
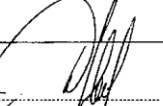
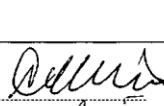
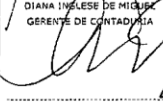

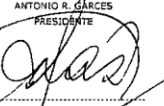
CONCLUSION

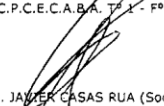
Hemos llegado a la parte final de esta investigación proyectando un valor de las acciones del Grupo Financiero Galicia en dicho valor es de \$22,42 por acción. Si comparamos este valor con la cotización a l 31 de diciembre de 2013 según la Bolsa de Valores de Buenos Aires podemos concluir que las acciones del Grupo están subvaloradas y que por lo tanto sería aconsejable invertir en ellas.

ANEXOS

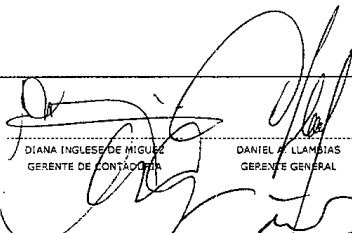
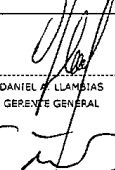
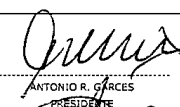
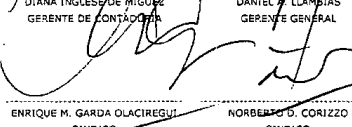
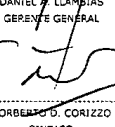
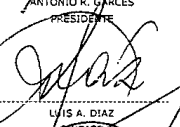
Estados Contables Consolidados ¹⁸

BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.		Página 7 de 73	
"Sociedad No Adherida al Régimen Estatutario Optativo de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria"			
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (Art. 33 - Ley N° 19.550) Información Complementaria a los Estados Contables Anuales CIFRAS EXPRESADAS EN MILES DE PESOS		Correspondiente al ejercicio iniciado el 1ero. de Enero de 2011 y finalizado el 31. de Diciembre de 2011, presentado en forma comparativa	
		31.12.2011	31.12.2010
INGRESOS FINANCIEROS		5.983.030	3.613.131
- INTERESES POR DISPONIBILIDADES		534	684
- INTERESES POR PRESTAMOS AL SECTOR FINANCIERO		24.644	8.361
- INTERESES POR ADELANTOS		398.533	186.443
- INTERESES POR DOCUMENTOS		797.101	498.436
- INTERESES POR PRESTAMOS HIPOTECARIOS		112.656	103.888
- INTERESES POR PRESTAMOS PRENDARIOS		24.443	11.535
- INTERESES POR PRESTAMOS DE TARJETAS DE CREDITO		1.744.162	1.143.592
- INTERESES POR ARRENDAMIENTOS FINANCIEROS		97.496	65.461
- INTERESES POR OTROS PRESTAMOS		1.881.433	981.709
- RESULTADO NETO DE TITULOS PUBLICOS Y PRIVADOS		724.813	369.490
- INTERESES POR OTROS CREDITOS POR INTERMEDIACION FINANCIERA		26.767	15.254
- RESULTADO POR PRESTAMOS GARANTIZADOS DECRETO 1387/01			5
- AJUSTES POR CLAUSULA C.E.R.		395	3.162
- OTROS		144.265	107.648
- DIFERENCIA DE COTIZACION DE ORO Y MONEDA EXTRANJERA		5.788	97.463
		2.259.502	1.400.655
EGRESOS FINANCIEROS			
- INTERESES POR DEPOSITOS EN CUENTAS CORRIENTES			5.476
- INTERESES POR DEPOSITOS EN CAJAS DE AHORROS		6.906	5.442
- INTERESES POR DEPOSITOS EN PLAZO FIJO		1.275.817	749.475
- INTERESES POR OBLIGACIONES SUBORDINADAS		114.455	137.788
- OTROS INTERESES		25.899	6.367
- INTERESES POR PRESTAMOS INTERFINANCIEROS RECIBIDOS (CALL RECIBIDOS)		2.843	6.158
- INTERESES POR OTRAS FINANCIACIONES DE ENTIDADES FINANCIERAS		43.939	6.525
- RESULTADO NETO POR OPCIONES		145	436
- INTERESES POR OTRAS OBLIGACIONES POR INTERMEDIACION FINANCIERA		337.598	152.309
- APORTES AL FONDO DE GARANTIAS DE LOS DEPOSITOS		44.874	31.839
- AJUSTES POR CLAUSULA C.E.R.		93	332
- OTROS		406.933	298.508
		3.723.528	2.212.476
MARGEN BRUTO DE INTERMEDIACION			
		843.370	551.524
CARGO POR INCOBRABILIDAD			
		3.757.799	2.682.127
INGRESOS POR SERVICIOS			
- VINCULADOS CON OPERACIONES ACTIVAS		947.655	660.987
- VINCULADOS CON OPERACIONES PASIVAS		645.524	543.366
- OTRAS COMISIONES		72.946	42.165
- OTROS		2.091.674	1.435.609
		1.067.975	732.810
EGRESOS POR SERVICIOS			
- COMISIONES		457.953	291.701
- OTROS		610.022	441.109
		4.064.052	2.752.427
GASTOS DE ADMINISTRACION			
- GASTOS EN PERSONAL		2.295.900	1.567.957

