



Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación
Valuación de Grupo Supervielle

Autor: Lorena V. Castagniaro

DNI: 30.654.507

Director del Trabajo: Federico J. Filgueira

Buenos Aires, 18 de Julio de 2019

1.	INTRODUCCIÓN	2
2.	DESCRIPCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO	4
2.1	PROFUNDIDAD	9
2.2	RENTABILIDAD	10
2.3	CALIDAD DE LA CARTERA	10
2.4	ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD GLOBAL	11
3.	EVOLUCIÓN DE LOS REQUERIMIENTOS DE CAPITAL	12
3.1	INTRODUCCIÓN	12
3.2	EVOLUCIÓN DEL MARCO REGULATORIO DE CAPITAL	14
3.3	RESPUESTA DEL BCRA PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE LOS ESTÁNDARES INTERNACIONALES	17
3.4	NIVELES DE CAPITAL REQUERIDOS POR EL BCRA	19
4.	ANÁLISIS DE LA EMPRESA	24
4.1	INTRODUCCIÓN	24
4.2	DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO	25
4.3	ESTRATEGIA	32
4.4	COMPETENCIA.....	33
5.	ANÁLISIS FINANCIERO	38
5.1	INTRODUCCIÓN	38
5.2	LIQUIDEZ Y FONDEO	40
5.3	COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE CRÉDITO	42
5.4	CALIDAD DE LA CARTERA	43
5.5	INDICADORES DE DESEMPEÑO	43
5.6	CAPITAL	46
5.7	RATIOS DE GESTIÓN	47
6.	VALUACIÓN	49
6.1	METODOLOGÍA DE VALUACIÓN	49
6.2	PROYECCIÓN DE VARIABLES MACROECONÓMICAS Y DEL SECTOR	51
6.3	MODELO DE PROYECCIÓN DE ESTADOS CONTABLES.....	56
6.4	CÁLCULO DEL COSTO DE CAPITAL	83
6.5	VALUACIÓN POR DCF.....	86
6.5.1	<i>DETERMINACIÓN DE LOS FLUJOS DE FONDOS</i>	86
6.5.2	<i>VALOR TERMINAL</i>	90
6.5.3	<i>DETERMINACIÓN DEL VALOR DEL EQUITY: PRIMER OBJETIVO DEL TRABAJO DE VALUACIÓN</i>	95
6.5.4	<i>DETERMINACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR: SEGUNDO OBJETIVO DEL TRABAJO DE VALUACIÓN</i>	95
6.6	ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD: SHOCK IDIOSINCRÁTICO	99
6.7	VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS.....	101
7.	CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES	104
8.	REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS	108

1. INTRODUCCIÓN

El presente trabajo tiene como objetivo realizar una valuación para determinar un rango de precios entre los cuales la acción del Grupo Supervielle S.A debería situarse al 31 de Diciembre de 2018, y compararlo con el precio observado en el mercado a tal fecha. A partir de estos resultados, se abordarán diferentes conclusiones relacionadas con la creación del valor para el accionista.

El motivo por el cual se ha seleccionado al Grupo Supervielle S.A, se debe a que durante el 2016 amplió su capital través de la Oferta Pública Inicial de acciones (IPO) y, a partir de ese momento, cotiza en el Mercado de Valores de Buenos Aires y en la Bolsa de Comercio de Nueva York.

En este sentido, resulta interesante analizar si las expectativas del mercado al momento de suscribir las acciones se materializaron en lo que se refiere a su performance, y en esta línea, determinar si generan valor para el accionista con una visión a largo plazo.

Por otro lado, abordar un trabajo de valuación para la industria financiera conlleva importantes desafíos relacionados con:

- La proyección de los flujos y el impacto del entorno macroeconómico en los mismos,
- El exigente marco regulatorio en materia de capital que deben cumplir las entidades, lo cual afecta a la valuación

Adicionalmente, el trabajo intentará responder en simultáneo a las siguientes preguntas:

- ¿Cuál será el ROE y el ratio Precio Valor Libro¹ “estacionario” de largo plazo del sector financiero en un contexto de inflación descendente?
- ¿Cuál será la métrica de gestión que puede indicar si el Grupo Supervielle S.A. crea valor para el accionista?

¹ Ratio Precio Valor Libros, conocido como Price to Book Value (P/BV).

En resumen, el presente trabajo se divide en seis secciones. En el capítulo siguiente, segunda sección del documento, se describirá el sistema financiero argentino. A continuación, se realizará una breve reseña de la evolución del marco de capital de Basilea y la respuesta del BCRA para implementar los estándares internacionales a nivel local, en materia de solvencia. Luego, se abordará la estrategia del Grupo Supervielle y se abordará el análisis de competencia considerando a las entidades financieras que cotizan en el mercado local. Seguidamente a este apartado, se avanzará con el análisis financiero de la compañía. El siguiente paso será estimar el valor del paquete accionario del Grupo a través del modelo de DCF y por múltiplos. Finalmente, se presentarán las conclusiones de la valuación y se desarrollará una respuesta a las preguntas formuladas como disparadores del presente trabajo.



Universidad de
San Andrés

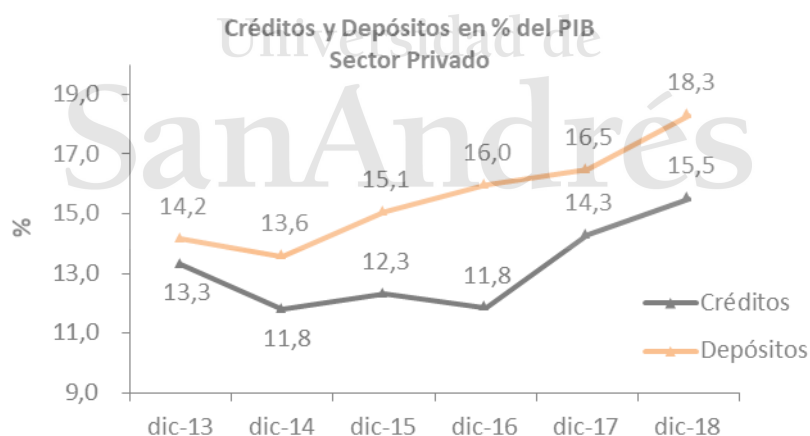
2. DESCRIPCIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO

Debido a las condiciones macroeconómicas y de política de los últimos años, el sistema financiero argentino se ha caracterizado por ser transaccional y con bajo nivel de bancarización.

No obstante, el Inicio de un proceso de desregulación con un marco adecuado en línea con los estándares internacionales, la inclusión de nuevos actores y el desarrollo de tecnología Big Data, se presentan como una oportunidad para mejorar el grado de competencia en el sector, mejorar la eficiencia y el nivel de servicios a los clientes.

Analizando la evolución de los últimos años del sistema financiero, se destacan los siguientes indicadores relacionados con su performance:

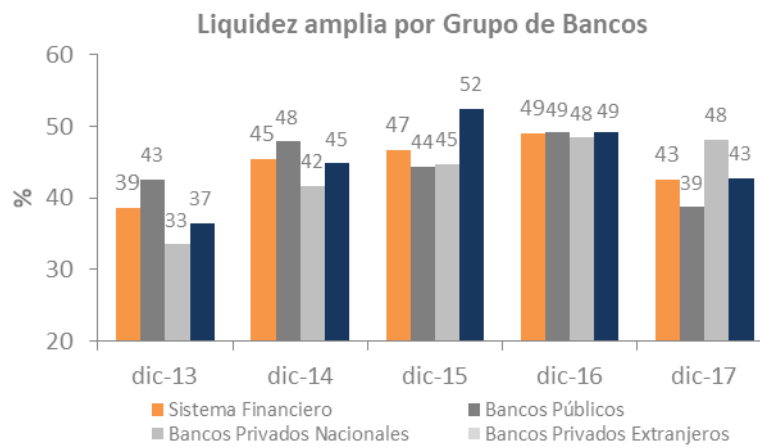
- El financiamiento total al sector privado respecto al PIB ha recuperado dinamismo desde el 2013 (13,3% vs 15,4%, a diciembre de 2018).
- Por su parte, los depósitos de las empresas y familias en términos del PIB, crecieron 4,1% respecto a fines del 2013.



Fuente: BCRA. Elaboración propia.

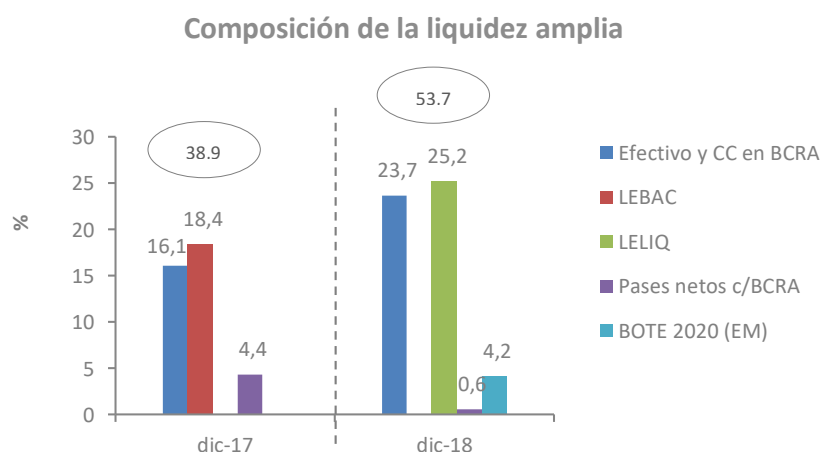
- Los depósitos se mantienen como principal fuente de fondeo debido al bajo nivel de desarrollo de los mercados de capitales.
- El déficit público financiado mediante la emisión de deuda interna, sumado a las altas tasas de política monetaria, hace que los bancos rentabilicen su balance por medio del manejo de la liquidez, en detrimento de la

colocación de créditos. En el siguiente gráfico se observa los altos niveles de liquidez ampliada², por grupo de bancos:



Fuente: BCRA. Elaboración propia

- Los incrementos en las exigencias de encajes observados a partir de junio de 2018 repercutieron en la composición de la hoja de balance. La tenencia de LEBAC en poder de los bancos se redujo significativamente en términos del activo, mientras que las tenencias de LELIQ se incrementaron. En una comparación interanual, la liquidez amplia del sistema financiero se incrementó 14,8% respecto a los niveles de diciembre de 2017. A continuación, se expone un gráfico comparativo de los niveles de liquidez del sistema financiero para los últimos dos años.

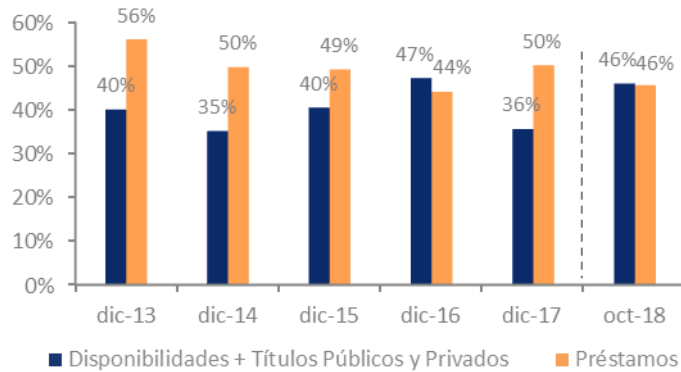


Fuente: BCRA. Elaboración propia

² Liquidez ampliada entendida como $\frac{\text{Cta.Cte en BCRA} + \text{Disponibilidades} + \text{Pases} + \text{Lebac} / \text{Nobac}}{\text{Depósitos}}$

- Los préstamos totales del sistema financiero perdieron peso relativo en los últimos trimestres, hasta alcanzar una participación de 46% en octubre del 2018.

Evolución principales activos del balance



- Dentro de las financiaciones por sector, se destaca un crecimiento del sector privado en detrimento del sector público para el período 2013-2017, manteniéndose esta dinámica a octubre de 2018.

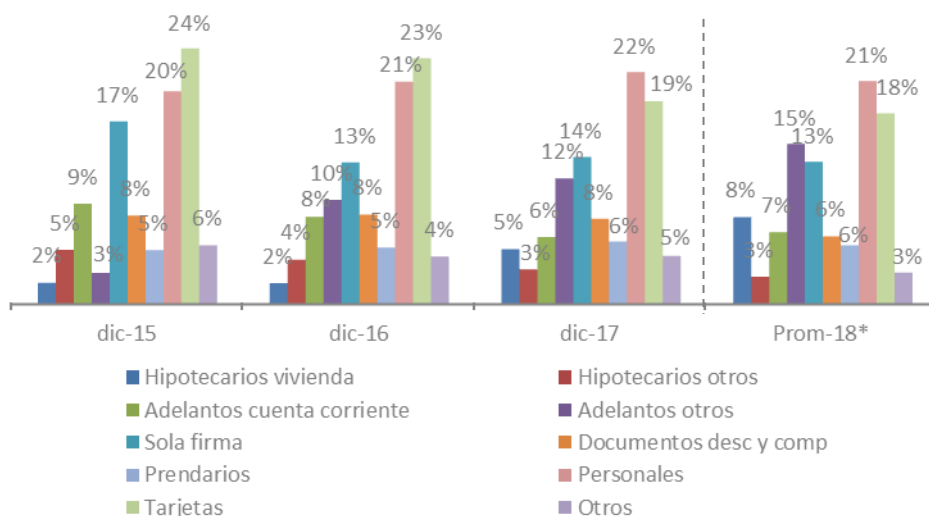
Préstamos por sector



Fuente: BCRA. Elaboración propia

- Realizando un desagregado por línea, los créditos con garantía real y los adelantos en cuenta corriente verificaron el mayor dinamismo, aumentando su participación en el saldo de total del sector privado. A continuación se expone un gráfico con la evolución del sistema financiero desde 2015.

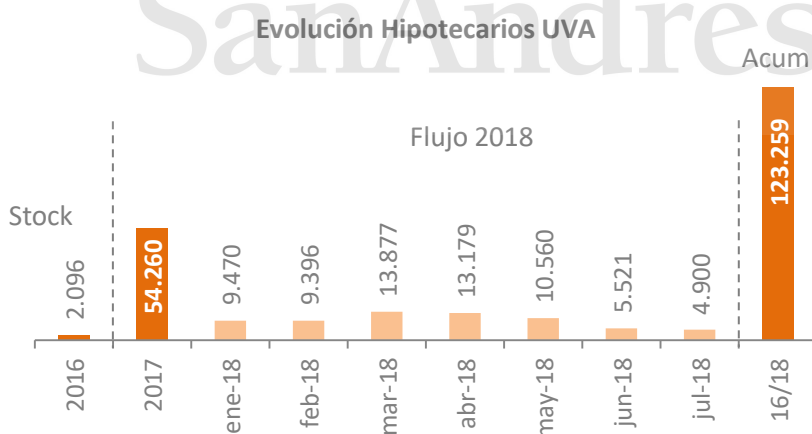
Participación % Sector Privado



Fuente: BCRA. Elaboración propia.

*Promedio de 2018 Enero/Octubre

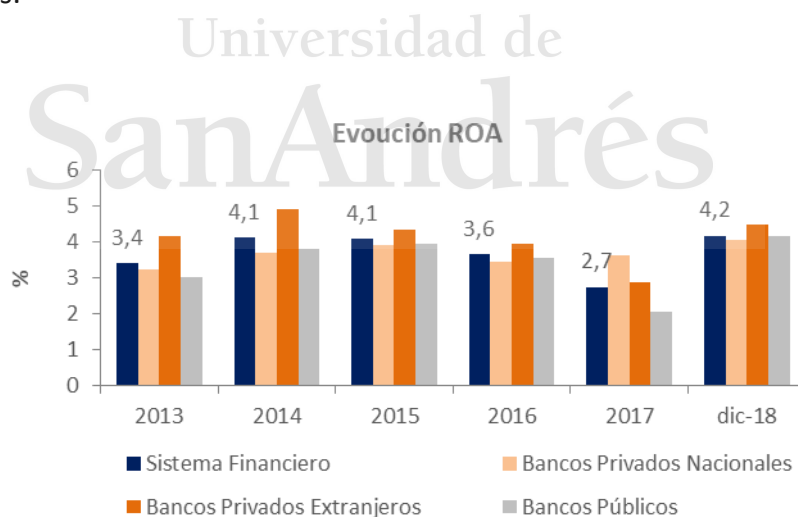
- En términos de desarrollo y eficiencia, durante el 2016 se crea la Unidad de Valor Adquisitivo (UVA) con el objeto de ofrecer al sistema un instrumento útil para otorgar crédito de largo plazo y, en particular, impulsar el crédito hipotecario. Estos préstamos jugaron un rol importante en esta expansión de la intermediación³. En el siguiente gráfico se expone la evolución desde el inicio de su implementación hasta julio de 2018:



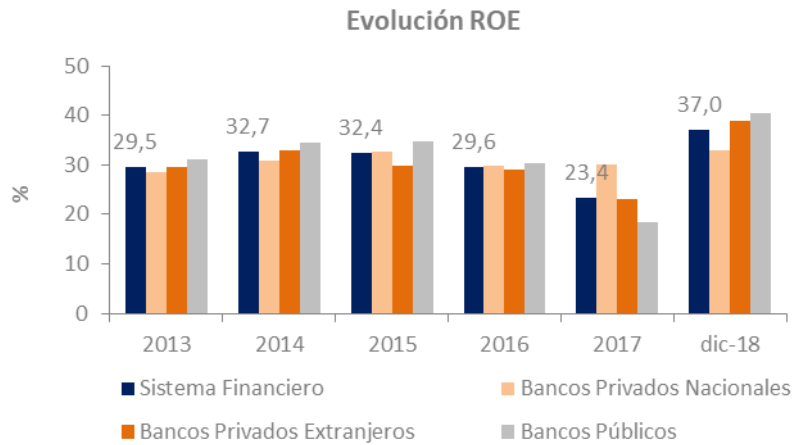
Fuente: BCRA. Elaboración propia

³ La contracara de la dinámica en UVA es el fondeo. Para el correcto funcionamiento de esta línea es fundamental el desarrollo de los instrumentos para reducir el descalce (colocación de Obligaciones Negociables y securitizaciones). En este sentido, el gran desafío del sistema bancario es dejar de ser estrictamente transaccional y empezar a intermediar ahorro de mediano y largo plazo.

- La evolución de las hipotecas UVA registrada hasta el segundo semestre de 2018 se vio afectada por la fuerte volatilidad cambiaria, reduciéndose las operaciones de compra-venta por la caída en el poder de compra en dólares, para tomadores de préstamos en pesos. Si bien el riesgo sistémico asociado a estas exposiciones resulta bajo (3,7% del activo del sistema financiero y morosidad -considerando hipotecarios y prendarios - del 0,6%), su evolución hacia adelante dependerá de la performance de las distintas variables macro-financieras.
- La rentabilidad nominal del sistema financiero aumentó en los últimos doce meses, vinculado principalmente a mayores ingresos por títulos valores y partidas asociadas a la variación del tipo de cambio. Los resultados para el 2018 representaron un 4,2% del activo (ROA), un incremento del 1,4% respecto del 2017. Las ganancias del sistema financiero en términos del patrimonio (ROE) fueron del 37% para el 2018, 13,6% por encima de lo registrado en el año anterior. No obstante, es importante destacar que este incremento nominal fue inferior al aumento registrado en el nivel de inflación acumulada entre ambos períodos.



Fuente: BCRA. Elaboración propia

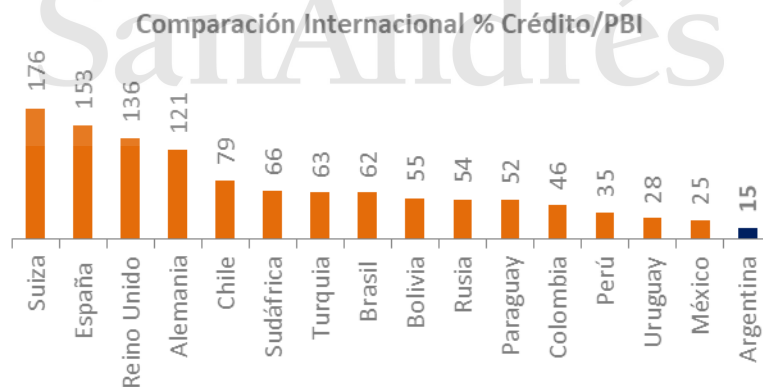


Fuente: BCRA. Elaboración propia

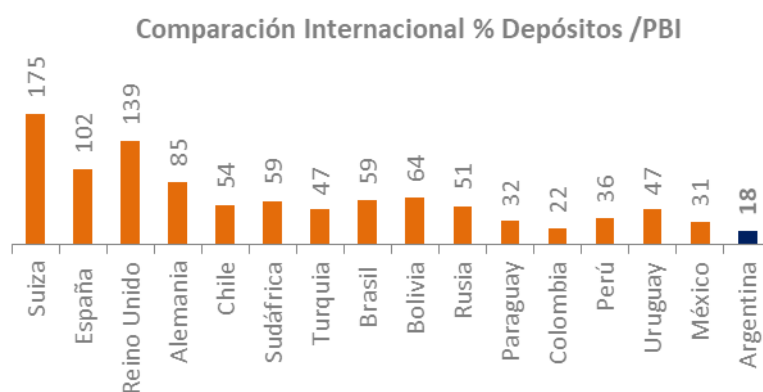
Como complemento del presente apartado, a continuación se presenta una serie de indicadores comparativos entre los principales países de la región y el grupo de desarrollados. Ello con el objetivo de resaltar el bajo nivel de penetración que posee el sistema financiero local, y el potencial de crecimiento de la industria hacia adelante.

2.1 PROFUNDIDAD

De acuerdo a información publicada por el BCRA a diciembre de 2018, el porcentaje de créditos y depósitos del sector privado sobre el PBI, representan el 15% y 18%, respectivamente.