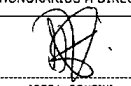



 DIANA INEISE DE MIQUEL DANIEL A. LLANITAS ANTONIO R. GARCÉS
 GERENTE DE CONTABILIDAD GERENTE GENERAL PRESIDENTE



 ENRIQUE M. GARDA OLACIREGUI NORBERTO D. CORIZZO LUIS A. DIAZ
 SINDICO SINDICO SINDICO

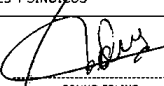
Firmado a los efectos de su identificación
 con nuestro Informe de fecha 14-02-12
 PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.
 C.P.C.E.C.A.B.A. T° 11 - F° 17

 I. JANTZER CASAS RUA (Socio)
 Contador Público (U.B.A.)
 C.P.C.E.C.A.B.A. T° 121 - F° 94

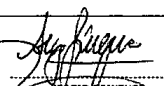
BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.		Página 8 de 73	
"Sociedad No Adherida al Régimen Estatutario Optativo de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria"			
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (Art. 33 - Ley N° 19.550) Información Complementaria a los Estados Contables Anuales CIFRAS EXPRESADAS EN MILES DE PESOS		Correspondiente al ejercicio iniciado el 1ero. de Enero de 2011 y finalizado el 31 de Diciembre de 2011, presentado en forma comparativa	
		31.12.2011	31.12.2010
- HONORARIOS A DIRECTORES Y SINDICOS		13.916	9.583
- OTROS HONORARIOS		174.508	90.396
- PROPAGANDA Y PUBLICIDAD		276.983	186.005
- IMPUESTOS		264.300	171.621
- DEPRECIACION DE BIENES DE USO		91.301	75.585
- AMORTIZACION DE GASTOS DE ORGANIZACION		103.567	61.120
- OTROS GASTOS OPERATIVOS		518.011	367.650
- OTROS		325.566	222.510
RESULTADO NETO POR INTERMEDIACION FINANCIERA		1.505.930	857.842
RESULTADO POR PARTICIPACIONES DE TERCEROS		(109.742)	(78.417)
UTILIDADES DIVERSAS		587.746	358.140
- RESULTADO POR PARTICIPACIONES PERMANENTES		144.555	66.357
- INTERESES PUNITORIOS		87.106	56.193
- CREDITOS RECUPERADOS Y PREVISIONES DESAFECTADAS		224.384	154.328
- OTROS		131.641	81.217
- AJUSTES POR CLAUSULA C.E.R.		60	45
PERDIDAS DIVERSAS		150.433	424.290
- INTERESES PUNITORIOS Y CARGOS A FAVOR DEL B.C.R.A.		850	58
- CARGOS POR INCOBRABILIDAD DE CREDITOS DIVERSOS Y POR OTRAS PREVISIONES		85.268	100.933
- OTROS		44.926	31.009
- DEPRECIACION Y PERDIDAS POR BIENES DIVERSOS		1.756	1.347
- AMORTIZACION DE LLAVE DE NEGOCIO		10.700	9.997
- AMORTIZACION DE DIFERENCIAS POR RESOLUCIONES JUDICIALES		6.933	280.946
RESULTADO NETO ANTES DEL IMPUESTO A LAS GANANCIAS		1.834.501	713.275
IMPUESTO A LAS GANANCIAS		727.239	244.145
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO		1.107.262	469.130