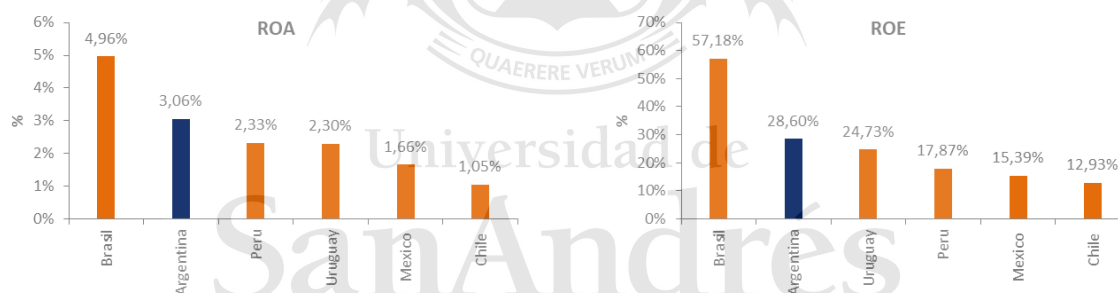
Fuente: BCRA. Elaboración propia



Fuente: BCRA. Elaboración propia

2.2 RENTABILIDAD

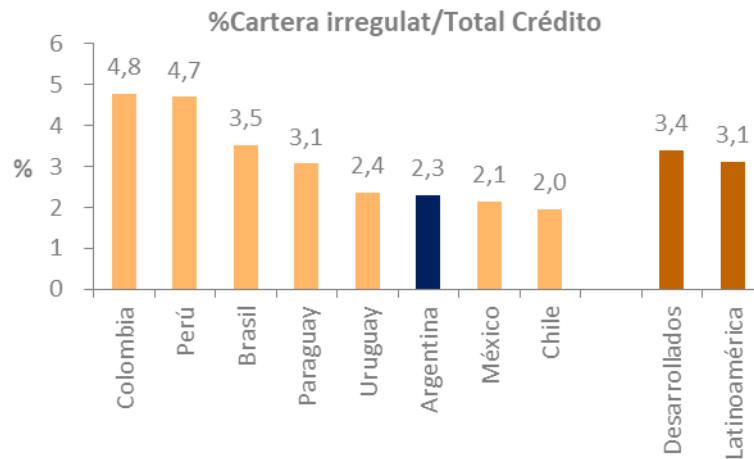
En el informe publicado por la Federación Latinoamericana de Bancos (FELABAN) a septiembre de 2018, se observa que la banca regional muestra una rentabilidad promedio simple sobre activos (ROA) y sobre el patrimonio (ROE), del 2,56% y 15%, respectivamente.



Fuente: FELABAN con información a septiembre de 2018. Elaboración propia

2.3 CALIDAD DE LA CARTERA

En cuanto a la calidad de la cartera crediticia, Argentina presenta bajos niveles de irregularidad, arrojando una tasa de 2,3%, muy por debajo del 2,9% del promedio de los países de Latinoamérica y desarrollados, de acuerdo a la información a septiembre de 2018 publicada por el BCRA:



Fuente: BCRA. Elaboración propia

2.4 ÍNDICE DE COMPETITIVIDAD GLOBAL

Como último indicador comparativo relevante para afianzar el argumento del potencial crecimiento del país y, en consecuencia, expansión de la industria financiera, se expone la evolución del índice de Competitividad Global 2017-2018 (ICG) publicado por el Foro Económico Mundial.

Este indicador permite evaluar la capacidad de una economía para competir en los mercados globales. El ICG se establece analizando 12 pilares que se pueden subdividir en tres categorías:

- Elementos básicos para el desarrollo,
- Potenciadores de eficiencia y
- Sofisticación empresarial e innovación.

El modelo de competitividad del Foro Económico Mundial considera que los países pasan por 3 fases:

- Primera Fase: Economía basada en factores básicos de producción.
- Segunda fase: Economía basada en la eficiencia (nuestro país se encuentra ubicado en esta fase).
- Tercera Fase: Economía basada en la Innovación.

Las primeras posiciones (entre 137 economías) son ocupadas por: Suiza, seguida de Estados Unidos, Singapur, Holanda, Alemania, Hong Kong, Suecia, Reino Unido, Japón y Finlandia.

Dentro de los países más competitivos de América Latina se ubica Chile (puesto 33), seguido por Costa Rica (47), Panamá (50), México (51) y Colombia (66). Argentina se ubica en el puesto 92, volviendo a estar dentro de los 100 más competitivas, aunque sigue estando rezagada dentro de la escala Global. El rendimiento del país sigue siendo pobre en cuanto a eficiencia de los mercados de bienes (133), eficiencia en el mercado laboral (132), entorno macroeconómico (125), desarrollo del mercado financiero (121) e instituciones (113)⁴.

3. EVOLUCIÓN DE LOS REQUERIMIENTOS DE CAPITAL

3.1 INTRODUCCIÓN

Debido a la importante misión que llevan a cabo las entidades de crédito en el sistema financiero, las mismas deben someterse a una regulación estricta para asegurar un correcto funcionamiento, y estabilidad en su conjunto.

Dentro de la regulación aplicable se destaca el ratio de capital o de solvencia. Este coeficiente establece la relación que debe existir entre el capital de la entidad y el riesgo asumido (medido por los activos ponderados por riesgo).

A través de este ratio los bancos deben demostrar que cuentan con un nivel de capital adecuado para que, en caso de incurrir en una pérdida inesperada⁵, ésta pueda ser cubierta con recursos propios sin afectar su operatoria.

⁴ Reporte completo para Argentina. Fuente http://reports.weforum.org/pdf/gci-2017-2018/WEF_GCI_2017_2018_Profile_ARG.pdf

⁵ Las pérdidas se clasifican de acuerdo a su nivel de certidumbre. Por un lado, las pérdidas esperadas las cuales representan las pérdidas que en promedio sufrirá la entidad como consecuencia de su actividad y los riesgos que asume. Estas constituyen un coste inherente al negocio y se incluyen de alguna manera en el precio de las operaciones o actividades que las generan. El elemento principal para la cobertura de estas pérdidas son las provisiones. Por otro lado las Pérdidas inesperadas, las cuales representan las potenciales pérdidas adicionales que se pueden producir, debido a situaciones no previstas en la estimación de la pérdida esperada. En este caso el principal elemento de cobertura y absorción de pérdidas es directamente el Patrimonio o Recursos disponibles por la entidad.

Para asegurar que la entidad cuenta con niveles adecuados de capital, la gestión bancaria juega un papel preponderante. En sentido, se requiere de un proceso constante de evaluación y medición de los riesgos asumidos:

- El “riesgo financiero” que incluye los riesgos de “crédito”, “mercado” y “liquidez”.
- El “riesgo operacional” que incluye los riesgos asociados a fallos en los procesos, en los controles internos, en la tecnología, los relacionados con el fraude y la mala gestión y los originados por catástrofes naturales.
- El “riesgo de negocio” que aparecerá cuando los ingresos no sean suficientes para cubrir los costes fijos y
- “Otros eventos de riesgo” que se asocian a los riesgos políticos, crisis bancarias, etc.

Una adecuada gestión de los riesgos permitirá establecer la proporción adecuada que debe existir entre el capital de la entidad y sus activos en riesgo, para alcanzar un doble objetivo:

- 1) Crear valor de forma sostenible para sus accionistas y, por otro lado,
- 2) Cumplir con la regulación en materia de capital

Para la consecución de ambos objetivos, las entidades deben disponer de un adecuado nivel de capital que opere como “colchón” para absorber las potenciales pérdidas inesperadas derivadas de su actividad, y, por otro lado, modelos de gestión internos que permita relacionar la rentabilidad requerida con el riesgo asumido.

Para cubrir las necesidades de capital, las entidades financieras disponen de una serie de elementos que constituyen el capital propio. En función de los distintos criterios utilizados, ya sea para cubrir la necesidad de capital exigida por el regulador, o bien, por la autoexigida internamente (de acuerdo al nivel de riesgo que está dispuesto asumir), se selecciona qué elementos de ese capital pueden computarse a efectos de medir la suficiencia del mismo.

Existen dos enfoques para el cálculo de las necesidades de capital que varían dependiendo del objetivo de medición: el capital regulatorio y el económico.

- En el capital regulatorio, se establecen los requerimientos de recursos propios mínimos a mantener por una entidad. Dicho requerimiento contempla al riesgo de crédito, de mercado y operacional. Por otro lado, su estimación se realiza conforme a lo establecido el regulador, quien define tanto los criterios como la metodología a emplear para su cuantificación. Con este tipo de medida, el regulador busca garantizar la solvencia del sistema financiero en su conjunto, estableciendo umbrales mínimos del ratio de capital para minimizar posibles riesgos sistémicos.
- Respecto el capital económico, es aquel que la entidad necesita para operar en función de los riesgos a los que se expone en su propia operatoria y determina la cantidad de capital a mantener por una entidad, con el fin de cubrir los riesgos más relevantes a los que se encuentra expuesta. A diferencia del capital regulatorio, los riesgos incluidos y la metodología de estimación son definidos por la propia entidad.

En los últimos años, y con mayor énfasis luego de la última crisis financiera internacional, se impone un entorno regulatorio más exigente y los enfoques de capital enunciados en los párrafos precedentes, cobraron más relevancia dentro del proceso de gestión bancaria. Es por ello que, previo al análisis de los niveles de capital requeridos por el BCRA, se realizará una breve mención acerca la evolución del marco regulatorio de capital, el régimen de supervisión a nivel internacional y la transposición de estos estándares, al sistema financiero local.

3.2 EVOLUCIÓN DEL MARCO REGULATORIO DE CAPITAL

El Comité de Supervisión Bancaria de Basilea es el organismo a nivel internacional que emite normas y recomendaciones con el fin de mejorar y armonizar las reglas aplicables al sistema financiero y, en particular, sobre los niveles de capital mínimos exigibles. Sus declaraciones sirven para que las autoridades de supervisión de cada país

tomen medidas para ponerlas en ejecución, con los arreglos que mejor se adapten a cada sistema nacional.

En el primer acuerdo de capitales emitido por Basilea (1988), su planteamiento era sencillo. Su regla básica consistía en establecer un ratio de solvencia mínimo del 8% del valor total de los activos ponderados por riesgo. El objetivo principal era que este capital debería ser suficiente para hacer frente al Riesgo de Crédito. En 1995, el Comité de Supervisión Bancaria de Basilea publica una enmienda al acuerdo de capital para incorporar Riesgo de Mercado⁶. El principal problema de Basilea I era el ser un modelo demasiado simplista, ya que no consideraba la diferente calidad crediticia de los clientes.

En el acuerdo de Basilea II (2004) y Basilea III (2011) se contempla y amplía las normas iniciadas en Basilea I, y establece nuevas exigencias a través de tres pilares.

- El primer pilar “Requerimiento mínimo de capital”, tiene como objetivo garantizar la solvencia de las entidades exigiendo requerimientos mínimos de capital para cubrir el riesgo el riesgo de crédito, mercado y operacional. En este pilar, se permite a los bancos calcular dichos requerimientos a través de distintos métodos de cálculo que van de menor a mayor complejidad (y sensibilidad al riesgo). En el enfoque estándar, el regulador define las ponderaciones dependiendo del tipo de línea o garantía asociada. En cambio, para los enfoques avanzados es la propia entidad quien desarrolla los parámetros de riesgo para el cálculo de las ponderaciones. Estos modelos deben ser aprobados y monitoreados por el regulador.
- El segundo pilar, “Proceso de revisión supervisora” fomenta que los bancos cuenten con procesos y sistemas para evaluar la suficiencia de capital total en función de su perfil de riesgo. Además, exige que la alta dirección del banco se involucre activamente en el control de los riesgos y en la planificación futura de

⁶ Definido como el riesgo de pérdidas en posiciones dentro y fuera del balance que resultan por movimientos en los precios de mercado. El objetivo de introducir esta enmienda al Acuerdo de Capital era proporcionar un colchón explícito de capital para los riesgos de precio a que están expuestos los bancos, particularmente aquellos que surgen de sus actividades de la cartera de valores.

las necesidades de capital tanto en situaciones normales, como en situaciones de estrés.

- El tercer pilar establece normas de transparencia y exige la publicación periódica de información acerca de las exposiciones de los bancos a los diferentes riesgos y la suficiencia de capital.

Dentro de los aspectos estratégicos más importantes que diferencian Basilea II de Basilea III se destacan los siguientes:

- La modificación y fortalecimiento de la calidad del capital.
- La introducción de mayores requerimientos mínimos de capital por riesgo mercado, contraparte y titulaciones.
- La introducción de medidas de refuerzo de la liquidez.
- La constitución de colchones de capital para evitar la prociclicidad.
- La introducción de una ratio de apalancamiento.
- Introducción de un cargo adicional por “riesgo sistémico” establecidos para aquellas entidades “sistemáticamente importantes” capaces de poner en peligro el sistema financiero por su tamaño.

Para el cómputo de estas medidas, el Comité de Basilea estableció un calendario de implantación gradual, desde el 1 de enero de 2013 al 1 de enero del 2019.

El documento final del marco de Basilea III (o su denominación como Basilea IV, debido a algunos cambios surgidos sobre lo establecido a partir de Basilea III) se terminó de conformar en diciembre de 2017, dando comienzo al período de monitoreo. Si bien algunas reglas ya se están aplicando, las últimas modificaciones entrarán en vigor en forma progresiva desde el 2022 hasta el 2027.

Básicamente, los principales cambios sobre Basilea III se concentran en los siguientes puntos:

- Mejorar la robustez y sensibilidad al riesgo en los enfoques estandarizados para riesgo de crédito, CVA (ajuste de valoración de crédito)⁷ y operacional.
- Restringir el uso de modelos desarrollados por la propia entidad, poniendo límites a ciertas variables utilizadas para calcular los requerimientos de capital bajo métodos avanzados para riesgos de crédito, y eliminado el uso de modelos internos para el riesgo operacional.
- Limitar en mayor proporción el apalancamiento de los bancos de importancia sistémica global⁸ mediante el establecimiento de un colchón de apalancamiento.

En cualquier caso, el objetivo de la reforma del marco normativo continúa siendo el mismo: aumentar la capacidad de las entidades financieras para afrontar turbulencias ocasionadas por situaciones de tensión, (financieras o económicas), mediante el trabajo sobre tres ejes: regulación, supervisión y gestión de los riesgos.

3.3 RESPUESTA DEL BCRA PARA LA IMPLEMENTACIÓN DE LOS ESTÁNDARES INTERNACIONALES

El BCRA trabaja consistentemente para acercar la regulación local a los estándares internacionales. En materia de Capital regulatorio, se optó por el método estándar para el cálculo de los requerimientos de capital tanto para el riesgo de crédito como para mercado y operacional.

En cuanto al capital computable, se introdujeron los ratios mínimos de cobertura y la definición de capital de Basilea III. Si bien la definición de las distintas bases de capital se expondrá en el próximo apartado, lo que hace referencia este punto, es a los

⁷ Exigencia de capital adicional por riesgo de crédito de contraparte en operaciones con derivados en mercados regulados OTC (over the counter). La exigencia de capital se corresponde con el riesgo de pérdidas derivadas de valorar a precios de mercado el riesgo de contraparte esperado.

⁸ El Comité de Basilea desarrolló una metodología que se fundamenta en una medición basada en indicadores cuantitativos y cualitativos para evaluar la importancia sistémica de las entidades financieras. En relación a la identificación de entidades de importancia sistémica a nivel local, y siguiendo los lineamientos internacionales, oportunamente el BCRA determinó que cinco entidades financieras localmente son clasificadas como de importancia sistémica y por tal, constituir mayores requerimientos de capital.

https://www.bcra.gob.ar/SistemasFinancierosYdePagos/Entidades_de_importancia_sistemica.asp

distintos niveles del capital que se deberá alcanzar, respecto a los activos ponderados por riesgos⁹.

Los requisitos del Pilar 2, referidos al proceso de examen supervisor, fueron incorporados a los lineamientos para la gestión de riesgos de las entidades financieras. Las mismas deben contar con un proceso interno, para evaluar la suficiencia de su capital económico en función de su perfil de riesgo en situación normal y bajo escenarios de estrés, y definir una estrategia para mantener el nivel de capital a lo largo del tiempo.

A partir de enero de 2015 se implementó un colchón adicional del 1% de sus activos ponderados por riesgos para las entidades que se clasifiquen como bancos de importancia sistémica global.

Desde enero de 2015 hasta diciembre de 2017 el coeficiente de apalancamiento se publicaba solo a título informativo. A partir de enero de 2018 este coeficiente se transformó de cumplimiento obligatorio con un mínimo del 3%.

A fin de evitar que las situaciones de estrés de liquidez afecten al sistema, se puso en vigencia el ratio de cobertura de liquidez a partir de enero de 2015. Adicionalmente, se implementó el coeficiente de financiación estable neta a partir de enero de 2018 para limitar el fondeo de corto plazo del segmento mayorista.

En lo que se refiere a la distribución de dividendos, se establecieron niveles de capital adicional, sobre los activos ponderados por riesgos. La insuficiente constitución de esta reserva, limitará la posibilidad de las entidades de distribuir dividendos.

En lo que respecta al Pilar 3, a partir de febrero de 2013 las entidades publican en sus páginas de internet el informe denominado “Disciplina de mercado”, donde se incorpora información cualitativa y cuantitativa para que los participantes del mercado puedan evaluar la liquidez y solvencia de las entidades financieras.

⁹ Capital ordinario, capital de nivel 1 y el capital total deben cubrir 4,5%, 6% y 8% de los activos ponderados por riesgo, respectivamente.

http://www.bcra.gob.ar/Pdfs/PoliticasyHoja_ruta_Basilea_III.pdf

En resumen, las medidas implementadas buscan transponer a nivel local los principales aspectos de la propuesta del marco de Basilea. Debido a estos cambios normativos, los bancos se enfrentan a nuevas exigencias, teniendo que adaptar tanto sus decisiones estratégicas, modelos de negocios, así como también la gestión de los riesgos.

3.4 NIVELES DE CAPITAL REQUERIDOS POR EL BCRA

El BCRA establece los requerimientos mínimos de capital regulatorio a mantener por una entidad conforme a lo establecido en la norma de capitales mínimos de las entidades financieras, en la cual se definen tanto los criterios, como la metodología a emplear para su cuantificación.

El capital regulatorio se fundamenta en los siguientes conceptos:

- **Activos Ponderados por Riesgos (APR):** Es una medida que identifica la posición en riesgo de la entidad. En el caso de Riesgo de Crédito, es el resultado de multiplicar los diferentes activos del balance por una ponderación determinada establecida por el regulador. Atendiendo a la contraparte y a sus características específicas, se distinguen las siguientes categorías de exposición y ponderación:

Exposición	Moneda	% Ponderador	Exposición	% Ponderador
Efectivo	ARS	0%	Cartera minorista	75%
	me	0%	Empresas	100%
Disponibilidades (encaje)	ARS	0%	Hipoteca residencial	35%
	me	0%	Hipoteca comercial	50%
Exposición con el BCRA (títulos públicos y letras)	ARS	0%	Participaciones	150%
	me	100%	Mora	150%
Gobierno Nacional (incluye provincias y municipios)	ARS	0%		
	me	Rating		
Entidades calificadas internacionalmente	me	Rating		
Otros estados soberanos (o sus Bancos Centrales)	me	Rating		

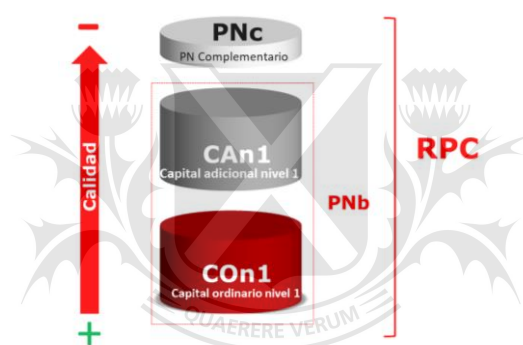
Fuente: Elaboración propia

Para el cálculo de los APR para riesgo de mercado y riesgo operacional, primero se obtienen los requerimientos de capital y luego se los multiplica por 12,5, que es la inversa del requerimiento de capital mínimo 8%. El requerimiento de capital para Riesgo de mercado se estima a partir de la posición neta de los distintos activos sujetos a este riesgo, ponderada en función de sus características, moneda y plazo. Por último, para el cálculo de la exigencia por

riesgo operacional, corresponde aplicar un 15% a los ingresos brutos promedios de los últimos tres años.

En líneas generales, los APR por riesgo de crédito participan en un 80% dentro del total, el riesgo operacional entre un 15% y un 18%, y el riesgo de mercado el porcentaje restante.

- **Base de Capital o Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC):** Son los recursos disponibles para hacer frente a los riesgos a los que se expone la entidad. Se ordena de mejor a peor calidad. Capital Ordinario de nivel (COn1), Capital adicional de nivel 1 (Can1) y Capital Total o RPC.



Fuente: BCRA. Elaboración propia

Capital Ordinario de nivel (COn1): es el capital de máxima calidad, comprende el capital social (excluyendo acciones con preferencia patrimonial), reservas y resultados no asignados.

Capital adicional de nivel 1 (Can1): comprende ciertas estructuras híbridas que pueden ser consideradas como capital regulatorio, tales como las acciones preferentes. Sus requisitos son muy específicos, de los cuales se destacan:

- No podrán tener cláusulas de remuneración escalonada creciente ni otros incentivos para su amortización anticipada.
- La entidad financiera podrá rescatarlos, transcurridos un mínimo de cinco años desde su emisión, siempre que cuente con la

autorización del regulador y sea reemplazado con un instrumento de capital de igual o mayor calidad.

- Discrecionalidad en el pago de dividendos/cupones de interés.
- El pago de dividendos/cupones se efectuará con cargo a partidas distribuibles, de acuerdo a lo establecido en la norma sobre “Distribución de resultados”.
- Los instrumentos que son parte del pasivo deberán absorber pérdidas cuando el coeficiente de CO_{n1} sea inferior al 5,125 % de los Activos Ponderados por Riesgo.