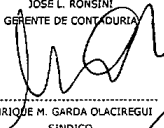
 DIANA INGLESE DE MIGUEZ GERENTE DE CONTABILIDAD	 DANIEL LLAMBRAS GERENTE GENERAL	 ANTONIO R. GARCES PRESIDENTE	Firmado a los efectos de su identificación con nuestro informe de fecha 14-02-12 PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L. C.P.C.E.C.A.B.A. T° 1 - F° 17
 ENRIQUE M. GARDA OLACIREGUI SINDICO	 NORBERTO D. CORIZZO SINDICO	 LUIS A. DIAZ SINDICO	I. JAVIER CASAS RUA (Socio) Contador Público (U.B.A.) C.P.C.E.C.A.B.A. T° 121 - F° 94


BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.		Página 7 de 77	
"Sociedad No Adherida al Régimen Estatutario Optativo de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria"			
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (Art. 33 - Ley N° 19.550) Información Complementaria a los Estados Contables Anuales CIFRAS EXPRESADAS EN MILES DE PESOS		Correspondiente al ejercicio iniciado el 1ero. de Enero de 2012 y finalizado el 31 de Diciembre de 2012, presentado en forma comparativa	
		31.12.2012	31.12.2011
INGRESOS FINANCIEROS		9.090.866	5.983.030
- INTERESES POR DISPONIBILIDADES		70	534
- INTERESES POR PRESTAMOS AL SECTOR FINANCIERO		59.118	24.644
- INTERESES POR ADELANTOS		699.543	398.533
- INTERESES POR DOCUMENTOS		1.393.332	797.101
- INTERESES POR PRESTAMOS HIPOTECARIOS		125.618	112.656
- INTERESES POR PRESTAMOS PRENDARIOS		35.716	24.443
- INTERESES POR PRESTAMOS DE TARJETAS DE CREDITO		2.932.812	1.744.162
- INTERESES POR ARRENDAMIENTOS FINANCIEROS		130.568	97.496
- INTERESES POR OTROS PRESTAMOS		2.543.591	1.881.433
- RESULTADO NETO DE TITULOS PUBLICOS Y PRIVADOS		937.053	724.813
- RESULTADO NETO POR OPCIONES		1.500	-
- INTERESES POR OTROS CREDITOS POR INTERMEDIACION FINANCIERA		36.324	26.767
- AJUSTES POR CLAUSULA C.E.R.		158	395
- OTROS		195.463	144.265
- DIFERENCIA DE COTIZACION DE ORO Y MONEDA EXTRANJERA		-	5.788
EGRESOS FINANCIEROS		3.922.728	2.259.502
- INTERESES POR DEPOSITOS EN CAJAS DE AHORROS		4.811	6.906
- INTERESES POR DEPOSITOS EN PLAZO FIJO		2.189.161	1.275.817
- INTERESES POR OBLIGACIONES SUBORDINADAS		122.821	114.455
- OTROS INTERESES		54.586	25.899
- INTERESES POR PRESTAMOS INTERFINANCIEROS RECIBIDOS (CALL RECIBIDOS)		9.560	2.843
- INTERESES POR OTRAS FINANCIACIONES DE ENTIDADES FINANCIERAS		49.441	43.939
- RESULTADO NETO POR OPCIONES		-	145
- INTERESES POR OTRAS OBLIGACIONES POR INTERMEDIACION FINANCIERA		596.568	337.598
- APORTES AL FONDO DE GARANTIAS DE LOS DEPOSITOS		57.316	44.874
- DIFERENCIA DE COTIZACION DE ORO Y MONEDA EXTRANJERA		183.251	-
- AJUSTES POR CLAUSULA C.E.R.		65	93
- OTROS		655.148	406.933
MARGEN BRUTO DE INTERMEDIACION		5.168.138	3.723.528
CARGO POR INCOBRABILIDAD		1.347.302	843.370
INGRESOS POR SERVICIOS		5.031.017	3.757.799
- VINCULADOS CON OPERACIONES ACTIVAS		1.180.982	947.655
- VINCULADOS CON OPERACIONES PASIVAS		761.951	645.524
- OTRAS COMISIONES		108.945	72.946
- OTROS		2.979.139	2.091.674
EGRESOS POR SERVICIOS		1.453.149	1.067.975
- COMISIONES		636.418	457.953
- OTROS		816.731	610.022
GASTOS DE ADMINISTRACION		5.612.403	4.064.052
- GASTOS EN PERSONAL		3.142.970	2.274.216
- HONORARIOS A DIRECTORES Y SINDICOS		47.435	35.600

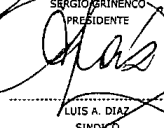

 JOSE L. RONSINI
 GERENTE DE CONTABILIDAD

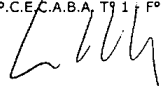

 BRUNO FOLINO
 GERENTE


 SERGIO BRINENCO
 PRESIDENTE



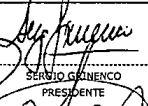
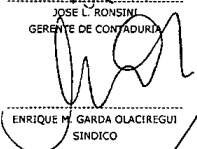

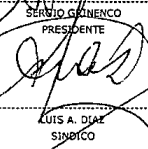

 ENRIQUE M. GARDA OLACIREGUI
 SINDICO


 NORBERTO D. CORIZZO
 SINDICO

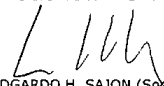

 LUIS A. DIAZ
 SINDICO

Firmado a los efectos de su identificación
 con nuestro informe de fecha 14-02-13
 PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.
 C.P.C.E.C.A.B.A. Tº 11 - Fº 17

 EDGARDO H. SAJON (Socio)
 Contador Público (U.B.)
 C.P.C.E.C.A.B.A. Tº 129 - Fº 123

BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.		Página 8 de 77
"Sociedad No Adherida al Régimen Estatutario Optativo de Oferta Pública de Adquisición Obligatoria"		
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (Art. 33 - Ley N° 19.550) Información Complementaria a los Estados Contables Anuales CIFRAS EXPRESADAS EN MILES DE PESOS	Correspondiente al ejercicio iniciado el 1ero. de Enero de 2012 y finalizado el 31 de Diciembre de 2012, presentado en forma comparativa	
	31.12.2012	31.12.2011
- OTROS HONORARIOS	232.611	174.508
- PROPAGANDA Y PUBLICIDAD	357.944	276.983
- IMPUESTOS	390.564	264.300
- DEPRECIACION DE BIENES DE USO	113.913	91.301
- AMORTIZACION DE GASTOS DE ORGANIZACION	197.845	103.567
- OTROS GASTOS OPERATIVOS	704.757	518.011
- OTROS	424.364	325.566
RESULTADO NETO POR INTERMEDIACION FINANCIERA	1.786.301	1.505.930
RESULTADO POR PARTICIPACIONES DE TERCEROS	(108.826)	(108.742)
UTILIDADES DIVERSAS	655.146	587.757
- RESULTADO POR PARTICIPACIONES PERMANENTES	135.003	144.555
- INTERESES PUNITORIOS	146.703	87.106
- CREDITOS RECUPERADOS Y PREVISIONES DESAFECTADAS	254.663	224.384
- OTROS	118.675	131.652
- AJUSTES POR CLAUSULA C.E.R.	102	60
PERDIDAS DIVERSAS	241.948	150.433
- INTERESES PUNITORIOS Y CARGOS A FAVOR DEL B.C.R.A.	222	850
- CARGOS POR INCOBRABILIDAD DE CREDITOS DIVERSOS Y POR OTRAS PREVISIONES	165.015	85.268
- OTROS	59.174	44.926
- DEPRECIACION Y PERDIDAS POR BIENES DIVERSOS	1.085	1.756
- AMORTIZACION DE LLAVE DE NEGOCIO	-	10.700
- AMORTIZACION DE DIFERENCIAS POR RESOLUCIONES JUDICIALES	16.452	6.933
RESULTADO NETO ANTES DEL IMPUESTO A LAS GANANCIAS	2.090.673	1.834.512
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	789.559	727.239
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	1.301.114	1.107.273