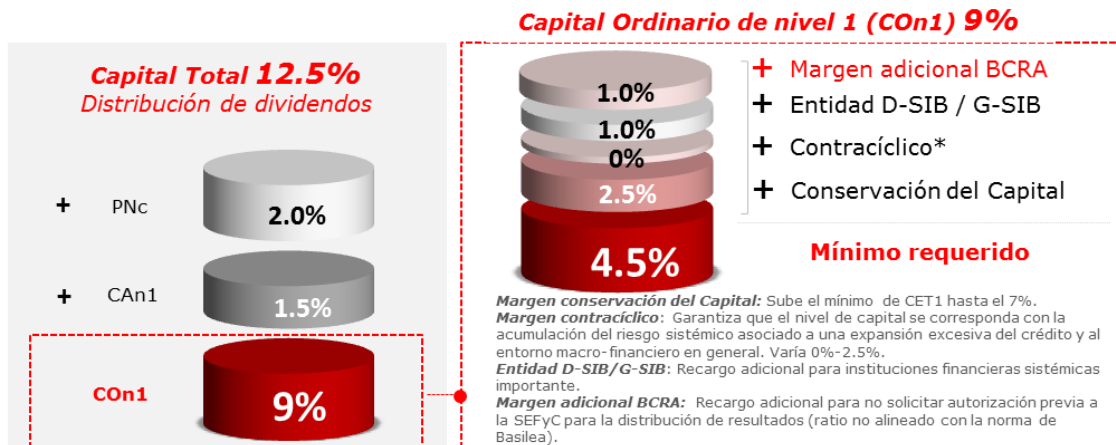
Patrimonio Neto Complementario (PNc): está conformado por deuda subordinada, cuyo principal requisito se destaca en que debe tener un plazo superior a 5 años. También se permite computar las provisiones por riesgo de incobrabilidad en situación normal hasta 1,25% de los Activos Ponderados por Riesgo, de Riesgo de Crédito¹⁰.

La suma de los tres niveles de capital conforma el capital total o la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC).

Los ratios de Capital, son el resultado de dividir las diferentes bases de Capital computables entre los activos ponderados por riesgos. Estos ratios se encuentran sujetos a determinados umbrales mínimos definidos en la normativa vigente, los cuales varían dependiendo de los objetivos de medición.

A continuación, se resumen los niveles que deben integrar las entidades financieras para poder operar, y los requerimientos mínimos establecidos para la distribución de dividendos:

¹⁰ Las provisiones por riesgo de incobrabilidad se corresponden con la cartera clasificada “en situación normal” (puntos 6.5.1. y 7.2.1. de las normas sobre “Clasificación de deudores”) y sobre las financiaciones que se encuentran cubiertas con garantías preferidas “A”.



Fuente: BCRA. Elaboración propia

El ratio de **Capital Ordinario de nivel**, es el resultante de dividir este nivel de capital entre los APR. El ratio mínimo de capital para operar es del 4.5% y 8%, para el capital total o RPC. Si fuese necesario, debido a que la entidad no cuenta con Can1 o PNC suficiente, el CO1 deberá cubrir los requisitos del 1,5% y 2%, respectivamente.

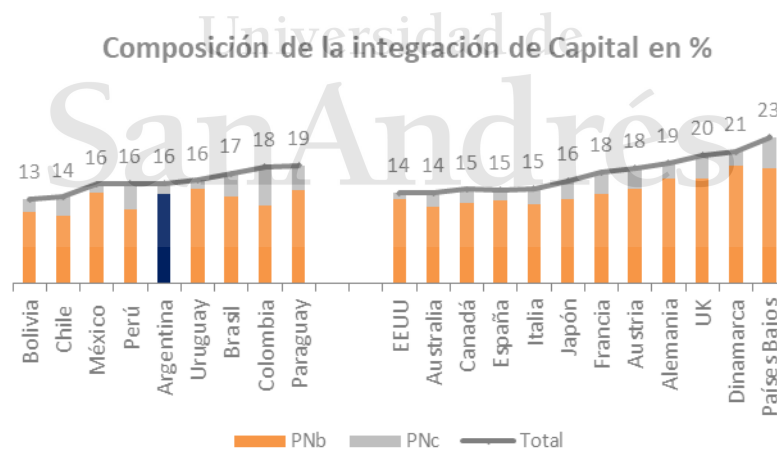
No obstante, para distribuir dividendos las entidades financieras deberán cumplir con la norma de distribución de resultados e integrar adicionalmente a la exigencia de capital mínimo, los siguientes márgenes, con el CO1:

- **Mínimo requerido: 4,5%.**
- **Margen de conservación del Capital del 2,5%:** El objetivo es garantizar que las entidades financieras acumulen recursos propios que puedan utilizar en caso de incurrir en pérdidas, reduciendo de esta forma el riesgo de un incumplimiento de dicha exigencia.
- **Cargo adicional para Entidades clasificadas como de importancia sistémica doméstica y global:** actualmente aplica el 1% pero puede variar entre 0% y 3,5% y lo define el regulador.
- **Margen contracíclico:** actualmente, del 0%: Cuando a criterio del BCRA el crecimiento del crédito fuera excesivo, provocando un incremento del riesgo sistémico, podrá establecer con un período de preaviso de hasta 12 meses la obligación de constituir el margen contracíclico en el rango

comprendido entre el 0 % y el 2,5 % de los activos ponderados por riesgo.

- **Margen adicional BCRA:** A partir de la comunicación “A” 6464, el BCRA dispone incorporar un nuevo requerimiento del 1%, sobre el CON1 hasta el 30/03/2020. Deberán contar con la autorización previa de la SEFyC para la distribución de dividendos las entidades financieras que, para determinar el resultado distribuible, no hayan integrado este nuevo requerimiento sobre el CON1

Realizada esta breve reseña normativa, es importante analizar la composición del capital del Sistema Financiero Argentino, en relación con los países de la región y países desarrollados. Como se observa en el siguiente gráfico¹¹, los niveles de solvencia del Sistema Financiero Argentino son holgados. El ratio de Capital Total al mes de Diciembre de 2018 se ubicó en el 15,8% de los APR. La integración de Capital de Nivel 1, la cual cuenta con la mayor capacidad para absorber eventuales pérdidas, representó el 89% del total. Este valor se encuentra por encima del observado en otras economías de la región, cuyo promedio ronda el 72% (el 85% en países desarrollados).



En los últimos años, las expectativas vinculadas con la expansión del sector y la necesidad de fondeo, ha evidenciado una ampliación de capital en un número creciente de entidades.

¹¹ Datos para Argentina a Diciembre de 2018 e información disponible (2016/2017) de los restantes países de acuerdo a lo publicado en el informe de Estabilidad Financiera del BCRA.

Durante el 2016 y 2017 el sistema financiero local avanzó en la colocación de instrumentos de deuda generando una expansión del capital en sus tres niveles: CON1, Can1 y PNC. En el apartado 4.4 del presente documento, se realizará un análisis benchmark en donde se detallarán los niveles de emisión en los tipos de capital mencionados.

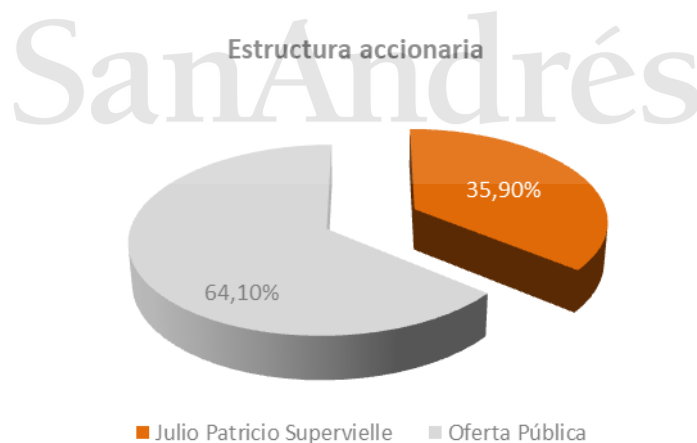
4. ANÁLISIS DE LA EMPRESA

4.1 INTRODUCCIÓN

Previo al análisis del Grupo Financiero, es importante destacar brevemente los motivos por el cual se ha decidido avanzar con su valuación.

El atractivo que emerge se debe principalmente a que durante el 2016 el Grupo Supervielle S.A. amplió su capital través de la Oferta Pública Inicial de acciones (IPO) y, a partir de ese momento, cotiza en el Mercado de Valores de Buenos Aires y en la Bolsa de Comercio de Nueva York.

Como resultado de la oferta, Grupo Supervielle S.A. colocó U\$S 253 millones en la oferta primaria y marcó un hito en el sistema financiero porque representó el primer IPO de un banco argentino desde 2007¹².



Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

La ampliación de capital pretende acompañar el crecimiento de Argentina, alcanzar mayores niveles de bancarización y fortalecer su posición en el sistema financiero

¹² Esta situación se posibilitó gracias al ordenamiento macroeconómico que se dio durante el 2016. Principalmente se destacan: la salida del default, la corrección parcial de los precios relativos y la adaptación a un sistema de flotación administrada para el tipo de cambio, entre otros.

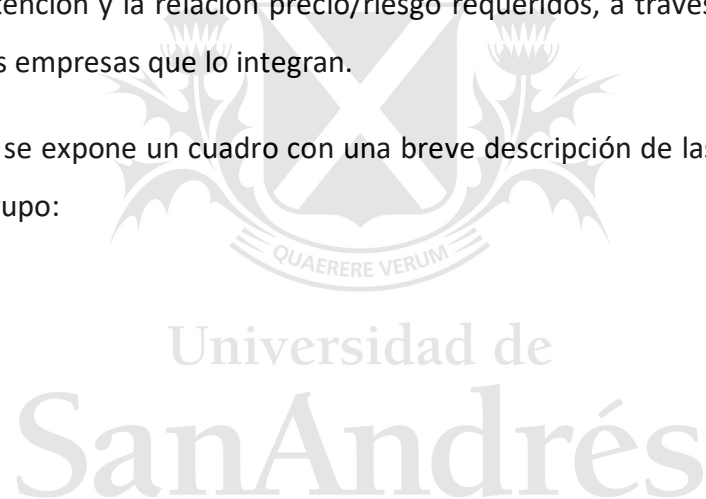
argentino. En este sentido, resulta interesante analizar si las expectativas del mercado al momento de suscribir las acciones se materializaron en su performance, y en esta línea, determinar si genera valor para el accionista

4.2 DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Grupo Supervielle S.A. es un grupo financiero privado de capitales nacionales cuyos orígenes se remontan a 1887. Su principal objetivo es posicionarse como líder del negocio financiero local, mediante una oferta de servicios financieros innovadores, inclusivos y accesibles, llevado a cabo a través de sus diferentes empresas (bancarias y no bancarias).

La estrategia del Grupo permite acceder a cada segmento con la oferta de productos, el modelo de atención y la relación precio/riesgo requeridos, a través de la asistencia de las diferentes empresas que lo integran.

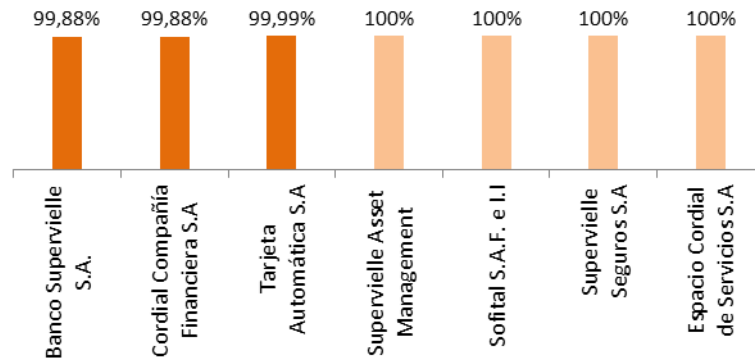
A continuación, se expone un cuadro con una breve descripción de las sociedades que componen el Grupo:



Denominación Social	Actividad Principal	Descripción de la actividad
Banco Supervielle S.A.	Banco Comercial	Su actividad se concentra principalmente en la provisión de servicios bancarios y financieros a individuos y pequeñas y medianas empresas. La red de del Banco Supervielle incluye: 186 sucursales bancarias y 12 puestos permanentes de promoción. Muchos de los locales están especialmente acondicionados para el pago de jubilaciones y pensiones de la ANSES.
Cordial Compañía Financiera S.A	Compañía Financiera	Esta Entidad fue adquirida en Agosto de 2011 por Banco Supervielle (95%) y Grupo Supervielle (5%). El modelo de negocios que implementa se basa en proporcionar soluciones de financiamiento principalmente a los segmentos de clientes de ingresos medios y medios-bajos,
Tarjeta Automática S.A	Tarjetas de Créditos y Préstamos de Consumo	Fue adquirida por Grupo Supervielle en 2007. Su actividad se concentra principalmente en el otorgamiento de préstamos para consumo. La mayor concentración de las sucursales de Tarjeta se encuentra en la Patagonia.
Supervielle Asset Management S.A	Sociedad Gerente de Fondos comunes de inversiones	Por intermedio de esta firma, el Grupo Supervielle se ha convertido en un participante del mercado de fondos comunes de inversión. Al 31 de diciembre de 2017, administraba 11 fondos comunes de inversión y tiene una participación del 2,63% en el sector, ocupando el puesto 13 de 46 administradoras existentes en el mercado.
Sofital S.A.F. e I.I	Operaciones financieras y administración de valores mobiliarios	Es una sociedad anónima cuya principal actividad es la tenencia de participaciones en otras empresas. Sofital posee el 3,1% del capital social del Banco, el 5% del capital social de SAM, el 5% de Espacio Cordial y el 5% de Supervielle Seguro.
Supervielle Seguros S.A	Compañía de Seguros	En junio de 2013, Grupo Supervielle y Sofital adquirieron el 100% de las acciones de Supervielle Seguros S.A. (ex Aseguradores de Créditos del Mercosur S.A.). Banco Supervielle y CCF se auto aseguran estos riesgos y solamente contratan seguros relacionados con créditos hipotecarios nuevos. Es intención del Emisor continuar expandiendo este negocio y lanzar nuevos productos de seguro previamente ofrecidos a sus clientes por otras compañías de seguro.
Espacio Cordial de Servicios S.A	Comercialización de productos y servicios	Espacio Cordial se constituyó en octubre de 2012 y comenzó a operar en diciembre de ese año. La sociedad tiene por objeto comercializar diversos tipos de bienes y servicios, incluidos aquéllos que se relacionan con seguros, planes y servicios de turismo y salud.

Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

Al 31 de Diciembre de 2017, el Grupo Supervielle S.A. posee la siguiente participación accionaria en cada una de las sociedades:



Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

Como bien se ha mencionado, la estrategia de negocio del Grupo incluye sinergias con otras empresas no bancarias, tendientes a complementar actividades y negocios como Grupo Económico para fortalecer los planes individuales de cada una de las unidades con actividad financiera.

En el mes de mayo de 2018, dentro de las iniciativas de Grupo Supervielle de adquisiciones selectivas complementarias a su estrategia, incorporamos dos nuevos negocios

Durante el 2018, dentro de las iniciativas de Grupo Supervielle de adquisiciones selectivas para complementar su estrategia, incorporó dos nuevos negocios: MILA (una compañía de financiamiento de automóviles) e InvertirOnline (un broker de trading online).

MILA es una compañía especializada en la financiación de créditos prendarios, que le permite a Grupo Supervielle complementar la oferta de productos y desempeñar un rol relevante en el atractivo mercado de préstamos prendarios para la compra de automóviles nuevos y usados cuyo nivel de financiamiento llega en Argentina apenas al 8% del total de las ventas, y que crea oportunidades de cross-selling en todas las compañías de Grupo Supervielle¹³.

La operación de MILA se concretó por un precio total de USD 24,4 millones compuestos por USD 20,0 millones pagados a la fecha de adquisición, más pasivos asumidos por un valor estimado de USD 4,4 millones.

¹³ Información extraída de la memoria 2018 del Grupo Supervielle.

La cartera total de préstamos de MILA a la fecha de adquisición alcanzó AR\$ 1.025 millones, representado por 19.000 préstamos prendarios.

InvertirOnline es una plataforma especializada de trading online especializada en operaciones de acciones, bonos y derivados. Es un referente dentro del sector Fintech, con una fuerte posición de liderazgo. Se ubica entre los cinco primeros del segmento Broker online en Argentina. La adquisición de InvertirOnline representa un cambio cualitativo en la propuesta de valor para los clientes del Grupo y crea nuevas oportunidades a los clientes de InvertirOnline que pasarán a formar parte de la plataforma Supervielle. InvertirOnline tiene bajo administración AR\$ 6.400 millones de activos con 16.400 usuarios.

La operación de InvertirOnline se concretó por un precio total de USD 43,3 millones, compuestos por USD 36,5 millones pagados a la fecha de adquisición más pasivos asumidos por un valor estimado de USD 7,5 millones.

Cabe destacar que el Grupo ha comenzado a reconocer a InvertirOnline S.A., InvertirOnline.Com Argentina S.A. y Micro Lending S.A.U. en sus Estados Financieros Consolidados Intermedios a partir de la fecha de adquisición de las compañías

A continuación, se resumen los principales puntos del modelo de negocio del Grupo:

- A través de Banco Supervielle y Cordial Compañía Financiera concentra el 90,8% y 7,4% de los activos totales y desarrollan principalmente las siguientes actividades:
 - El segmento minorista se focaliza en la oferta de servicios a jubilados, comercios, renta alta y planes sueldos.
 - El segmento Empresas, se concentra en la atención de las pequeñas y medianas empresas, focalizándose en los productos de descuentos de documentos, líneas de comercio exterior y leasing.
 - En el segmento de consumo, el principal canal de distribución es Walmart.

Por medio de las restantes empresas, el Grupo realiza cross selling de servicios y productos no financieros, tales como planes y productos de seguros, paquetes de turismo, seguros y servicios de salud, electrodomésticos y mobiliario, y sistemas de alarma a través de Espacio Cordial y sus centros de atención a jubilados y pensionados.

El negocio del área comercial se complementa con el área de Finanzas y Mercados de Capitales a través de la asignación de fondeo y securitización de los activos generados por el negocio. Esto permite la rotación de la cartera y minimiza el descalce de plazo entre el fondeo y las colocaciones.

- El 83,9% de los ingresos del Grupo, lo representa la inversión en actividades financieras y en la compañía de seguros.

Sociedad	Activo	Pasivo	PN	RN
Banco Supervielle S.A.	90,8%	92,7%	78,0%	69,9%
Cordial Compañía Financiera S.A	7,1%	6,4%	12,3%	8,2%
Tarjeta Automática S.A	0,5%	0,3%	1,4%	0,6%
Supervielle Asset Management	0,2%	0,1%	0,9%	5,5%
Sofital S.A.F. e I.I	0,5%	0,0%	3,6%	5,2%
Espacio Cordial de Servicios S.A	0,4%	0,3%	1,4%	5,4%
Supervielle Seguros S.A	0,5%	0,3%	2,4%	5,3%

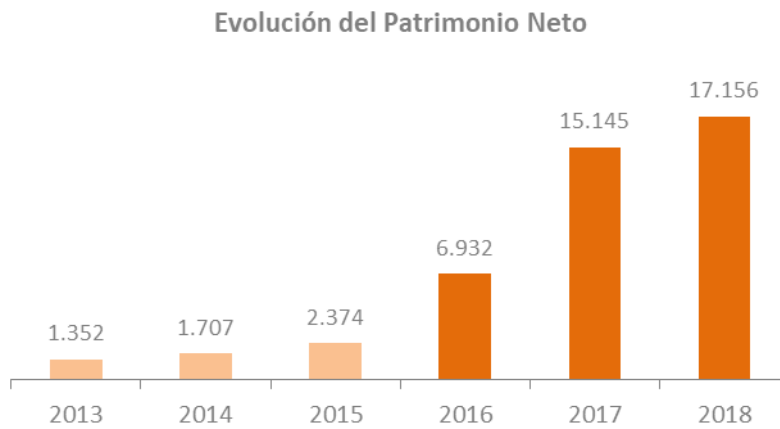
Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

- La distribución de resultados se encuentra supeditada al cumplimiento de los mínimos regulatorios establecidos por el BCRA para las empresas vinculadas al sector financiero.

Como se mencionó en el apartado anterior, el despliegue de capital generado por la oferta pública durante el 2016, provocó un cambio en la situación patrimonial de la compañía y por tal motivo, un mayor nivel de apalancamiento¹⁴ dado por el incremento de la base de capital. Esta situación hace perder relevancia el análisis de la evolución histórica del Grupo y cobra vital importancia el cambio estructural, dado por la nueva dinámica del negocio a partir del 2016.

¹⁴ El mayor nivel de apalancamiento mencionado se refiere al ratio que mide la relación entre el capital y el total de activos bancarios (incluidos aquellos fuera de balance). Esta medida es independiente del nivel de riesgo de los activos y se trata como un ratio complementario a los ratios de capital tradicionales. Basilea establece como mínimo regulatorio el 3%.

La integración de capital se fue ejecutando durante el 2016 y 2017, generando la siguiente evolución del patrimonio neto de la compañía:



Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

A partir de la última presentación de resultados anual del Grupo, se destacan los siguientes drivers que servirán para estimar el cierre del 2019 y la proyección de los flujos, para el ejercicio de valuación (período 2019 – 2028):

- Se proyecta seguir contribuyendo al crecimiento y evolución de la economía, a través de inversiones permanentes en infraestructura y plataforma tecnológica.
- Busca potenciar su negocio mediante el incremento de los niveles de transaccionalidad, automatización y ampliación del espectro de productos a ofrecer al mercado.
- Estima que el entorno macro seguirá siendo desafiante en la primera mitad de 2019 y luego mejorará gradualmente

Respecto a la composición de la situación patrimonial del Grupo Supervielle S.A. y la del sistema financiero, se resumen las principales líneas:

- Los créditos participan en mayor proporción que el promedio del sistema.
- Importante incidencia de financiación a través obligaciones negociables (28%, en relación con el 17% que exhibe el promedio del sistema).
- El ratio de apalancamiento del Grupo Supervielle es inferior al del sistema, en la zona de 6,2, versus el 8,6 del sistema.

	Grupo Supervielle	Sistema Financiero
Disponibilidades	12%	18%
Títulos públicos y privados	16%	21%
Créditos	58%	50%
Otros activos	13%	11%
Activo	100%	100%
Depósitos	72%	80%
Obligaciones negociables	28%	17%
Otros Pasivos	0%	3%
Pasivo	84%	88%
Patrimonio Neto	16%	12%
Pasivo + Patrimonio Neto	100%	100%

Fuente: Grupo Supervielle SA y BCRA. Elaboración propia

A modo de resumen del presente apartado, se mencionan las principales fortalezas y debilidades del Grupo Supervielle:

Fortalezas:

- Sólida franquicia, respaldada por Banco Supervielle, el cual representa la mayor inversión del Grupo
- Fuerte compromiso por parte del accionista
- Bajos niveles de endeudamiento
- Sólidos indicadores de rentabilidad derivado del ingreso proveniente de sus subsidiarias

Debilidades:

- El nivel de flujos de ingresos dependen en gran medida del Banco Supervielle, el cual puede verse afectado en el caso de que se genere un ambiente económico inestable
- Sujeto a restricciones regulatorias de pago de dividendos

En el apartado 4.4 se analizarán los principales indicadores financieros de la compañía, en comparación con el promedio del Sistema Financiero y los principales bancos del mercado.

4.3 ESTRATEGIA

El Grupo Supervielle tiene como principal estrategia expandir su plataforma digital para adaptarse al cambio de paradigma que está emergiendo en el negocio bancario. Sus objetivos se centran en los siguientes puntos:

- Aumentar la cantidad de usuarios online activos
- Lanzamiento de nuevas aplicaciones móviles que permitan ofrecer servicios financieros a disposición en todo momento
- Incrementar publicaciones en redes sociales para lograr eficiencia de costos

A tal efecto, durante el 2016 se creó la Unidad de Innovación Digital la cual tendrá a cargo el proceso de investigación sobre las preferencias y perfiles de usuarios, participando en el desarrollo de nuevas herramientas, productos y servicios generados internamente o bien con la participación en empresas Fintech.

Como se mencionó en el apartado anterior, en mayo del 2018 Supervielle adquirió el 100% del Capital Social de InvertirOnline como parte de su estrategia de transformación digital. En palabras de José Vignoli, CEO de InvertirOnline:

“Argentina tiene una de las tasas más altas de penetración de Internet en América Latina, y adquirir IOL nos permitirá capturar el potencial de crecimiento en un mercado con una de las tasas más bajas de capitalización de mercado sobre el PBI en la región y es un negocio que genera comisiones” continuó el Sr. Supervielle.

“Vemos excelentes perspectivas en el mercado financiero local y en un entorno cada vez más competitivo y creemos que nuestra incorporación al Grupo Supervielle nos permitirá mantener nuestra sólida posición en el mercado. Esto también nos permitirá mantener un enfoque centrado en el cliente mientras

aceleramos el desarrollo de nuevos productos para agilizar el proceso de comercio online”

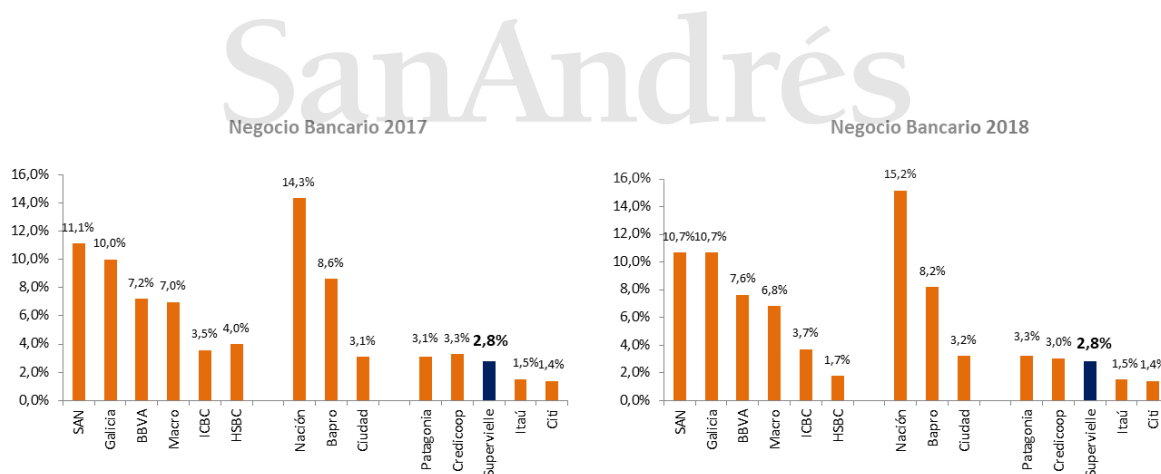
La transacción es complementaria para ambas compañías. Los clientes de InvertirOnline se transformarán en una base de prospectos potenciales a incorporar en el segmento de renta alta de Supervielle y los clientes bancarios pasarán a operar en el mercado de capitales a través de una plataforma digital ágil y sin intermediación de un asesor financiero.

4.4 COMPETENCIA

Con el objetivo de analizar el desempeño del Grupo Supervielle respecto a los principales Bancos del Sistema Financiero, se analizarán los principales indicadores de cuota de mercado.

Para analizar la cuota de negocio, entendido como la suma de préstamos, depósitos y fondos, se expusieron los bancos en tres grupos: los principales bancos del sistema financiero argentino, los bancos públicos y los bancos medianos.

Supervielle se ubica en el tercer lugar dentro de los bancos medianos, después del Banco Patagonia y Credicoop, manteniendo su cuota respecto al 2017.



Fuente: BCRA. Elaboración propia

De acuerdo con la información publicada por el Grupo Supervielle, respecto a la última información disponible del BCRA, el Banco Supervielle (considerado en forma individual sin consolidar con Cordial Compañía Financiera) ocupaba el puesto 9 en términos de activos y depósitos, y el puesto 8 en términos de préstamos entre todos

los bancos de capital privado en la Argentina. Por otro lado, se destaca por liderar el sector de bancos privados a cargo del pago de beneficios públicos federales a jubilados y pensionados en términos de la cantidad de pagos efectuados y en la provisión de servicios de leasing y de factoring en Argentina.

En cuanto a la comparación del Grupo Supervielle respecto a los bancos del sistema que cotizan en bolsa, se analizan los siguientes indicadores: resultados, rentabilidad, eficiencia, apalancamiento, calidad de la cartera y capitalización de mercado:

	Resultados		Eficiencia		Apalancamiento	Calidad	
	Nominal	Δ%	ROE %	ROA %	Costo/Ingresos %	Pasivo/PN	Tasa Morosidad %
 BBVA Francés	9,6	+115%	28,1	3,4	52,3	8,5x	1,9
 Grupo Financiero Galicia	14,3	+73%	30,5	3,4	46,4	7,8x	3,5
 Macro	15,8	+55%	30,7	5,8	41,8	5,4x	1,9
 SUPERVIELLE	3,0	+63%	19,5	2,6	61,5	7,2x	4,1

Fuente: Estados contables a Dic-18. Elaboración propia

En relación a los indicadores de rentabilidad, el banco Macro se destaca por la evolución de los retornos alcanzados sobre sus activos y patrimonio neto frente al sistema financiero y competidores. Si bien la evolución de resultados del Grupo Supervielle fue favorable para el período, sus indicadores de rentabilidad se encuentran muy por debajo de las entidades que cotizan.

Se observa una marcada diferencia en el ratios de eficiencia (+ 15 puntos porcentuales respecto al promedio de las entidades). No obstante, esta métrica se ve fuertemente influenciado por el excedente de capital rentabilizado en posiciones de liquidez. Si se analiza el ratio de eficiencia ajustado por el capital excedente, el ratio promedio de los bancos se ubicaría en el 58% (- 3 puntos porcentuales respecto a Supervielle).

En lo que respecta a apalancamiento (Pasivo / Patrimonio Neto), el mismo se encuentra en niveles promedios del sistema financiero en su conjunto (7,9x). El banco

Macro, resulta ser la entidad que muestra una evolución notablemente inferior, comparativamente.





En cuanto a la calidad de la cartera, Supervielle tuvo un importante impacto en la tasa de mora durante el 2018 dado por la menor originación y el aumento de la inflación, que impactó en los ingresos disponibles de los consumidores deteriorando la calidad crediticia de los activos. Esta situación no solo lo ubica como la entidad de mayor nivel de tasa de morosidad dentro del grupo de bancos analizados, sino que también, en comparación con el sistema financiero (2,3%).

Por último, el desempeño de los bancos en el mercado de capitales durante el 2018 fue marcado por un período de alta volatilidad. La abrupta corrida de divisas de 2018 interrumpió la tendencia de crecimiento de los préstamos que comenzó en 2017, seguido de la expectativa de un contexto normalización macroeconómica que finalmente nunca tuvo lugar. La modificación de la renta financiera para extranjeros durante el mes de abril, la caída de los bonos, la fuga de dólares y el aumento del riesgo país repercutieron en la cotización de los papeles locales.

El punto máximo de pérdida se registró en promedio en la zona de 46% durante el mes de agosto para los bancos comparables, y del 71% para el Grupo Supervielle, para el mismo período (+ 25,6% del promedio general). Supervielle ha sido la acción con el peor desempeño desde que comenzó la crisis monetaria en 2018, debido a la pérdida de valor ocasionada por la posición corta sobre moneda extranjera al inicio de la devaluación y el aumento de la morosidad, principalmente en su segmento al consumo.

Desde valores mínimos, los bancos que mejor preformaron fueron el BBVA Banco Francés y el Grupo Supervielle con el 58% y 67% respectivamente.

Respecto a la evolución del múltiplo "Precio Valor Libro" el Grupo Supervielle fue la acción que más se vio afectada. Los bancos se encontraban en un múltiplo promedio de 3,1x previa a la caída del mes de agosto, alcanzado el 1,7x, para terminar el año en 2,3x. En el siguiente cuadro se expone la evolución durante el período.

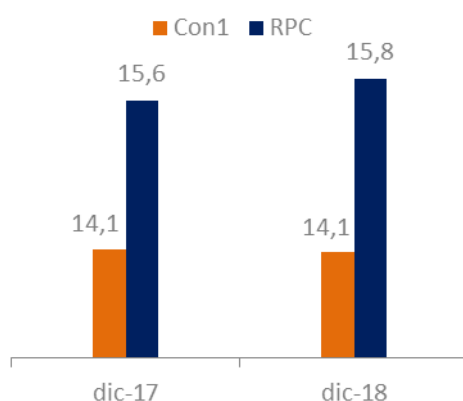
Capitalización de Mercado	MAX	MIN		31/12 Desde MIN	
 BBVA Francés	115.334	58.891	-49%	93.134	58%
PVL	3,0	1,5		2,4	
 Grupo Financiero Galicia	200.629	106.463	-47%	138.638	30%
PVL	3,7	1,9		2,7	
 Macro	140.879	81.990	-42%	103.125	26%
PVL	2,6	1,5		1,9	
 SUPERVIELLE	61	17	-71%	29	67%
PVL	3,7	1,1		1,8	

Fuente: Estados contables a Dic-18 y Bolsar. Elaboración propia

Por último, se expone comparativamente los ratios de capital del sistema financiero y de los bancos analizados previamente.

A diciembre de 2018, el sistema Financiero Argentino mantenía elevados niveles de capitalización. La integración del capital total representó 15,8% sobre los activos ponderados por riesgos a nivel agregado en diciembre, siendo levemente superior respecto al 2017. El capital ordinario de nivel uno continúa explicando el 90% del capital total. Es importante destacar que todos los bancos representan un exceso de integración de capital respecto de la exigencia normativa (8%). El ratio de apalancamiento se mantiene en niveles moderados. El mismo alcanzó el 8,8% en diciembre, superando ampliamente al mínimo requerido de 3% por el Comité de Basilea.

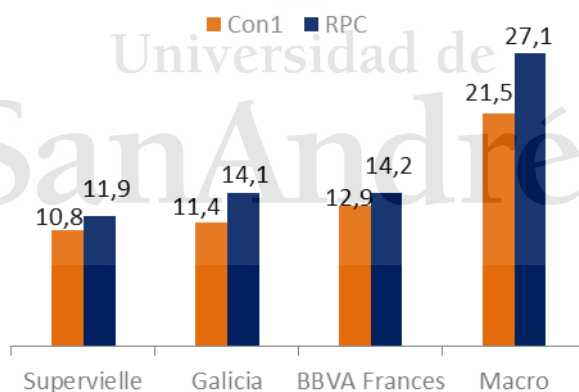
Evolución ratios de Capital Sistema Financiero



Fuente: BCRA. Elaboración propia

Analizando la información del sistema respecto a los bancos comparables se puede destacar que, salvo el Banco Macro, todos los bancos se encuentran en una posición de solvencia levemente inferior a lo que indica el promedio del Sistema Financiero. No obstante, mantienen una holgada posición respecto al mínimo regulatorio exigido por el BCRA para operar y distribuir dividendos (RPC superior al 8% y 12,5%, respectivamente).

Evolución ratios de Capital



Fuente: Informe Disciplina de Mercado. Elaboración propia

Del gráfico precedente se observa que el Grupo Supervielle representa la menor posición de solvencia, respecto a sus comparables. Esta situación se debe principalmente por la adquisición de MILA e InvertirOnline en 2T18 y el crecimiento de préstamos.

Es importante destacar que, si bien la RPC alcanzó el 11,9% al 31 de diciembre de 2018, respecto del 13,9% registrado en el mismo periodo de 2017, incluyendo AR\$927

millones retenidos a nivel del holding, (los cuales se encuentran disponibles para crecimiento, y el aporte de capital a Banco de AR\$1.000 millones aprobado por el BCRA para ser considerado capital regulatorio el 24 de enero de 2019), el ratio de capital total proforma a diciembre de 2018 se ubicaría en el 14,0%, en línea con los niveles del Banco Galicia y el Banco Francés.

5. ANÁLISIS FINANCIERO

5.1 INTRODUCCIÓN

Grupo Supervielle S.A. presenta balances trimestrales y consolida línea por línea con los estados contables de Banco Supervielle S.A., Cordial Compañía Financiera S.A. Sofital, Tarjeta Automática S.A., Supervielle Asset Management S.A., Espacio Cordial de Servicios S.A. y Supervielle Seguros S.A., InvertirOnline S.A., InvertirOnline.Com Argentina S.A. y Micro Lending S.A.U.

La performance del Grupo se encuentra supeditada a los flujos de fondos generados por sus subsidiarias y a la capacidad de dichas empresas de pagar dividendos.

La exposición del balance adopta los lineamientos de valuación y exposición requeridos por el BCRA para entidades financieras, debido a que la principal inversión del Grupo es su participación accionaria en Banco Supervielle S.A.

De acuerdo al último informe de resultados publicados para el 2018, se evidencia que la estrategia de la compañía se vio fuertemente perjudicada por la dinámica macroeconómica poco alineada a las proyecciones que se esperaban para tal período. Inicialmente, estas estimaciones incluían un tipo de cambio estable, tasas de interés decrecientes y una desaceleración de la inflación. El cambio repentino del contexto macroeconómico provocó una fuerte devaluación de la moneda, alzas en las tasas de interés y una inflación más alta que llevó a los resultados del Grupo Supervielle muy por debajo de lo esperado.

Proyección versus real 2018	Proyección	Real
Crecimiento total de préstamos	40-50%	32,10%
Costo de Crédito	4,6 - 5.1%	5,80%
Margen de intermediación neto	18 - 20%	19,40%
Ratio de eficiencia	59 - 63%	61,50%
Beneficio atribuible \$Mn	\$ 2.9 - 3.3	\$ 2,50

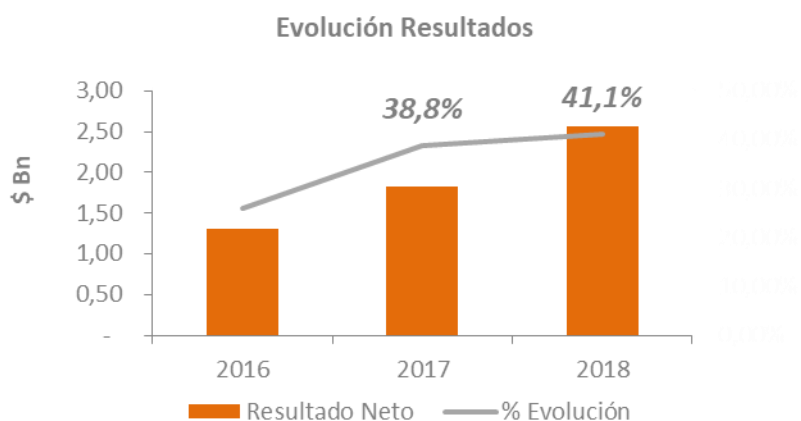
Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

El cierre del ejercicio 2018 dejó al Grupo Supervielle una ganancia de \$ 2,592 millones, (+ 41,1% respecto al cierre de 2017), un activo total de \$ 141,115 millones, préstamos por \$ 80,171 millones, depósitos por \$ 94,906 millones y un patrimonio neto de \$ 17.165 millones.

A modo de resumen, a continuación se expone la magnitud y evolución de las principales líneas del Balance y estado de resultados para el período 2016-2018:

Balance \$Bn	2016	2017	2018
Total Activo	53,2	92,2	141,1
%Evolución		73%	53%
Activo Promedio	51,4	85,5	143,5
%Evolución		66%	68%
Total Préstamos	37,3	60,7	80,2
%Evolución		63%	32%
Total Depósitos	35,9	56,4	94,9
%Evolución		57%	68%
Patrimonio Neto	6,9	14,4	17,2
%Evolución		107%	19%
Patrimonio Neto promedio	6,8	14,2	16,5

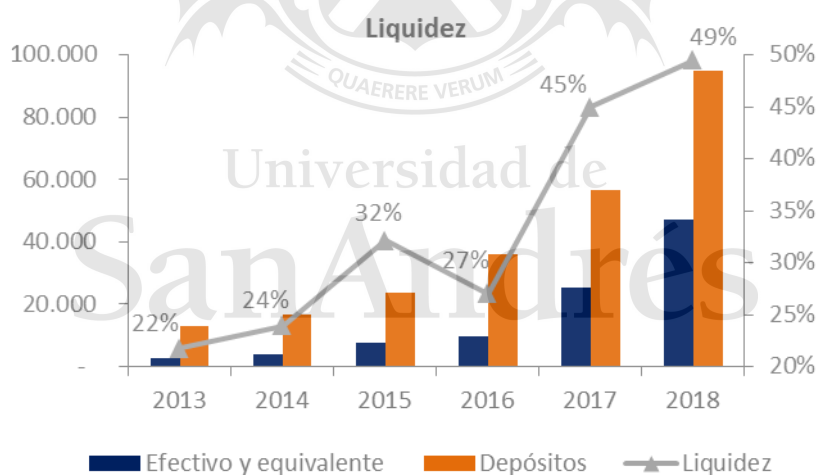
Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia



Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

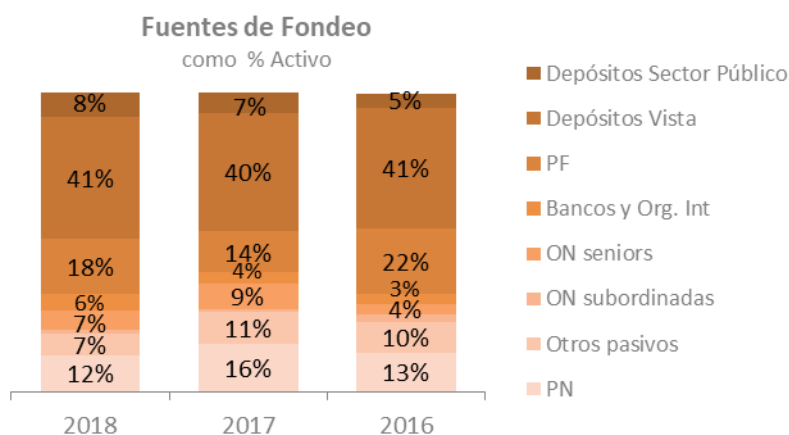
5.2 LIQUIDEZ Y FONDEO

La liquidez inmediata compuesta por efectivo, títulos privados y públicos con cotización y cuotapartes de fondos comunes de inversión, sobre el total de depósitos, se conserva en buenos niveles: 49% del total de depósitos (\$ 94.906 millones).



Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

La principal fuente de fondeo está constituida por los depósitos, los cuales representaban el 68% del activo a diciembre de 2018 y con buena dinámica de crecimiento. Esta situación es lo que le permite continuar fondeando el crecimiento de su cartera de préstamos.



Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

Los depósitos del sector privado no financiero representaban el 88% del total de depósitos, de los cuales aproximadamente un 61% consistió en cuentas a la vista y el 38,9% restante a captaciones a plazo y otros depósitos (el resto corresponde con depósitos del sector público y entidades financieras). En lo que respecta a la distribución de los depósitos por moneda, el 23% son depósitos en dólares.

Como parte de la generación de los depósitos vista del sector privado, es importante destacar la incidencia del Banco Supervielle como agente de pago a jubilados y pensionados a más de un millón de beneficiarios de ANSES.

Por otro lado, el Banco Supervielle tiene acceso a dos programas de financiamiento internacional otorgados por Bancos Multilaterales de Desarrollo:

- Corporación Financiera Internacional (FCI) el cual tiene acceso a una línea de garantía por USD 30 millones y
- El Banco Interamericano de Desarrollo (BID) dentro del programa de Facilidades de Financiamiento al comercio exterior por USD 15 millones

Como otra fuente de fondeo se destaca los programas aprobados por el Directorio para la emisión de Obligaciones Negociables.