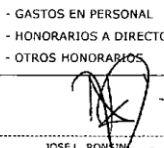
 JOSE L. RONCHINI GERENTE DE CONTADURIA	 BRUNO FOLINO GERENTE	 SERGIO QUIÑENCO PRESIDENTE
 ENRIQUE M. GARDA OLACIREGUI SINDICO	 NORBERTO D. CORIZZO SINDICO	 LUIS A. DIAZ SINDICO

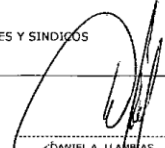
Firmado a los efectos de su identificación con nuestro Informe de fecha 14-02-13
PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.
C.P.C.E.C.A.B.A. T° 1 - F° 17

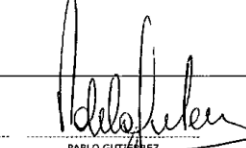


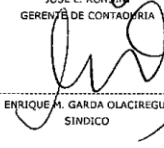
EDGARDO H. SAJON (Socio)
Contador Público (U.B.)
C.P.C.E.C.A.B.A. T° 129 - F° 123

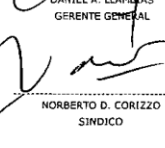
BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.		Página 7 de 88	
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (Art. 33 - Ley N° 19.550) Información Complementaria a los Estados Contables Anuales CIFRAS EXPRESADAS EN MILES DE PESOS		Correspondiente al ejercicio iniciado el 1ero. de Enero de 2013 y finalizado el 31 de Diciembre de 2013, presentado en forma comparativa	
		31.12.2013	31.12.2012
INGRESOS FINANCIEROS		13.073.823	9.090.866
- INTERESES POR DISPONIBILIDADES		17	70
- INTERESES POR PRESTAMOS AL SECTOR FINANCIERO		102.313	59.118
- INTERESES POR ADELANTOS		923.212	699.543
- INTERESES POR DOCUMENTOS		2.499.879	1.393.332
- INTERESES POR PRESTAMOS HIPOTECARIOS		208.576	125.618
- INTERESES POR PRESTAMOS PRENDARIOS		59.972	35.716
- INTERESES POR PRESTAMOS DE TARJETAS DE CREDITO		4.308.803	2.932.812
- INTERESES POR ARRENDAMIENTOS FINANCIEROS		187.232	130.568
- INTERESES POR OTROS PRESTAMOS		3.100.396	2.543.591
- RESULTADO NETO DE TITULOS PUBLICOS Y PRIVADOS		951.803	937.053
- RESULTADO NETO POR OPCIONES		-	1.500
- INTERESES POR OTROS CREDITOS POR INTERMEDIACION FINANCIERA		62.623	36.324
- AJUSTES POR CLAUSULA C.E.R.		59	158
- OTROS		668.938	195.463
EGRESOS FINANCIEROS		6.157.563	3.922.728
- INTERESES POR DEPOSITOS EN CAJAS DE AHORROS		4.927	4.811
- INTERESES POR DEPOSITOS EN PLAZO FIJO		3.751.474	2.189.161
- INTERESES POR OBLIGACIONES SUBORDINADAS		156.150	122.821
- OTROS INTERESES		28.335	54.586
- INTERESES POR PRESTAMOS INTERFINANCIEROS RECIBIDOS (CALL RECIBIDOS)		15.788	9.560
- INTERESES POR OTRAS FINANCIACIONES DE ENTIDADES FINANCIERAS		90.113	49.441
- RESULTADO NETO POR OPCIONES		2.487	-
- INTERESES POR OTRAS OBLIGACIONES POR INTERMEDIACION FINANCIERA		892.527	596.568
- APORTES AL FONDO DE GARANTIAS DE LOS DEPOSITOS		75.235	57.316
- DIFERENCIA DE COTIZACION DE ORO Y MONEDA EXTRANJERA		191.726	183.251
- AJUSTES POR CLAUSULA C.E.R.		125	65
- OTROS		948.676	655.148
MARGEN BRUTO DE INTERMEDIACION		6.916.260	5.168.138
CARGO POR INCOBRABILIDAD		1.776.255	1.347.302
INGRESOS POR SERVICIOS		6.760.347	5.031.017
- VINCULADOS CON OPERACIONES ACTIVAS		1.535.585	1.180.982
- VINCULADOS CON OPERACIONES PASTIVAS		899.698	761.951
- OTRAS COMISIONES		183.909	108.945
- OTROS		4.141.155	2.979.139
EGRESOS POR SERVICIOS		1.994.128	1.453.149
- COMISIONES		927.242	636.418
- OTROS		1.066.886	816.731
GASTOS DE ADMINISTRACION		7.196.580	5.612.403
- GASTOS EN PERSONAL		4.197.369	3.263.908
- HONORARIOS A DIRECTORES Y SINDICOS		61.388	47.435
- OTROS HONORARIOS		190.627	111.673

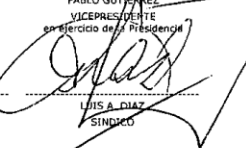

 JOSÉ L. ROMÁN
 GERENTE DE CONTABILIDAD


 DANIEL A. LLANURAS
 GERENTE GENERAL


 PABLO GUTIÉRREZ
 VICEPRESIDENTE
 en ejercicio de la Presidencia



 ENRIQUE A. GARDA OLACIREGUI
 SINDICO


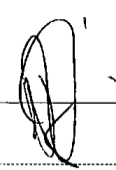
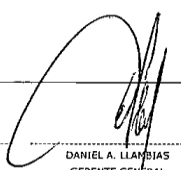
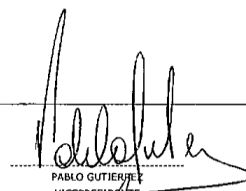
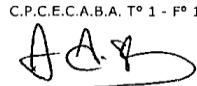
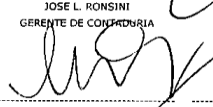
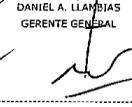
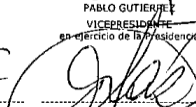

 NORBERTO D. CORIZZO
 SINDICO


 LUIS A. DÍAZ
 SINDICO

Firmado a los efectos de su identificación con nuestro informe de fecha 18-02-14 PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.