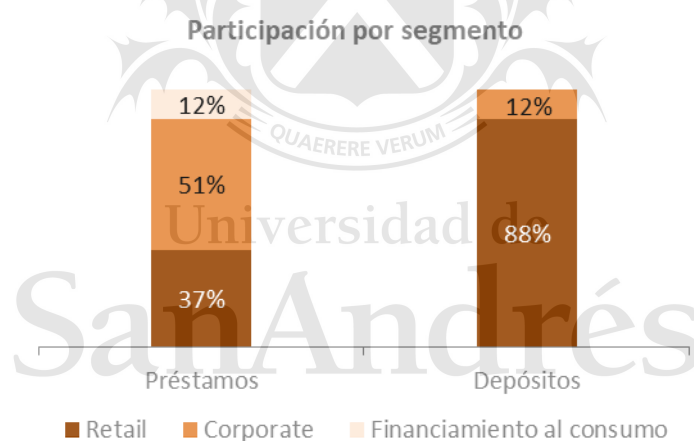
- El primero de ellos aprobado por \$2.000 millones de emisiones bajo el cual se emitieron Obligaciones Subordinadas por un total de USD 36 millones, y las Obligaciones Negociables no subordinadas por \$1.031,2 millones.

- Un segundo programa por hasta un monto de U\$S 800 millones, dentro del cual se emitieron la Obligaciones Negociables Senior por el equivalente en pesos \$8.414 millones.

Por último, se destaca el fondeo proveniente de las securtizaciones de cartera. Si bien actualmente no se presenta como una herramienta de financiamiento preponderante dentro del total de las fuentes de fondeo, la entidad no descarta la posibilidad de utilizar este instrumento en caso de requerirlo (especialmente para la operatoria de consumo de Cordial Compañía Financiera).

5.3 COMPOSICIÓN DE LA CARTERA DE CRÉDITO

Dentro de la distribución de la cartera de préstamos, el 51% se corresponde a exposiciones del segmento corporativo (51%), seguido por préstamos del segmento retail (37%) y financiamiento al consumo (12%).



Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

Dentro del segmento corporativo, el 61% se corresponde con financiaciones del segmento Pyme y medianas empresas y, el 39% restante, con grandes empresas¹⁵

Para el segmento retail, el 33,4% se concentra en plan sueldos y exposiciones a mercado abierto, 13,9% a emprendedores y autónomos, y el 41,8% se corresponde con la cartera de préstamos a jubilados y pensionados que asegura una fuente de generación de relativamente estable en el tiempo.

¹⁵ Para la segmentación Pyme se consideran ventas anuales entre AR\$ 40 – 200 millones, para las medianas ventas entre AR\$ 200-1.000 millones y grandes empresas ventas superiores a AR\$ 1.000 millones.

5.4 CALIDAD DE LA CARTERA

El ratio de incobrabilidad aumentó 100 puntos (de 3,1% a 4,1%, dic-18 vs dic-17. La cartera irregular de préstamos para el segmento de consumo aumentó 472 puntos básicos, esto se debe a la disminución de la originación junto con cierto deterioro en la calidad de los activos producto de los altos niveles de inflación registrados en el trimestre que impactaron los ingresos disponibles de los consumidores. La cartera irregular de banca minorista y empresas aumentaron 46 y 86 puntos básicos respectivamente, pero se mantuvieron en niveles históricamente bajos.

Calidad de los activos	dic-18	sep-18	jun-18	mar-18	dic-17
Banca Corporativa	1,1%	0,8%	0,5%	0,3%	0,2%
Banca Minorista	3,3%	3,2%	3,0%	2,8%	2,8%
Segmento de Consumo	19,4%	18,5%	18,0%	15,7%	14,7%
Préstamos Personales	26,0%	24,6%	23,1%	19,9%	18,7%
Tarjetas de Crédito	13,2%	11,6%	10,9%	9,8%	9,1%
Prendarios	2,5%	0,2%			
Cartera residual Prendarios MILA	22,3%	16,1%	12,2%		
Total	4,1%	3,7%	3,6%	3,2%	3,1%

Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

El ratio de cobertura registró un aumento alcanzando el 100,0% en diciembre 2018, respecto del 88,0% registrado en diciembre 2017 y del 94,0% en septiembre 2018 debido al incremento en los cargos voluntarios adicionales para que el ratio alcance el 100% previsto.

5.5 INDICADORES DE DESEMPEÑO

De acuerdo con la publicación de los resultados del cuarto trimestre del 2018, el Grupo Supervielle destaca que es una franquicia muy sólida, demostrando resiliencia y flexibilidad en el modelo de negocio por haber atravesado con éxito el período de baja demanda de crédito y el entorno turbulento del escenario macroeconómico y financiero.

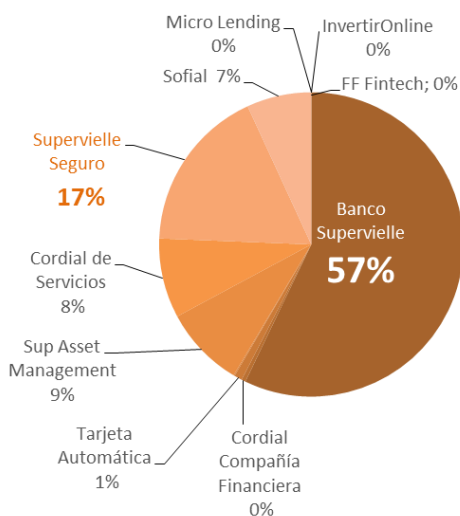
Dentro de esta dinámica, es importante mencionar que durante el segundo trimestre de 2018 el resultado neto del Grupo disminuyó 60% trimestralmente (por debajo de las expectativas de la compañía) debido a tres factores clave:

- El negocio de financiamiento al consumo, el cual representa el 11% de la cartera de préstamos, registró márgenes inferiores a los anticipados como resultado del fuerte aumento en el costo de fondeo, junto a los mayores cargos por el deterioro del ingreso disponible. Si bien se comenzaron a ajustar los estándares crediticios de admisión, los drásticos cambios macroeconómicos afectaron los resultados financieros.
- El negocio bancario reportó márgenes más bajos de lo esperado debido al rezago en la actualización de tasas de los préstamos dado por el aumento en las tasas de interés de mercado.
- Al inicio de la devaluación, la mesa de dinero tenía una posición corta en moneda extranjera que impactó la línea de resultados del trimestre, además de menores resultados por trading.

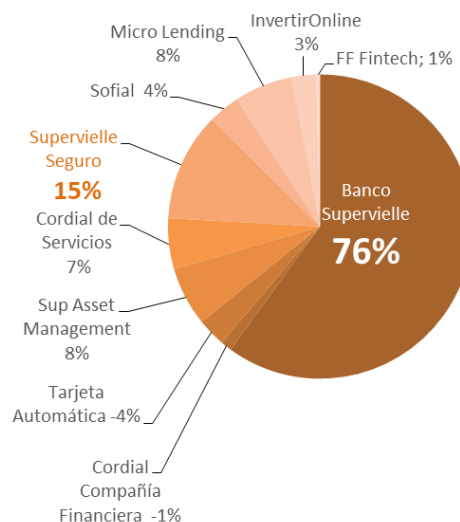
Pese a un segundo trimestre con importantes impactos negativos para la compañía, el resultado neto del año ascendió a \$ 2.567,6 millones, un incremento de \$ 747,7 millones en comparación con el resultado neto de \$ 1.819,8 millones obtenido en el 2017. Banco Supervielle S.A, como principal sociedad dentro del Grupo, registró una ganancia neta de \$ 1.588,7 millones en comparación con los \$ 715,2 millones registrados en el año 2017, acompañado por una ganancia de \$ 193,6 millones en los resultados generados por inversiones en títulos públicos.

- El 76% del flujo de ingresos del Grupo Supervielle lo representa el Banco Supervielle derivado de su actividad de financiamiento en el segmento retail, empresas y banca de consumo. En el año 2017, su participación era del 57%. En segundo lugar se encuentra la actividad de servicios, principalmente productos de seguro con una participación del 15% (su participación disminuye un 2%, respecto al 2017).

Participación ingresos 2017



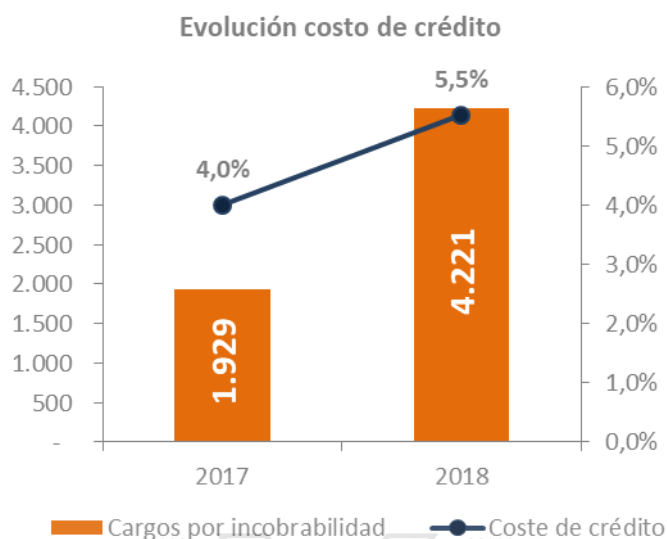
Participación ingresos 2018



Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

- El resultado operativo del balance consolidado del Grupo Supervielle medido sobre los activos promedios disminuye levemente, paso de 4,8% a 4,6%, para el período 2018.
- Los ingresos netos por servicios representan el 26% del total de ingresos, provenientes de servicios por tarjetas de crédito, seguro, y otros servicios relacionados a banca corporativa.
- El ratio de eficiencia, se ubica en el 61,9% (gastos sobre ingresos) y en el 10% para los gastos sobre activos. Los mismos muestran una evolución positiva, 67% y 12,3% respectivamente, para el 2017.
- Los activos totales se incrementaron 53,0% (\$ 141.112,7 millones), superando el crecimiento de los préstamos, debido principalmente a mayores tenencias de instrumentos del Banco Central (Leliqs) junto a mayores requerimientos de efectivo mínimo.
- El ratio de cobertura alcanzó el 100% doce meses antes que lo previsto originalmente, incrementándose 1.200 puntos básicos en un año.

- El costo de riesgo del crédito¹⁶ fue del 5,5% creciendo 150 puntos básicos respecto a diciembre de 2017.



Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

5.6 CAPITAL

Con la emisión primaria de acciones que se llevó a cabo durante el 2016, y la colocación adicional durante el 2017, se amplió significativamente la base patrimonial del Grupo. Con el flujo proveniente de esta acción el principal beneficiario fue el Banco Supervielle, el cual recibió aportes por un total de \$2.233 millones durante el 2016 y \$2.600 millones adicionales durante el ejercicio 2017.

El principal objetivo del Grupo, al incrementar la base de capital del Supervielle, es ampliar las proyecciones de crecimiento a mediano y largo plazo. Con los aportes de capital, la entidad se vio beneficiada con un incremento del ratio en la zona del 12% versus el promedio histórico del 8%. De acuerdo con información publicada por la compañía, la entidad prevé conservar a largo plazo niveles no inferiores al 10% sobre el capital ordinario de nivel uno.

¹⁶ El costo de crédito refleja la relación entre los Cargos por Incobrabilidad netos de recupero y la cartera de créditos, considerando un período interanual. Se mide a través del cociente entre los cargos acumulados durante 12 meses y el promedio simple de la Cartera de Créditos para el mismo período. Es una medida de la pérdida incurrida de la Cartera durante un período en términos de cargos a resultado por Previsiones de Crédito. Cuanto mayor es el ratio, se refleja el mayor costo que se incurre por Riesgo de Incobrabilidad por cada peso prestado.

El ratio de capital de nivel uno proforma, incluyendo los \$927 millones retenidos a nivel de la holding para crecimiento, y el aporte de capital al Banco de AR\$1.000 millones recibido en noviembre de 2018, se ubicaría en el 12,9% al 31 de diciembre de 2018. A fines de realizar una comparación consistente con los ratios del 2017, los mismos fueron re-expresados.

Capital Total	dec 16	dec 17	dec 18
(en millones \$)			
Deducciones	338,7	386,2	867,8
Sub-Total: CO1 + CAn1	5.368,0	9.516,9	10.980,1
Previsiones	389,1	588,1	784,7
Deuda subordinada	389,7	325,2	379,2
Sub-Total: PNC	778,9	913,3	1.163,9
Capital total (RPC)	6.146,9	10.430,2	12.144,0
APR (Riesgo de Crédito)	39.678,3	60.939,3	79.580,8
APR total	49.169,0	75.301,4	101.933,8
CO1 / APR	10,9%	12,6%	10,8%
RPC/ APR (R. Crédito)	15,5%	17,1%	15,3%
RPC/ APR	12,5%	13,9%	11,9%
CO1 / APR Pro-forma		15,2%	12,7%
RPC/ APR Pro-forma		16,4%	13,8%

Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

5.7 RATIOS DE GESTIÓN

En el presente apartado se enunciarán las métricas de rentabilidad que cobrarán importancia para abordar parte de las conclusiones del trabajo, especialmente acerca de la creación de valor del Grupo.

En este sentido, las métricas contables comúnmente enunciadas para mediar la rentabilidad ROAA (rentabilidad sobre los activos promedios) y ROAE (rentabilidad sobre el patrimonio promedio) se compararán con métricas de gestión: ROAAPR

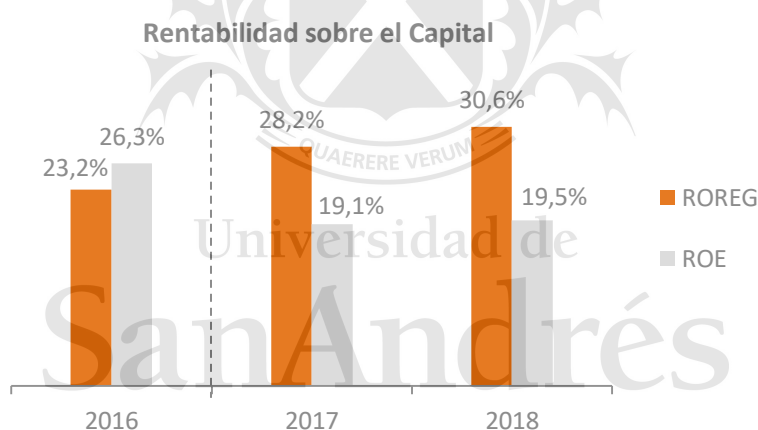
(rentabilidad sobre los activos ponderados por riesgos: APRs) y ROREG (rentabilidad sobre el requerimiento de capital regulatorio).

Respecto al ROREG, es importante aclarar que, para determinar el requerimiento de capital regulatorio, se considerará el ratio mínimo del 11,5%¹⁷, establecido por el BCRA para distribuir utilidades.

$$ROAPR = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Activos ponderadores por Riesgo}}$$

$$ROREG = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Requerimiento de Capital (APRs x 11.5%)}}$$

A continuación, se expone la evolución de las métricas contables y las métricas de gestión para el período 2016, 2017 y 2018:



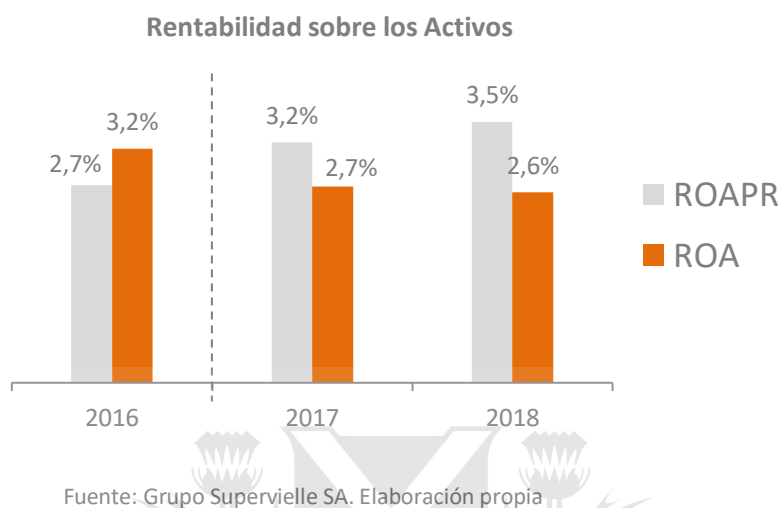
Fuente: Grupo Supervielle SA. Elaboración propia

Como bien se puede observar en el gráfico expuesto, la rentabilidad sobre el capital ajustada al riesgo (en términos del capital regulatorio) fue superior no solo para el 2017, si no que superó con creces, la evolución de la medida contable (ROE) para el 2018. Esto se debe a que la evolución de la rentabilidad fue superior al requerimiento de capital: 53% y 37%, respectivamente.

En cuanto a la evolución de la rentabilidad sobre los activos ponderados por riesgos, la métrica de gestión superó a la métrica contable (ROA). Esto se debe, en parte, a la

¹⁷ Ver el apartado 3.4 del presente documento en donde se detallan las distintas bases de capital, los mínimos requeridos y los márgenes adicionales establecidos para la distribución de utilidades.

inyección de capital efectuada durante el 2016 y su rentabilización por el lado de la liquidez excedente en (posiciones que no incrementan exigencias de capital por riesgo de crédito, se ponderan al 0%) y el crecimiento de cartera en segmentos con ponderación de capital menor al 100%.



6. VALUACIÓN

6.1 METODOLOGÍA DE VALUACIÓN

Para la valuación del Grupo Supervielle se utilizará la metodología de flujo de fondos descontados y valuación relativa.

El modelo de flujo de fondos descontados basa su teoría en que el valor de cualquier activo es el valor presente de los flujos de caja esperados que el activo en cuestión genera. Por este motivo, el modelo requiere estimar una tasa de descuento que contemple el riesgo asociado a dichos flujos de fondos.

De cara al objetivo del trabajo, el modelo que mejor se adapta a los flujos de fondos que generan los bancos es el descuento de flujos del accionista (o FCFE, por sus siglas en inglés *Free Cash Flow to the Equity*). Para la estimación del flujo de fondo libre se considerará el excedente del requerimiento mínimo para distribuir utilidades, en cada período proyectado:

$$FCFE = \text{Capital Total (RPC)} - \text{Req mínimo de capital (11,5\%)}$$

Una vez obtenido el flujo de fondo libre para el accionista, el siguiente paso será estimar la tasa de descuento. Para su estimación se utilizará el modelo de valuación de activos de capital, CAPM (*Capital Asset Pricing Model, por sus siglas en inglés*). Este modelo analiza el riesgo de un activo contemplando solamente el riesgo sistemático (también denominado no diversificable).

La construcción de este modelo asume los siguientes supuestos:

- Hay un único horizonte de inversión.
- Todos los activos son divisibles y transables.
- Expectativas homogéneas.
- Existencia de una tasa libre de riesgo a la cual los inversionistas pueden endeudarse o colocar fondos.

Inexistencia de asimetría de la información (lo cual no implica que todos los inversionistas tienen las mismas conclusiones acerca de los retornos esperados).

El costo de oportunidad del Capital propio se define como el K_e y se calcula de acuerdo a la siguiente expresión:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Dónde:

R_f : Tasa libre de riesgo

β : Mide la sensibilidad del rendimiento de una acción con respecto a los cambios en el rendimiento del mercado.

R_m : Rendimiento del portafolio de mercado

Es importante destacar que, debido a que la selección de los parámetros para la construcción del K_e resulta ser un proceso altamente subjetivo, sutiles variaciones en las medidas básicas pueden generar diferencias notables en el costo de capital y, por ende, en la valuación.

Por último, se destaca que el ejercicio de valuación no será válido en forma indefinida a través del tiempo, dado que las variables del modelo son sensibles al cambio con la presencia de nueva información, tal como lo puede ser:

- Cambios en las proyecciones de tasas de interés,
- Spread de riesgo,
- Cambios regulatorios de la industria,
- Nivel de crecimiento del sistema

Por último, en lo que se refiere a la valuación relativa o por múltiplos, el modelo establece que el valor de un activo se determina en base al precio de los activos de similares características que se encuentran en el mercado. Este tipo de valuación está basada en cuán similar es el activo que se quiere valorar, en relación al activo de referencia.

Su empleo como metodología de valuación considera dos supuestos:

- Los precios observados en el mercado están estandarizados y se presentan bajo la forma de un determinado ratio.
- Las compañías son similares y, por lo tanto, comparables.

Es importante destacar que los valores pueden ser estandarizados en relación a determinadas variables que caracteriza al sector.

Para el caso de valuación de Bancos, el múltiplo más utilizado es el Precio/Valor Libro.

6.2 PROYECCIÓN DE VARIABLES MACROECONÓMICAS Y DEL SECTOR

LA MACROECONOMÍA

Durante el 2018, la escalada del tipo de cambio generó un cambio en las expectativas respecto al futuro económico local, generando un impacto directo en la inflación y tasas de interés. Agravado en parte por los coletazos de la economía internacional,

llevó a las autoridades locales a buscar asistencia del FMI, para evitar que los costos e impacto en la actividad fueran aún mayores.

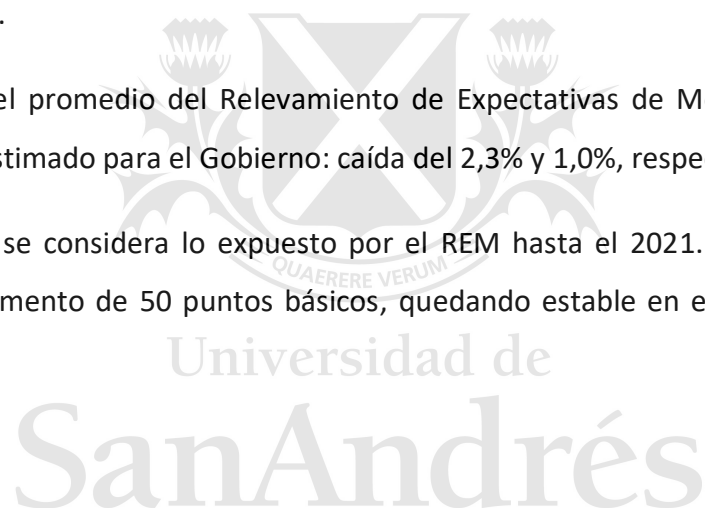
Bajo este escenario de alta volatilidad, se ha tomado como referencia el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)¹⁸ publicado por el BCRA para el mes de diciembre, como base para la proyección de los drivers macroeconómicos.