C.P.C.E.C.A.B.A. T° 1 - F° 17


 DIEGO SISTO (Socio)
 Contador Público (U.C.A.)
 C.P.C.E.C.A.B.A. T° 274 - F° 12

BANCO DE GALICIA Y BUENOS AIRES S.A.		Página 8 de 88	
ESTADO DE RESULTADOS CONSOLIDADO (Art. 33 - Ley N° 19.550) Información Complementaria a los Estados Contables Anuales CIFRAS EXPRESADAS EN MILES DE PESOS		Correspondiente al ejercicio iniciado el 1ero. de Enero de 2013 y finalizado el 31 de Diciembre de 2013, presentado en forma comparativa	
		31.12.2013	31.12.2012
- PROPAGANDA Y PUBLICIDAD		381.811	357.944
- IMPUESTOS		536.088	390.564
- DEPRECIACION DE BIENES DE USO		150.423	113.913
- AMORTIZACION DE GASTOS DE ORGANIZACION		246.066	197.845
- OTROS GASTOS OPERATIVOS		894.285	704.757
- OTROS		538.523	424.364
RESULTADO NETO POR INTERMEDIACION FINANCIERA		2.709.644	1.786.301
RESULTADO POR PARTICIPACIONES DE TERCEROS		(143.305)	(108.826)
UTILIDADES DIVERSAS		771.587	655.146
- RESULTADO POR PARTICIPACIONES PERMANENTES		149.817	135.003
- INTERESES PUNITORIOS		210.150	146.703
- CREDITOS RECUPERADOS Y PREVISIONES DESAFECTADAS		260.048	254.663
- OTROS		151.572	118.675
- AJUSTES POR CLAUSULA C.E.R.		-	102
PERDIDAS DIVERSAS		322.699	241.944
- INTERESES PUNITORIOS Y CARGOS A FAVOR DEL B.C.R.A.		687	222
- CARGOS POR INCOBRABILIDAD DE CREDITOS DIVERSOS Y POR OTRAS PREVISIONES		211.145	165.015
- OTROS		101.196	59.170
- DEPRECIACION Y PERDIDAS POR BIENES DIVERSOS		880	1.085
- AMORTIZACION DE DIFERENCIAS POR RESOLUCIONES JUDICIALES		8.791	16.452
RESULTADO NETO ANTES DEL IMPUESTO A LAS GANANCIAS		3.015.227	2.090.677
IMPUESTO A LAS GANANCIAS		1.178.348	789.559
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO		1.836.879	1.301.118
			
 JOSE L. RONSINI GERENTE DE CONTABILIDAD	 DANIEL A. LLAMBRAS GERENTE GENERAL	 PABLO GUTIERREZ VICEPRESIDENTE en ejercicio de la presidencia	Firmado a los efectos de su identificación con nuestro informe de fecha 18-02-14 PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L. C.P.C.E.C.A.B.A. T° 1 - F° 17  DIEGO SISTO (Socio) Contador Público (U.C.A.) C.P.C.E.C.A.B.A. T° 274 - F° 12
 ENRIQUE M. GARDIA OLACIREGUI SINDICO	 NORBERTO D. CORIZZO SINDICO	 LUIS A. DIAZ SINDICO	

Información Financiera

[Home](#) [Mail](#) [News](#) [Sports](#) [Finance](#) [Weather](#) [Games](#) [Groups](#) [Answers](#) [Screen](#) [Flickr](#) [Mobile](#) [More](#)

YAHOO! FINANCE

[Finance Home](#) [My Portfolio](#) [Market Data](#) [Yahoo Originals](#) [Business & Finance](#) [Personal Finance](#) [CNBC](#) [Contributors](#)

Tue, Oct 14, 2014, 6:19pm EDT - US Markets are closed [Streaming](#) [Report an Issue](#)

Dow +0.04% Nasdaq +0.32%

More On GGAL

QUOTES

- Summary
- Order Book
- Options
- Historical Prices
- CHARTS
- Interactive
- Basic Chart
- Basic Tech. Analysis
- NEWS & INFO
- Headlines
- Press Releases
- Company Events
- Message Boards
- Market Pulse
- COMPANY
- Profile
- Key Statistics
- SEC Filings

Grupo Financiero Galicia S.A. (GGAL) - NasdaqCM

11.73 +0.34 (2.99%) 4:00PM EDT

After Hours : **11.73** 0.00 (0.00%) 4:08PM EDT - Nasdaq Real Time Price

Prev Close:	11.39	Day's Range:	11.26 - 12.02
Open:	11.50	52wk Range:	7.30 - 18.50
Bid:	11.40 x 800	Volume:	438,732
Ask:	13.68 x 100	Avg Vol (3m):	738,738
1y Target Est:	14.17	Market Cap:	1.53B
Beta:	1.21	P/E (ttm):	4.77
Next Earnings Date:	N/A	EPS (ttm):	2.46
		Div & Yield:	0.03 (0.30%)

People viewing **GGAL** also viewed:
[TS](#) [BMA](#) [YPF](#) [BFR](#) [TEO](#) [C](#)

Quotes delayed, except where indicated otherwise. Currency in USD.