PBI

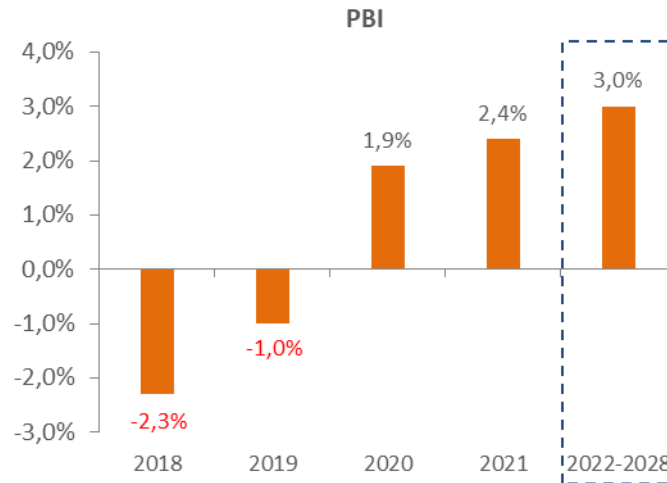
De acuerdo al informe de Perspectiva Económica Mundial (World Economic Outlook), publicado por el Fondo Monetario Internacional, el organismo proyecta una mejora de 100 puntos básicos para el 2019 (- 1,6%) respecto al 2018 (- 2,6%). En cambio, las estimaciones provistas por el Ministerio de Finanzas indican que para el 2019 el PBI se ubicará en 0,5%.

Por otro lado, el promedio del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) se aproxima a lo estimado para el Gobierno: caída del 2,3% y 1,0%, respectivamente.

En base a esto se considera lo expuesto por el REM hasta el 2021. Para el 2022 se estima un incremento de 50 puntos básicos, quedando estable en el 3% a partir del 2022.



¹⁸ El REM proporciona resultados de gran relevancia y se ajusta a las expectativas de mercado por su actualización mensual, permitiendo dar un seguimiento sistemático de los principales pronósticos macroeconómicos de corto y mediano plazo. El mismo se genera a partir de una encuesta dirigida a analistas especializados locales y extranjeros sobre las expectativas de los precios minoristas, la tasa de interés, el tipo de cambio nominal, el nivel de actividad económica y el resultado primario del sector público nacional no financiero.

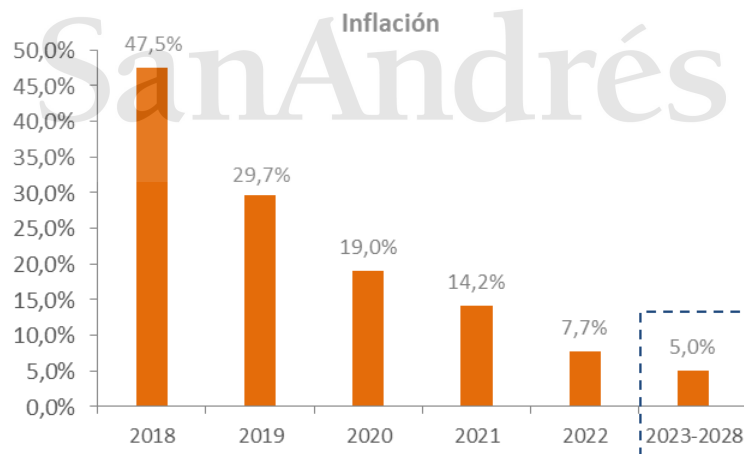


Fuente: Elaboración propia

INFLACIÓN

Respecto a esta variable, la proyección del Ministerio de Hacienda termina siendo más conservadoras que las del Fondo Monetario Internacional, aunque por debajo de las expectativas del mercado.

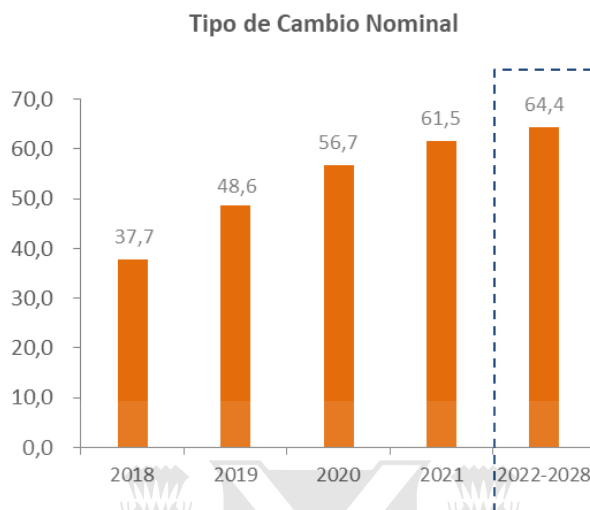
A tal efecto, se reconocen las estimaciones promedios del REM para el 2019. Para el 2021 se realiza un ajuste gradual y a partir del 2022 se ubica en el 5%.



Fuente: Elaboración propia

TIPO DE CAMBIO NOMINAL

Para esta variable se adoptó el promedio proyectado por el REM hasta el 2020. A partir del período 2021 se consideró un pass through¹⁹ de la inflación del 60%.

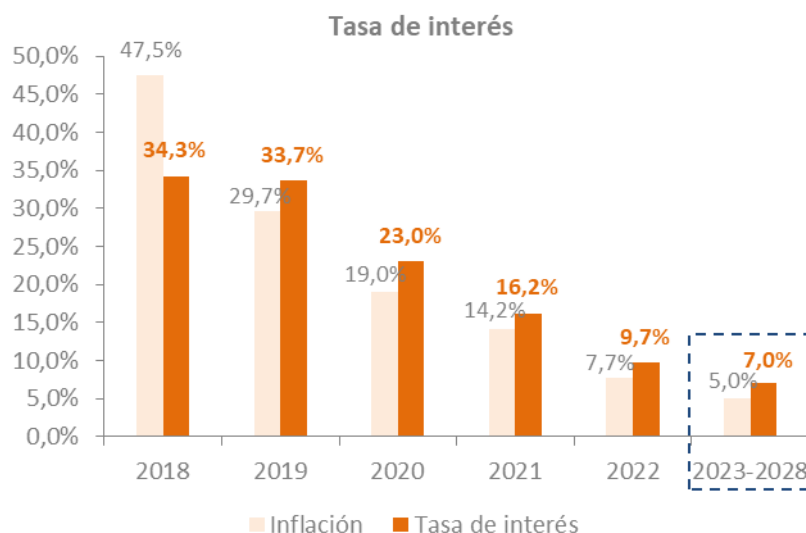


Fuente: Elaboración propia

TASA DE INTERÉS

El racional que se utiliza para proyectar el nivel de tasas se corresponde con un escenario de estabilidad económica con tasas reales positivas. A tal efecto, se consideró la tasa Badlar como tasa de referencia dentro del modelo de proyección. Para el 2019 se agregó a la tasa de inflación un diferencial positivo 400 puntos básicos hasta el 2020. Para la estimación de los períodos subsiguientes, el diferencial aumenta linealmente un 2%.

¹⁹ El pass through hace referencia al impacto que tiene en los precios un movimiento en el tipo de cambio.



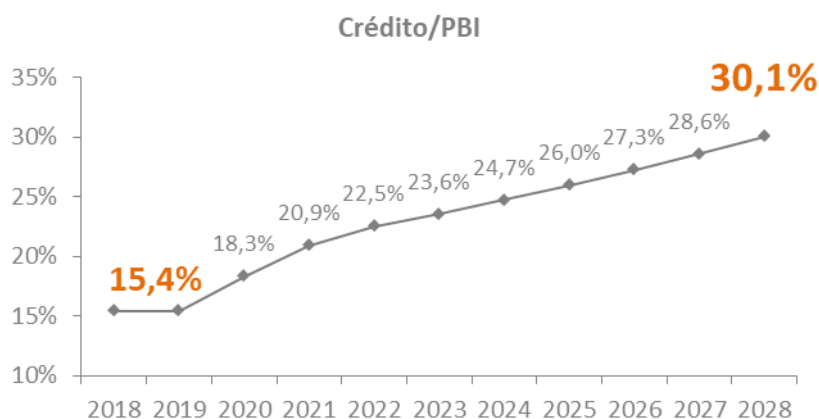
Fuente: Elaboración propia

RATIO DE CRÉDITOS DEL SECTOR PRIVADO SOBRE EL PBI

La línea de proyección de esta variable deriva de asumir una tendencia de aumento gradual del ratio de crédito sobre PBI.

Para el 2018 se consideró el valor real a octubre (15,4%). Debido al reciente escenario de volatilidad cambiaria, las presiones inflacionarias y la caída de la actividad, se asumen el mismo nivel del ratio para el 2019.

Para los períodos subsiguientes, se proyectó el ratio tomando como incremental la tasa de inflación. Este supuesto subyace en considerar que el nivel de crédito total del sistema financiero crecerá, al menos, al ritmo de la inflación de cada período. De esta manera, se alcanza un ratio del 30,1% para el 2028 en línea con el consenso de mercado, el cual estima que en 10 años el nivel de cuota actual se duplicaría.



Fuente: Elaboración propia

Es importante mencionar que esta variable se tornará de vital importancia al momento de estimar el valor de cuota de crédito del Grupo Supervielle, a lo largo del período de análisis. La metodología se desarrollará en el siguiente apartado, dentro del modelo de activos para línea de préstamos.

6.3 MODELO DE PROYECCIÓN DE ESTADOS CONTABLES

Para desarrollar el modelo de proyección se ha considerado la información histórica de las líneas de balances más representativas, la evolución de las variables macroeconómicas, información publicada por la compañía y por analistas de mercado.

Los flujos de fondos se han proyectado en pesos argentinos y en términos nominales. Es por ello que se utilizará una tasa de descuento nominal en pesos.

Para el cierre de balance, se utilizará la línea de depósitos a plazo fijo. Es decir, esta línea será quien velará por el cumplimiento de la igualdad contable: $A = P + PN$

El período de proyección consta de 10 años, partiendo de datos reales a diciembre de 2018. AL finalizar dicho período, se estimará un valor terminal en base a un crecimiento a perpetuidad de los flujos de fondos.

MODELO DE ESTIMACIÓN DE ACTIVOS

DISPONIBILIDADES

Se proyecta por separado el efectivo operativo, el cual concentra básicamente efectivo en sucursales, en transportadoras de caudales o cuentas en bancos corresponsales) y el encaje normativo.

Para tal objetivo, se analizó el ratio histórico de efectivo sobre el total de depósitos. El mismo se ubicó entre el 5,4% y 7,7%, en los últimos cuatro años. A los efectos de este trabajo, se optó por asumir el promedio de dicho período, ubicando esta relación en el 6,4% para toda la proyección.

A continuación se exponen los resultados de la línea de efectivo en millones de pesos:

2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
6.078	8.203	9.378	10.818	12.555	14.427	16.754	18.997	22.116	25.382	29.303

Respecto al encaje, el 2018 sufrió varios incrementos en respuesta al cambio en la política monetaria implementado por el BCRA. Específicamente, el BCRA se compromete a no aumentar el nivel de la base monetaria hasta junio de 2019, con algunos ajustes por estacionalidad, por incremento en la demanda de dinero.

Para el cumplimiento de la meta, el BCRA se vale de las siguientes herramientas:

- Operaciones diarias de Letras de Liquidez (LELIQ) con los bancos.
- Ajustes en los requisitos mínimos de liquidez.
- Cronograma de desarme de LEBAC.

Adicionalmente, la meta monetaria se complementó con la definición de zonas de intervención y no intervención cambiaria. La zona de no intervención se definió inicialmente entre \$34 y \$44, ajustándose diariamente a una tasa de 3% mensual hasta fin del 2018 y calibrándose nuevamente, a partir del 2019.

No obstante, durante el mes de diciembre de 2018, el Banco Central resolvió simplificar el plan anterior de requerimientos de efectivo mínimo. Para las entidades

del Grupo “A” o para aquellas vinculadas a grupos globales de importancia sistémica, se establece para los depósitos los siguientes niveles:

- Depósitos a la vista: requisito de efectivo mínimo de 30% a ser integrado en pesos 5% integrable en BOTES 2020 y 10% integrables en LELIQ.
- Depósitos a plazo fijo de hasta 29 días de plazo residual: 17% en efectivo, 5% en BOTES 2020 y 13% en LELIQ.

Estos requisitos se van reduciendo a medida que aumenta el plazo de los depósitos. Para los depósitos con plazo residual de entre 30 y 59 días los requisitos se establecen en 10% en efectivo, 5% en BOTES 2020 y 10% en LELIQ, reduciéndose a 5%, 2% y 0%, respectivamente, para el plazo residual de 60 a 89 días. Los depósitos de más de 90 días de plazo residual no tendrán requisito de efectivo mínimo.

El requerimiento de efectivo mínimo para depósitos vista en dólares es del 25%, y 23% para plazos fijos con un plazo residual de hasta 29 días. Este requerimiento se va reduciendo a medida que el plazo del depósito es mayor. Para depósitos con un plazo residual entre 30 y 59 días, el requerimiento es de 17% y se reduce al 11%²⁰.

A continuación se detalla un cuadro con la evolución de los requerimientos de efectivo mínimo del 2018, en pesos y dólares (en miles de pesos):

²⁰ Información publicada por el Grupo Supervielle, en la presentación de los resultados del cuarto trimestre de 2018.

Requerimientos de efectivo mínimo	dec 18	sep 18	jun 18	mar 18	dec 17
Disponibilidades	15.330	12.786	6.691	5.063	5.512
Bonos del Tesoro (BOTE 2020)	3.033	2.153	431	0	0
Leliq	7.728	4.083	0	0	0
Deducciones especiales	2.043	1.977	1.774	1.594	1.613
Requerimiento de efectivo mínimo total	28.134	20.999	8.895	6.657	7.126
Requerimiento/Depósitos ARS	45%	33%	17%	17%	17%

Depósitos en USD	dec 18	sep 18	jun 18	mar 18	dec 17
Disponibilidades	333	267	198	179	227
Requerimiento de efectivo mínimo total	333	267	198	179	227

Depósitos	dec 18	sep 18	jun 18	mar 18	dec 17
ARS	62.958	64.347	52.666	39.480	42.022
USD reexpresados en ARS	31.948	32.839	23.006	16.060	14.387

Fuente: Grupo Supervielle. Elaboración propia. La línea de disponibilidades hace referencia al saldo depositado en la cuenta corriente del BCRA

Para proyectar los encajes en pesos del 2019 en base a esta dinámica, se consideró el encaje promedio del 2018 ubicándose en el 26%. A partir del 2019 y hasta el 2021, se realiza una corrección gradual considerando una baja total de 1.200 puntos básicos distribuidos de la siguiente manera: 700, 400 y 100 puntos básicos para el 2020, 2021 y 2022. A partir del 2023 el ratio se mantiene estable en la zona del 14%. Por último, es importante aclarar que la reducción del encaje se efectuará a través de la proporción remunerada.

Respecto al encaje en dólares, el mismo se mantiene en el nivel de 25%, para todo el período de proyección.

	2018	2019	2020	2021	2022/28
%ENCAJE (PROM.) ARS	26%	26%	19%	15%	14%
%ENCAJE (PROM.) USD	25%	25%	25%	25%	25%

Fuente: Elaboración propia

Los montos de encajes obtenidos en pesos y dólares (expresados en pesos al tipo de cambio de cada período) fueron los siguientes:

Encaje	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Pesos	26.548	25.649	21.298	19.749	21.990	25.921	30.841	35.574	42.217	49.178	57.564
Dólares	5.720	7.380	8.610	9.343	9.776	10.069	10.371	10.683	11.003	11.333	11.673
Total	32.268	33.029	29.907	29.092	31.766	35.990	41.212	46.256	53.220	60.511	69.237

Fuente: Elaboración propia

TÍTULOS Y PRÉSTAMOS AL SECTOR PÚBLICO Y FINANCIERO

Los saldos de esta línea son principalmente nominados en pesos. En cuanto a su evolución, la misma ha mostrado una importante y creciente participación en el total del activo y, adicionalmente, ha sido eje en el manejo del excedente de liquidez de la entidad.

Es importante destacar que las entidades financieras hasta diciembre de 2018 no presentaban restricciones frente a la tenencia en instrumentos emitidos por el BCRA, mientras que en el caso de los restantes títulos y préstamos al gobierno la exposición, la exposición no puede ser superior al 50% de la Responsabilidad Patrimonial Computable (RPC)²¹.

No obstante, a través de la resolución “A” 6661 publicada el 28 de marzo de 2019 el BCRA dispuso que la posición neta diaria que las entidades registren en Leliq no pueda superar lo mayor entre su responsabilidad patrimonial computable del mes anterior o el 100% del promedio mensual de saldos diarios del total de depósitos en pesos. Esta medida apunta a descomprimir la presión sobre el tipo de cambio y mejorar el canal de transmisión de la tasa Leliq a las tasas pasivas que remuneren los depósitos que compiten contra el dólar²². De esta manera, los mayores rendimientos de los plazos fijos desincentivarán la dolarización de ahorros de personas y empresas.

Para proyectar esta línea se tomó como referencia la información histórica de los últimos tres años de la relación entre: la exposición en títulos y préstamos al sector público y financiero, sobre el total depósitos partiendo del supuesto que en dicho

²¹ Punto 6.1 Límites máximos del texto ordenado “Financiamiento al Sector Público No financiero” publicado por el BCRA.

²² Es importante mencionar que esta nueva resolución reemplaza y endurece la comunicación que el BCRA había publicada el 8 de febrero de 2019 en el cual se establecía que no podía superar su responsabilidad patrimonial computable (RPC) del mes anterior o el 65% del promedio mensual de saldos diarios del total de depósitos en pesos (ahora 100%).

período los encajes no se remuneraban. En base a esta información, se establecieron los siguientes crecimientos:

- Para el 2019 y 2020, se mantuvo el ratio promedio de los últimos dos años, situándose en el 22%.
- A partir del 2021, esta línea evoluciona en función de los niveles históricos del 11%.

A continuación se exponen los valores obtenidos para la línea de Títulos y Préstamos al Sector Público y Financiero, en millones de pesos:

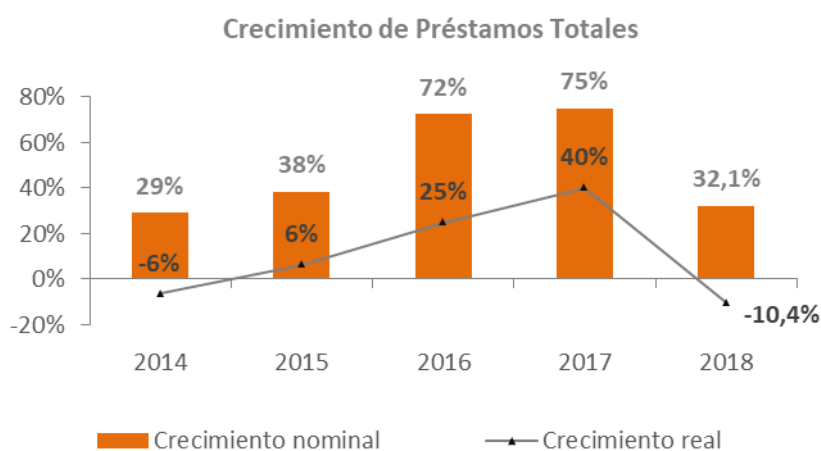
2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
15.112	16.382	19.122	18.441	21.402	24.593	28.559	32.651	38.012	43.626	50.365

Fuente: Elaboración propia

PRÉSTAMOS

Se proyecta mantener la misma estructura de negocio, siendo el crecimiento de la economía real, la evolución del ratio de créditos sobre PBI del sistema y la inflación, las variables claves para definir el crecimiento del volumen total de préstamos y en consecuencia, la cuota de mercado del Grupo Supervielle.

La metodología definida para estimar la tasa de crecimiento de los créditos considera, en primer lugar, la relación entre el crecimiento nominal y real de los préstamos totales. A continuación se expone su evolución histórica:

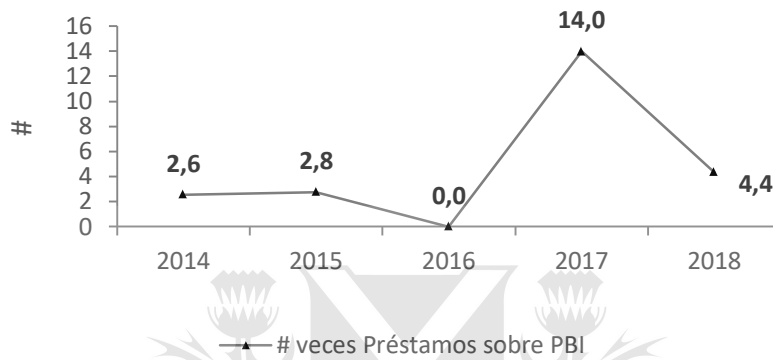


Fuente: Grupo Supervielle e indec. Elaboración propia

En segundo lugar, se analiza cuantas veces representa el crecimiento de los préstamos reales, sobre el PBI real.

$$\# = \frac{\% \text{ Préstamos Real}}{\% \text{ PBI Real}}$$

Evolución # veces Préstamos Reales sobre PBI



Fuente: Grupo Supervielle e Indec. Elaboración propia

Finalmente, la tasa de crecimiento total de los préstamos ($\%Préstamos Total_{t\$AR}$) queda definida de acuerdo a la fórmula que a continuación se detalla:

$$\%Préstamos Total_{t\$AR} = \# \text{ veces Préstamos sobre PBI} \times \%Crecimiento PBI_{Real t\$AR} + Inflación_t$$

Dónde:

veces Préstamos sobre PBI: representa la cantidad de veces que el crecimiento real de los préstamos se ubica sobre el crecimiento real del PBI..

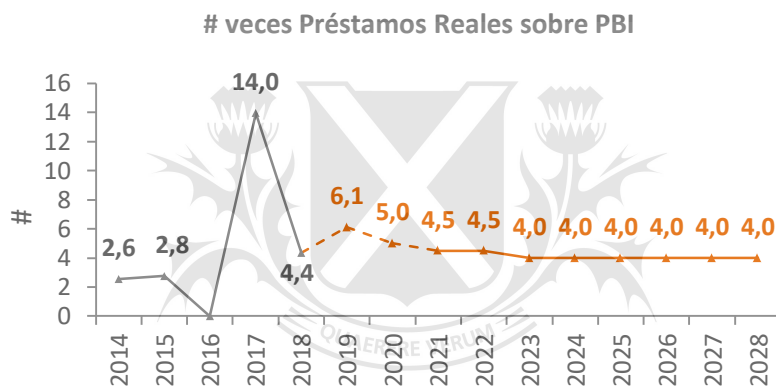
En base a la información histórica de la compañía, se procede a definir los drivers para proyectar la tasa de crecimiento de los préstamos:

- **2019:** en la publicación de resultados del cuarto trimestre del Grupo Supervielle, se proporciona una “Guía para el año fiscal del 2019” en donde se detalla la expectativa de algunas variables macroeconómicas y de negocios. Respecto a la variable de préstamos, la compañía espera un crecimiento en la zona del [21% - 31%] y una inflación del 32%. En base a esta información, se considera el promedio de los últimos tres años de la relación de Préstamos

reales sobre PBI real, que arroja un valor de 6,1x. Con esta información, más el PBI real y la inflación proyectada para el 2019, se obtiene el crecimiento de préstamos del 23,6% (dentro del rango estimado por la compañía para el 2019):

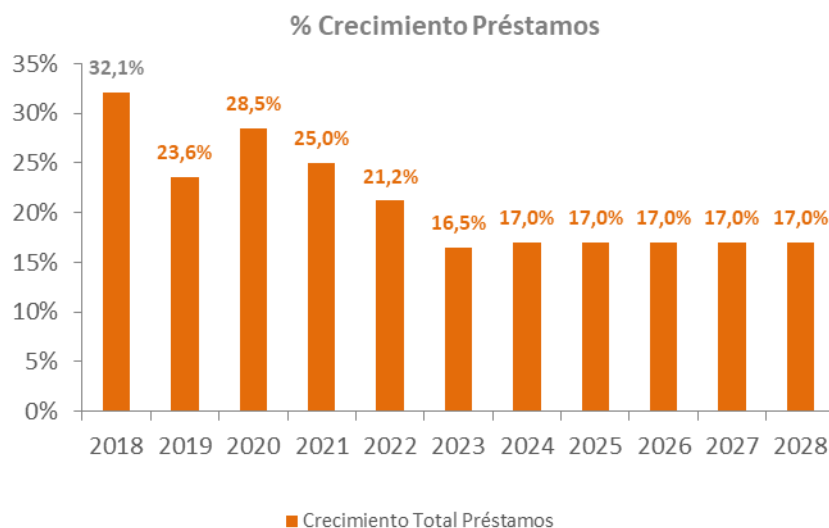
$$23,6\% = 6,1 \times (-1\%) + 29,7\%$$

- **2020-2028:** se establece una relación descendente para el nivel de Préstamos sobre PBI real. Para el 2020 y 2021 disminuye 0,5 para cada año. Para el 2022 se mantiene el nivel del año anterior y a partir del 2023 se determina un nivel de 4x, manteniéndose constante hasta el final del período de proyección.



Fuente: Elaboración propia

De acuerdo a la metodología expuesta, las tasas de crecimiento de los préstamos totales quedan definidas conforme se detalle en el siguiente cuadro:



Fuente: Elaboración propia

Respecto de las carteras en dólares, se mantuvo constantes de acuerdo la distribución del cuarto trimestre de 2018, para todo el período de proyección. Las mismas se re expresan en pesos en función a la evolución del tipo de cambio estimado.

A continuación se exponen los valores obtenido para la línea total de préstamos, en millones de pesos:

2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
102.246	131.386	164.233	199.085	232.929	272.527	318.857	373.062	436.483	510.685

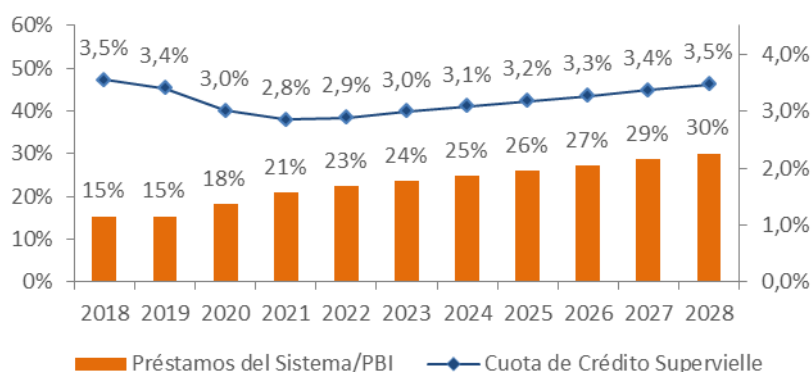
Fuente: Elaboración propia

Con los resultados de la proyección de los préstamos, la cuota de mercado del Grupo Supervielle queda definida a partir de la siguiente expresión:

$$Cuota\ de\ Mercado_{GrupoSUP} = \frac{Préstamos}{Cuota\ de\ Mercado_{SISTEMA} \times PBI_{Nominal}}$$

Los valores obtenidos se exponen en el siguiente gráfico:

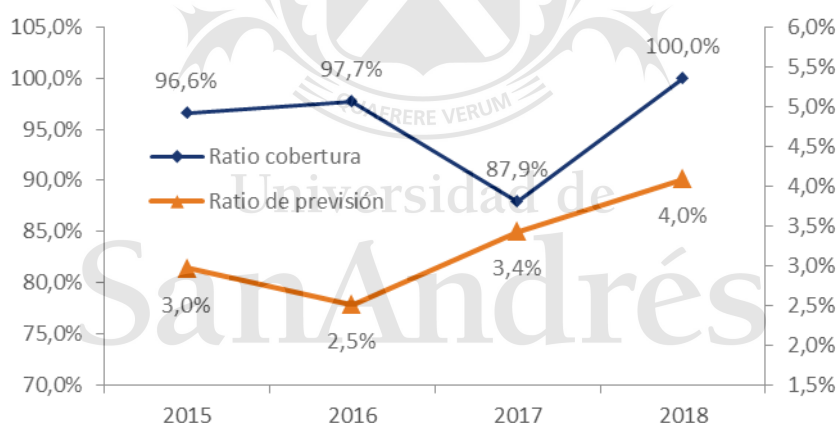
Evolución cuota



Fuente: Elaboración propia

PREVISIONES DEL ACTIVO

Para proyectar el saldo de provisiones se comenzó calculando la relación histórica entre el ratio de provisiones (provisiones sobre el saldo de créditos brutos) y el ratio de cobertura:



Fuente: Grupo Supervielle. Elaboración propia

Por otro lado, se consideró lo publicado por la compañía en la presentación de resultados del cuarto trimestre de 2018, respecto a la evolución de la calidad crediticia de la cartera. En dicho informe, el Grupo Supervielle destaca que los ajustes salariales por debajo de la tasa de inflación anual y los incrementos de las tarifas de servicios públicos, afectaron los ingresos disponibles de la población (particularmente del segmento de consumo) generando un deterioro adicional en la calidad de los activos. Bajo este contexto, la compañía tomó una decisión más conservadora y ajustó sus políticas de aprobación crediticia, reduciendo la originación del segmento de

financiamiento al consumo. Adicionalmente, establece el crecimiento del nivel de cobertura en el 100%, a partir del último trimestre de 2018.

Por otro lado, por disposición del BCRA, a partir del 2020 se pone en vigencia el modelo de pérdida esperada para el cálculo de las provisiones²³. Esta nueva metodología permitirá anticipar la contabilización por deterioro en base a pérdidas proyectadas para los próximos doce meses en vez de pérdidas incurridas (por calendario de atraso observadas a la fecha de estimación). Cada entidad deberá contar con un modelo de cálculo y una segmentación de cartera acorde al perfil de riesgo asociado. La principal complejidad del modelo reviste en el cálculo de la probabilidad de incumplimiento la cual se ajustará de manera dinámica en base a escenarios macroeconómicos e información histórica de los deudores, generando un importante impacto en la cuenta de resultados.

Un dato importante a aportar es que en el informe de Bancos publicado por el BCRA para el 2018, reveló que gran parte de las entidades financieras realizaron ajustes por incobrabilidad (respecto a las estipuladas) haciendo uso de modelos internos para mejorar los cálculos y amortiguar el impacto de la nueva metodología de provisiones, a implementarse a partir del 1 de enero de 2020²⁴.

En base a lo expuesto, se estima que la nueva metodología incrementará en 100 puntos básicos la relación de provisiones sobre préstamos llevando el ratio al 5% para todo el período de proyección.

Respecto al ratio de cobertura entre los préstamos en situación irregular y las provisiones, se mantiene el nivel del 100% para todo el período de proyección.

Finalmente, las provisiones se obtienen de aplicar la siguiente fórmula:

²³ En enero de 2018 entraron en vigencia las Normas Internacionales de Información Financieras (NIIF 9) excepto el cálculo del deterioro de la cartera por Riesgo de Crédito. El impacto de la aplicación de la NIIF 9 (excepto deterioro) fue positivo a diferencia de otros países debido al ajuste patrimonial por la actualización de los bienes de uso (oficinas y sucursales) que previamente estaban a valores históricos y fueron quedado desactualizadas en función del valor de mercado. De acuerdo a informes de mercado, el Patrimonio Neto del Sistema Financiero mostró a enero de 2018 un incremento del 15% respecto a 2017 compensando con creces los otros ajustes impuestos por la aplicación de la nueva normativa contable. La implantación del cálculo de las provisiones por pérdida esperada prevé un impacto del 30% en promedio para el sistema financiero.

²⁴ BCRA. Informe de Estabilidad Financiera. <http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/ief0217.pdf>
BCRA. Informe sobre Bancos. <http://www.bcr.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/InfBanc0118.pdf>

Previsiones Totales $t_{\$AR} = \%Préstamos \text{ en situación irregular}$

** Total préstamos Brutos* $_{\$AR}$

Los resultados obtenidos se exponen a continuación (en millones de pesos):

2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
3.272	4.182	6.569	8.212	9.954	11.646	13.626	15.943	18.653	21.824	25.534

Fuente: Elaboración propia

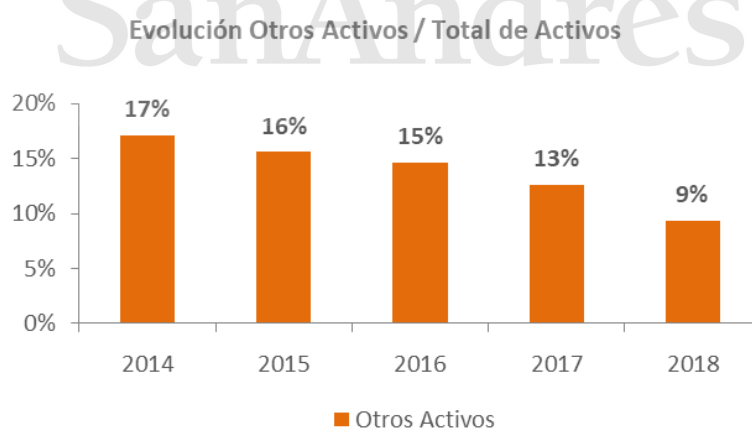
INTANGIBLES

El saldo se estimó considerando un ratio de 0,5% que surge de la relación entre los Intangibles y el activo total de los últimos tres años. Dicha relación y metodología de cálculo se mantiene para todo el período de proyección.

OTROS ACTIVOS

En esta línea se agrupan los rubros con saldos de escasa participación dentro del total del activo tales como: activos por impuestos a las ganancias diferidos, propiedad, planta y equipos y otros títulos de deuda.

Analizando la evolución en su conjunto, la participación dentro del total del activo ha disminuido en los últimos cinco años:

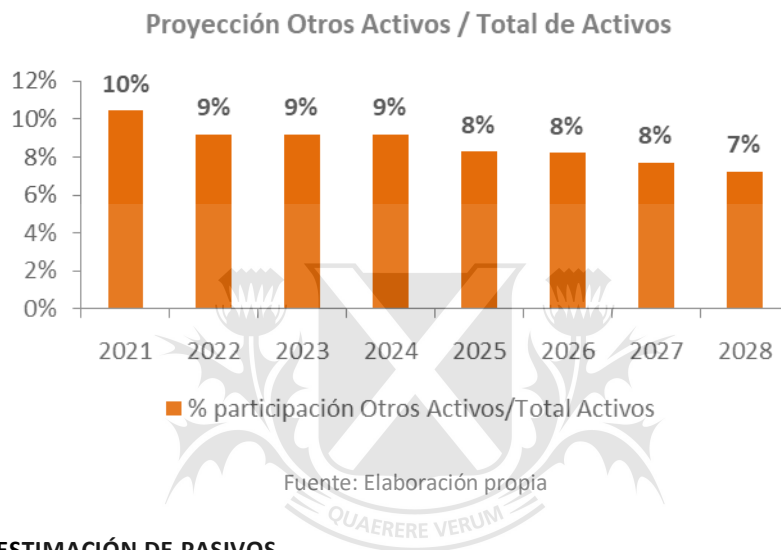


Fuente: Grupo Supervielle. Elaboración propia

Para la proyección del 2019 y 2020 se consideró, como primer paso, el promedio del ratio de otros activos sobre el total de activos para el período 2017 y 2018 (el resultado arrojó un nivel del 11%). Como segundo paso, se definió una tasa de

crecimiento tal que, luego de su aplicación, se mantenga la participación en torno al 11% respecto del total del activo. Las tasas de crecimiento que finalmente se aplicaron fueron 45% y 15%, 2019 y 2020 respectivamente.

Para los períodos subsiguientes, se asumió una baja gradual del ratio de otros activos sobre total de activos, estableciéndose en los niveles que se exponen en el siguiente gráfico:



MODELO DE ESTIMACIÓN DE PASIVOS

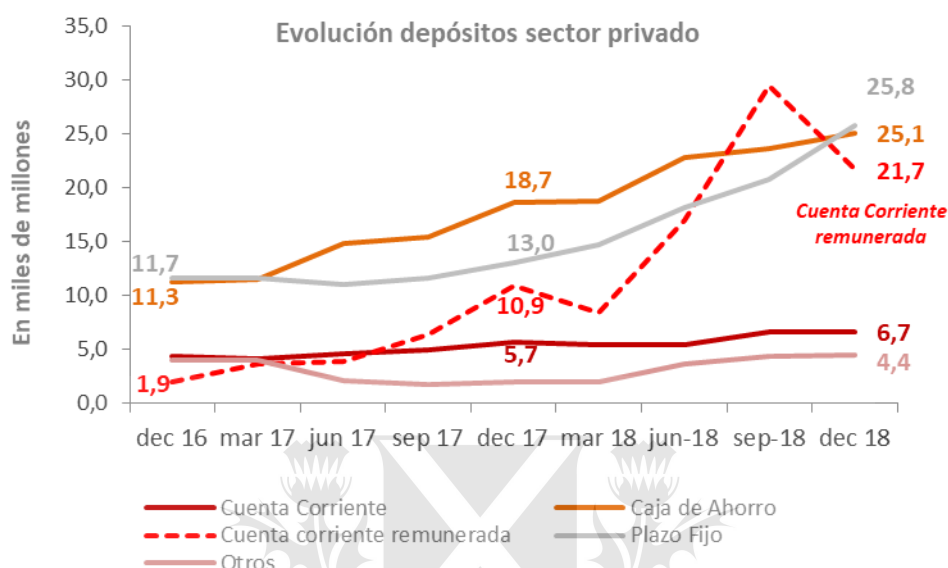
DEPÓSITOS

En función de los niveles de crédito proyectados, la determinación de la estructura de los depósitos resulta relevante para la estimación de los saldos y su consecuente impacto en el margen financiero.

En base a lo mencionado, se analizaron los saldos históricos de los depósitos en cuenta corriente, caja de ahorro, a plazo y otros depósitos, así como también el porcentaje de participación en dólares.

Es importante destacar que el BCRA desde el mes de enero de 2017, publicó un comunicado que permite a los bancos pagar intereses por los depósitos en cuenta corriente, al derogar una norma que prohibía esa retribución desde 2010. Esta nueva normativa permite a los bancos pagar por los depósitos en cuenta corriente con tasas que se pactarán libremente, elevando el grado de competencia en el sistema con el consecuente beneficio para el depositante.

En base a lo mencionado, el análisis comparativo del Grupo Supervielle, respecto a la evolución de los saldos en la cuenta corriente especial (remunerada) que expone la compañía en el informe trimestral, muestra un importante incremento para los últimos tres años.



Fuente: Grupo Supervielle. Presentación de resultados 4° Trimestre 2018 y 2017. Elaboración propia

No obstante, en el balance anual publicado por el Grupo Supervielle a diciembre de 2018 la compañía mantiene dentro del rubro depósitos en caja de ahorro, los saldos correspondientes a los depósitos en cuenta corriente remunerada, distorsionando la composición de esta línea. A continuación se detalla el cuadro expuesto en el balance:

En Millones de pesos	2017	2018
Depósitos	56.408	94.906
Sector Público no Financiero	6.171	11.105
Sector Financiero	16	25
SP no financiero y residentes del exterior	50.218	83.774
Cuenta corriente	5.679	6.687
Caja de ahorro	29.578	46.859
Cuenta corriente remunerada		
Plazo Fijo	13.269	27.184
Otros	1.692	3.044

Fuente: Grupo Supervielle. Balance público 2018. Elaboración propia

En base a la exposición de la información del balance anual, y con el objetivo de no distorsionar la proyección de los saldos en caja de ahorro (y posterior cálculo de los

egresos financieros), se procedió en primer lugar a reclasificar los depósitos entre caja de ahorro y cuenta corriente remunerada²⁵:

En Millones de pesos	Balance		Reclasificación	
	2017	2018	2017	2018
Caja de ahorro	29.578	46.859	18.650	25.122
Cuenta corriente remunerada			10.929	21.738

Fuente: Grupo Supervielle. Elaboración propia

En segundo lugar, considerando que la participación de los rubros de Sector Público no Financiero, Sector Financiero y Otros depósitos, sobre el total de depósitos, no presenta cambios sustanciales en la evolución de los últimos dos años (la participación pasa del 14,5% al 16%, para el 2018), se procedió a reagrupar estas líneas incorporando adicionalmente el saldo en cuenta corriente remunerada. El objetivo de la reclasificación es diferenciar los saldos que no pagan interés (cuenta corriente y caja de ahorro), de los que sí pagan, estableciéndolos en dos grandes grupos:

- Vinculados con depósitos a plazo (“Plazo fijo”) y
- “Otros depósitos” con características específicas, tales como las cuentas corrientes remuneradas o depósitos institucionales, etc.

Reagrupación de rubros para la proyección		
En Millones de pesos	2017	2018
Cuenta Corriente	5.680	6.687
Caja de ahorro	18.650	25.122
Plazo Fijo	13.015	25.794
Otros Depósitos	19.064	37.303
Total	56.409	94.906

Fuente: Grupo Supervielle. Presentación de resultados 4° Trimestre 2018 y 2017. Elaboración propia

A partir de esta información, se obtiene la participación de cada rubro sobre el total de depósitos, y se considera el promedio de los último dos años como punto de partida proyectar los saldos de cada período. El supuesto que subyace, es que se mantiene el nivel de fondeo a la vista proveniente del pago de beneficios públicos a jubilados y pensionados y la participación de la línea de “Otros depósitos” (con la agrupación

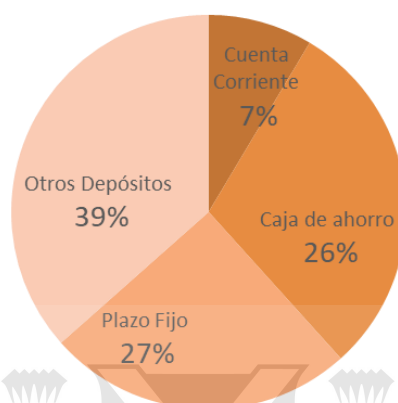
²⁵ Publicación de resultados cuarto trimestre de 2018.

https://s21.q4cdn.com/714080446/files/doc_financials/ES/2018/T4/Grupo-Supervielle-4T18-F.pdf

Balance anual 2018. https://s21.q4cdn.com/714080446/files/doc_financials/ES/2018/T4/EECC-Grupo-Supervielle-31-12-2018.pdf

expuesta en los párrafos precedentes). Por otro lado, lo que se busca es mantener cierta armonía en la proyección de los saldos y que no sea la línea de cierre de balance, (los depósitos a Plazo Fijo) la que muestre saltos significativamente altos no acordes con el modelo de negocio del Grupo Supervielle.

% Participación de depósitos promedio 2017/2018



Fuente: Elaboración propia

Luego de definir la relación de depósitos, se procedió a proyectar las tasas de crecimiento de cada rubro. Se tomó como supuesto la tasa de inflación para proyectar el período 2019-2021.

Para los años subsiguientes, tanto la línea de cuenta corriente y otros depósitos evolucionaron conforme la tasa de inflación proyectada más el crecimiento real del PBI, ubicándose en el 8% hasta el 2028.

Respecto a la exposición en caja de ahorro, el crecimiento se definió partiendo del nivel de inflación, más un incremental de 500 puntos básicos para todo el período remanente, obteniéndose una tasa del 10%.

Los saldos en dólares se mantuvieron constante de acuerdo a la información del cuarto trimestre de 2018²⁶ y se reexpresaron en pesos al tipo de cambio proyectado para cada período. Una vez obtenidos estos valores, se distribuyeron como diferencia del saldo total de depósitos dentro de la línea de caja de ahorro, cuenta corriente y otros depósitos.

²⁶ Cuenta corriente 20%, Caja de ahorro 49%, Plazo Fijo 25% y Otros Depósitos 5%.