Grupo Financiero Galicia S.A.

GGAL Oct 14, 4:00pm EDT

1d 5d 1m 3m 6m 1y 2y 5y max customize chart

Beat the market

[Get the app](#)

United States Government Bonds

US TREASURY YIELDS

10Y: Current 2.32 1M Ago 2.43 1Y Ago 2.60

Bloomberg

Tenor	Coupon	Price	Last	1 Month	1 Year	Time
3 Month	0.0000	0.0150	0.02%	+1	-3	06:44:03
6 Month	0.0000	0.0550	0.06%	+2	-2	06:33:43
12 Month	0.0000	0.0900	0.09%	+1	+1	06:43:42
2 Year	0.3750	99-23½	0.51%	-5	+20	06:30:02
5 Year	1.5000	99-15¼	1.61%	-8	+29	06:31:39
10 Year	2.3750	100-15	2.32%	-9	-26	06:22:37
30 Year	3.1250	101-21	3.04%	-8	-65	06:20:49

Change shown in basis points

TREASURY INFLATION PROTECTED SECURITIES (TIPS)

Find Company Name or Symbol

Recommended Symbols:
 DXY (CUR) | USDRUB (CUR) | BDIY (IND)
 | EURUSD (CUR)

Insight. In sight.

BLOOMBERG VISUAL DATA
GET THE LATEST >>

Bloomberg

FUTURES IN FOCUS

SPONSORED BY [Interactive Brokers](#) [CME Group](#)

FUTURES IN FOCUS GOLD (GC)

INDICE BIBLIOGRÁFICO

a- General

BREALEY, Richard y Otros, Principios de Finanzas Corporativas, trad. DERAS QUIÑONES, Adolfo y TINOCO ZERMEÑO, Miguel Ángel, 9º Edición, (México, s.f.)

ROSS, Stephen A.y Otros, Finanzas Corporativas, Mc Graw Hill, 9º Edición.

b- Especial

BRUNER Robert F., EADES Kenneth M., HARRIS Robert S. y HIGGINS Robert C., Las mejores prácticas en la estimación del costo de capital.

LATORRE, Claudia, El Mercado de Capitales Trabajo publicado en la Universidad del Quindío, Facultad de Ciencias Económicas.

c- Otras Publicaciones

Consultas a Bases de Información, en Internet: www.bolsar.com, Octubre de 2014.

Consultas a Bases de Información, en Internet: www.gfgsa.com,
Octubre de 2014.

Consultas a Bases de Información, en Internet:
www.bloomberg.com, Octubre de 2014.

Consultas a Bases de Información, en Internet:
finance.yahoo.com, Octubre de 2014.

Consultas a Bases de Información, en Internet:
www.puentenet.com, Octubre de 2014.

Consultas a Bases de Información, en Internet:
www.encyclopediafinanciera.com, Octubre de 2014.

INDICE ANALÍTICO

Prólogo 1

CAPITULO I.

El Valor del Dinero en el Tiempo

1- Introduccion2
2- El Valor Actual3
3- El Valor Actual Neto.....5
4- Valuacion de Efectivo en Varios Periodos9
5- Valores Actuales y Tasas de Rentabilidad 10
6- El Interes Compuesto y la Formula del Valor Actual..... 13
7- Simplificacion de las Formulas de Valor Actual 17

CAPITULO II

El Mercado de Capitales y las Acciones Ordinarias

1- Introduccion21
2- Las Acciones Ordinarias23
3- El Valor de Una Empresa24
4- Valuacion de Acciones Ordinarias25
5- EL Riesgo de Mercado38
5- Determinacion de la Tasa de Costo de Capital39
6- Modelo de Valuacion de Capital (CAPM)41

CAPITULO III

Grupo Financiero Galicia (GGA)

1- Introduccion	44
2- Analisis del Proyecto de Inversion	47
Conclusion.....	51
Anexos	52
Indice bibliografico.....	61
Indice Analitico	63