A continuación se resumen los saldos proyectados total moneda:

En Millones ARS	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Cuenta corriente	8.673	10.486	12.226	13.537	14.988	16.595	18.375	20.345	22.526	24.941
Caja de ahorro	33.990	41.093	47.915	55.927	63.757	72.683	82.858	94.458	107.683	122.758
Otros depósitos	48.382	55.460	62.825	71.230	79.207	88.078	97.943	108.913	121.111	134.676

Fuente: Elaboración propia

El porcentaje de participación sobre el total de depósitos quedó expresado de la siguiente manera:

% Participación	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Cuenta corriente	7%	7%	7%	7%	7%	6%	6%	6%	6%	5%
Caja de ahorro	27%	28%	28%	29%	28%	28%	28%	27%	27%	27%
Plazo Fijo	29%	27%	27%	28%	30%	32%	33%	35%	37%	38%
Otros depósitos	38%	38%	37%	36%	35%	34%	33%	32%	31%	29%

Fuente: Elaboración propia

Por último, tal como se mencionó al inicio del apartado, la línea de depósitos a plazo es la cuenta que cierra el balance. No obstante, para evitar que la distribución del fondeo pierda consistencia en relación al modelo de negocio del Grupo, se consideró un crecimiento base en función de la inflación proyectada más un diferencial que incorpora el saldo necesario para cumplir con la identidad contable: $A = P + PN$. Los saldos totales de esta línea se expondrán una vez desarrollado el modelo de proyección del estado de resultado y patrimonio neto.

OTROS PASIVOS

En esta línea se agrupan principalmente financiacines de otras instituciones financieras, préstamos subordinados y obligaciones negociables. Para estimar la tasa de crecimiento se analizó la participación histórica entre los rubros mencionados en su conjunto, y el total del pasivo. Al respecto, se observa que la relación se mantuvo relativamente estable y entorno al 21%. Aplicando este criterio, se procedió a la estimación fijando una relación de sus saldos con respecto al total del pasivo.

A continuación se resumen los saldos proyectados para la línea de otros pasivos, en millones de pesos:

2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
28.520	36.316	42.368	49.002	56.865	65.511	76.006	86.614	100.463	115.595

Fuente: Elaboración propia

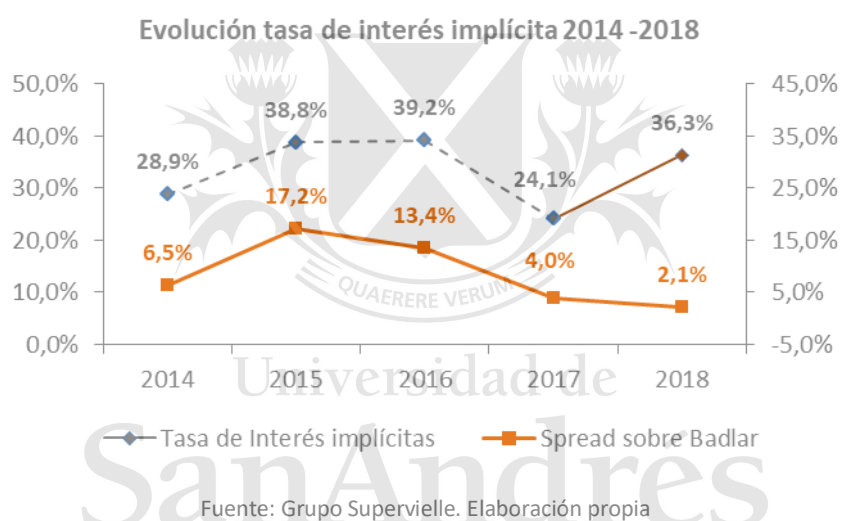
MODELO DE ESTIMACIÓN DE ESTADOS DE RESULTADOS

INGRESOS

La proyección de los ingresos financieros se ha segmentado en dos partes. En la misma se contemplan los ingresos provenientes de los préstamos del sector privado no financiero y, por otro lado, los ingresos provenientes del sector público y financiero.

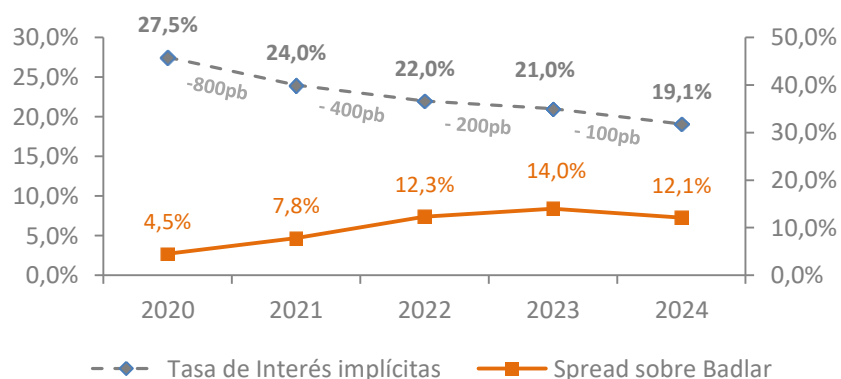
INGRESOS FINANCIEROS SECTOR PRIVADO – PRÉSTAMOS

Para la proyección de la tasa de referencia se analizó la relación entre los ingresos financieros y el volumen de préstamos anuales (total moneda pesos y dólares), para los últimos cinco años.



Para el ejercicio, se asume un escenario de tasas activas decrecientes, en línea con la expectativa de normalización comentada en párrafos anteriores. En base a este supuesto, para el 2019 se proyecta un spread sobre la tasa Badlar de 200 puntos básicos (- 100 puntos básicos, respecto a la tasa activa promedio del 2018). Para el 2020 se asume un baja de 800 puntos básicos respecto a la tasa del 2019. A partir del 2020 y hasta el 2024, la tasa se reduce 1500 puntos básicos distribuidos de la siguiente manera:

Tasas de interés Activas proyectadas 2020-2024



Fuente: Elaboración propia

Para la proyección del período restante, se definió el spread entre la tasa Badlar y la tasa activa para el 2028. Para definir dicho spread, se consideró el promedio histórico entre el 2014 y el 2017 el cual arrojaba un valor de 10,5%. De esta manera, la tasa activa del 2028 queda definida en el 17,5%. Para los períodos intermedios, que van del 2025 al 2027, se realizó una interpolación lineal para construir las tasas.

Una vez determinadas las tasas se procedió al cálculo de los ingresos. Para su estimación, se obtuvo previamente el promedio del saldo al inicio y cierre de cada período y sobre estos volúmenes, se aplicó las tasas proyectadas.

En el siguiente cuadro se exponen los ingresos financieros obtenidos para la línea de Préstamos al Sector Público no Financiero, en millones de pesos:

Préstamos	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Saldos Medios	88.758	111.440	140.419	172.576	205.206	240.092	280.907	328.661	384.534	449.905
Ingresos Financieros	31.686	30.646	33.701	37.967	43.093	45.857	52.712	60.572	69.581	79.902
Tasa Activa	35,7%	27,5%	24,0%	22,0%	21,0%	19,1%	18,8%	18,4%	18,1%	17,8%

Fuente: Elaboración propia

INGRESOS FINANCIEROS DEL SECTOR PÚBLICO Y FINANCIERO

Dentro de esta línea del estado de resultados, se consideraron tanto los ingresos provenientes de títulos públicos como los ingresos del sector financiero.

Como bien se observa en el siguiente cuadro, la cartera de títulos del Grupo Supervielle se compone mayoritariamente por títulos nominados en pesos con el BCRA y el Tesoro.

Apertura cartera de inversión en Millones ARS	Dic18
Trading	12.738,5
Títulos públicos	3.167,7
Instrumentos emitidos por el BCRA	9.518,2
Títulos privados	52,5
A vencimiento	3.513,7
Títulos públicos	3.477,7
Títulos Privados	35,6
Disponible para la venta	100,7
Títulos públicos	92,0
Instrumentos emitidos por el BCRA	-
Títulos Privados	8,8
Total	16.352,9

Fuente: Grupo Supervielle. Elaboración propia

Para la proyección se considera como base la tasa implícita de las exposiciones con el sector público durante el 2018, la cual se ubicó en el 73,3% y se asume una fuerte baja para el 2019 estableciendo la tasa activa en 37,7% (+ 400 puntos básicos sobre Badlar proyectada). Para el 2020 y 2021 se establece un spread sobre la tasa Badlar proyectada de 200 y 180 puntos básicos respectivamente. A partir del 2022 y hasta el final del período la tasa se mantiene en 17,5%.

A continuación, se exponen los resultados:

Sector Púb. y Finan.	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Saldos Medios	15.747	17.752	18.781	19.921	22.998	26.576	30.605	35.331	40.819	46.996
Ingresos Financieros	5.937	4.438	3.381	3.486	4.025	4.651	5.356	6.183	7.143	8.224
Tasa Activa	37,7%	25,0%	18,0%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%	17,5%

Fuente: Elaboración propia

EGRESOS

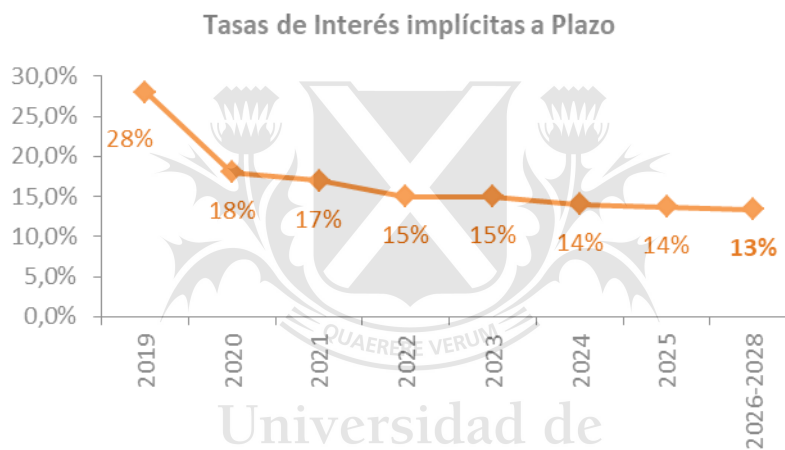
La proyección de los egresos financieros se realizó considerando las siguientes líneas:

- Depósitos a plazo,
- Otros depósitos que incluye: Sector Público no Financiero y las Cuentas Corrientes Remuneradas y

- Otros egresos financieros que contempla: financiaciones de otras instituciones financieras, préstamos subordinados y obligaciones negociables.

DEPÓSITOS A PLAZO

Para la proyección de los egresos financieros del 2019 se tomó como referencia la tasa implícita de los depósitos a plazo del período 2018, asumiendo un escenario de poca demanda de crédito y por ello, menor necesidad de fondeo. A partir del 2020 se estima una baja de la tasa pasiva, ubicándose en el 18%. Hacia adelante, se proyecta una caída de 500 puntos básicos distribuidos gradualmente alcanzando una tasa del 13%, hacia el 2028.



Fuente: Elaboración propia

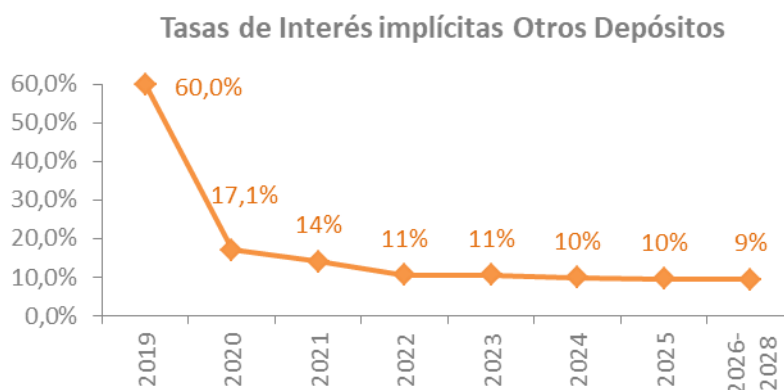
Fuente: Elaboración propia

OTROS DEPÓSITOS

En esta línea se exponen los egresos correspondientes a las cuentas corrientes remuneradas y otros depósitos. En el 2018, la tasa implícita se ubicó en el 73,1%. Para el 2019 se proyecta una disminución de la tasa pasiva de esta línea, disminuyendo al 60%. Para el 2020, se partió de la tasa establecida para el 2019 y se le restó promedio de los últimos dos años obteniéndose una tasa del 17%.

$$Tasa Pasiva_{2020} = Tasa Pasiva_{2019} - Promedio (Tasa Pasiva_{2018/2017})$$

A partir del 2021 y hasta el final del período de proyección, se estima un sendero descendente con una caída de 700 puntos básicos alcanzando la tasa del 10%, hacia el 2028.



Fuente: Elaboración propia

OTROS EGRESOS FINANCIEROS

En esta línea se agrupan las financiaciones de otras instituciones financieras, préstamos subordinados y obligaciones negociables. Para la proyección del 2019 se considera el promedio de tasa de los últimos dos años, estableciéndose en el 20%. Para el 2020 y 2021, se analizó la relación entre la tasa implícita de esta línea y la tasa otorgada para los depósitos a plazo durante el 2018. Esta relación, arrojó un porcentaje del 67%. En base a esta información se obtuvo la tasa del 2020 y 2021, la cual surge de multiplicar el 67% sobre la tasa de depósitos a plazo proyectada. De esta manera se obtiene una tasa del 12% y 8%, respectivamente. A partir del 2022, y hasta el final del período de proyección la tasa se mantiene en el 7%.

CARGOS POR INCOBRABILIDAD NETO

Para la proyección de esta línea, se procedió en primer lugar al análisis histórico del ratio de fallidos netos sobre las provisiones estableciéndose un ratio promedio del 89%

$$Ratio\ Fallidos_t = \frac{Fallidos\ netos_t}{Previsiones_{t-1}}$$

En segundo lugar, se obtuvo el saldo de fallidos netos para cada período, a partir de la aplicación de la siguiente expresión:

$$Fallidos_t = Previsiones_{t-1} \times Ratio\ Fallidos_t$$

Finalmente, se obtuvo la variación interanual de las previsiones y se aplicó la siguiente igualdad para el cálculo de los cargos netos por incobrabilidad:

$$Cargos\ por\ incobrabilidad\ netos_t = \Delta Previsiones_t + Fallidos_t$$

Los resultados obtenidos en millones de pesos se exponen a continuación:

2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
5.549	5.841	5.912	7.266	8.640	10.109	11.828	13.838	16.191	18.943

Fuente: Elaboración propia

INGRESOS NETOS POR SERVICIOS

Para la estimación de los ingresos netos por servicios, se buscó establecer un ratio considerando la evolución histórica entre esta línea, y los préstamos brutos. En base a esta información, se establecieron las siguientes tasas de crecimiento:

- Para el período 2019-2022 se optó por un promedio móvil de los últimos tres años arrojando los siguientes niveles: 6%, 5,7%, 5,8% y 5,8%, respectivamente.
- A partir del 2023, y hasta el final del período de proyección, se aplica un diferencial de 5 puntos básicos para cada año alcanzando el ratio de 3,4%, hacia el 2028.

GASTOS DE ADMINISTRACIÓN

Del análisis de la evolución de los últimos tres años surge que el Grupo Supervielle tuvo un crecimiento real del 3% promedio. A los fines de la presente valuación, se optó por aplicar la tasa de inflación, como referencia para la evolución de los gastos e cada período.

IMPUESTOS A LAS GANANCIAS

Se asumió una alícuota del 30% del impuesto a las ganancias para toda la línea de proyección.

MODELO DE ESTIMACIÓN DE PATRIMONIO NETO

El crecimiento de esta línea se corresponde con los resultados del ejercicio para cada período, deduciendo el porcentaje de distribución de dividendos: 10% para el 2019 y 20%, para el resto del período. No se consideran nueva emisiones de capital.

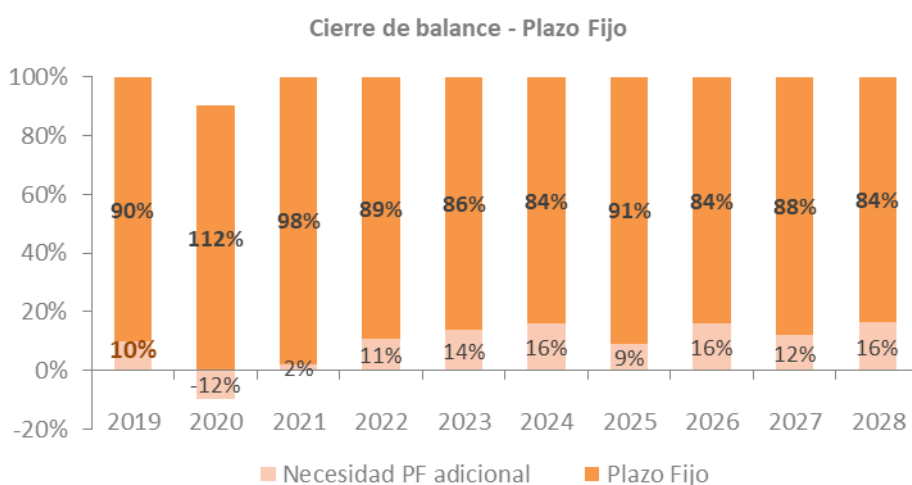
Cabe aclarar que el resultado del ejercicio incluye el ajuste en el costo de fondeo por la proyección del saldo de cierre de balance, en la línea de depósitos a plazo fijo.

Como bien se mencionó en el apartado en donde se abordó la metodología de proyección de depósitos, la línea de plazo fijo se estimó con un crecimiento base en función de la inflación de cada período más un saldo de ajuste, para reflejar la necesidad de cierre de balance. Dicho saldo de ajuste se halló mediante la utilización de la función solver de Excel, buscando el cumplimiento de la identidad contable $A = P + PN$

A continuación se detalla los saldos y la participación de la proyección base, más el saldo de ajuste para el cierre del balance en millones de pesos:

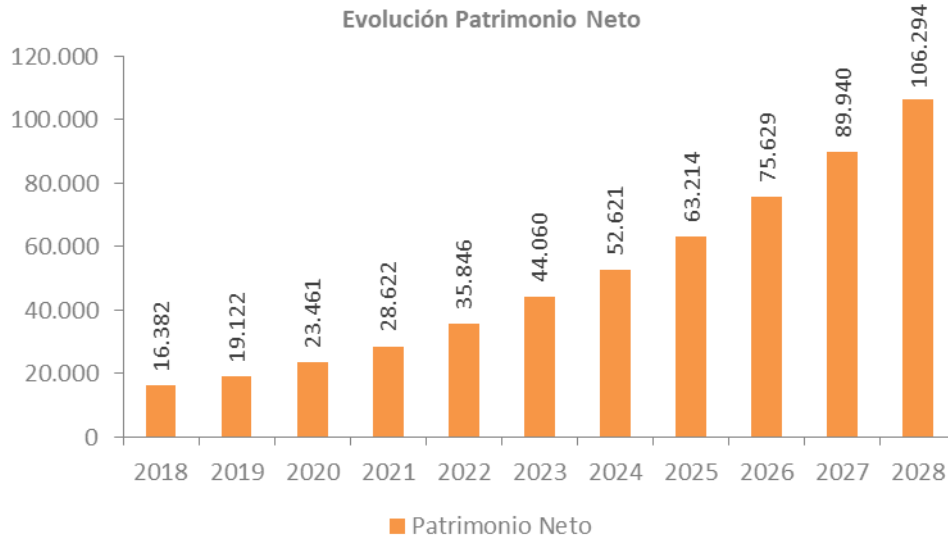
	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Plazo Fijo ARS	33.455	44.178	45.100	49.623	58.257	70.846	88.642	102.535	127.937	146.735
Cierre	3.670	-4.686	966	5.860	9.216	13.574	9.011	19.309	17.345	28.756

Fuente: Elaboración propia



Fuente: Elaboración propia

A continuación, se expone la evolución del Patrimonio Neto:

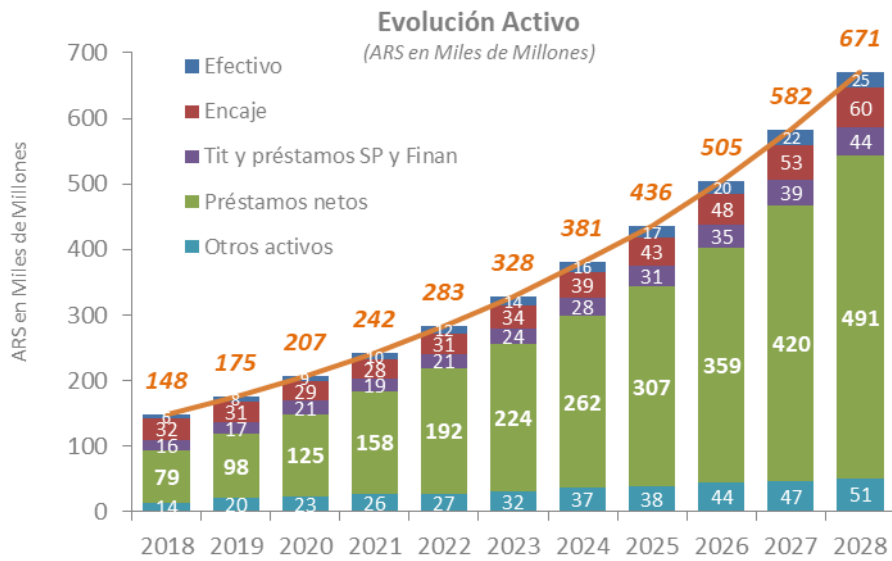


Fuente: Elaboración propia

RESUMEN DE RESULTADOS OBTENIDOS

A modo de resumen del presente apartado, se exponen los principales resultados obtenidos :

- Los activos mantienen una tasa de crecimiento en la zona del 18% para los tres primeros años, estabilizándose luego en torno al 15%.
- Cambio en la distribución de los activos dado por la baja en el nivel de encajes en pesos e incremento del nivel de préstamos, en detrimento de la rentabilización de la liquidez en títulos.
- Los préstamos presentan una caída en términos reales del 5% para el 2019 (dentro del rango establecido por la compañía en la guía para el año fiscal 2019). A partir del 2020 el crecimiento se recupera alcanzándose un nivel de 8%, 9% y 13%, para luego estabilizarse en el 11% hasta el final del período de proyección.

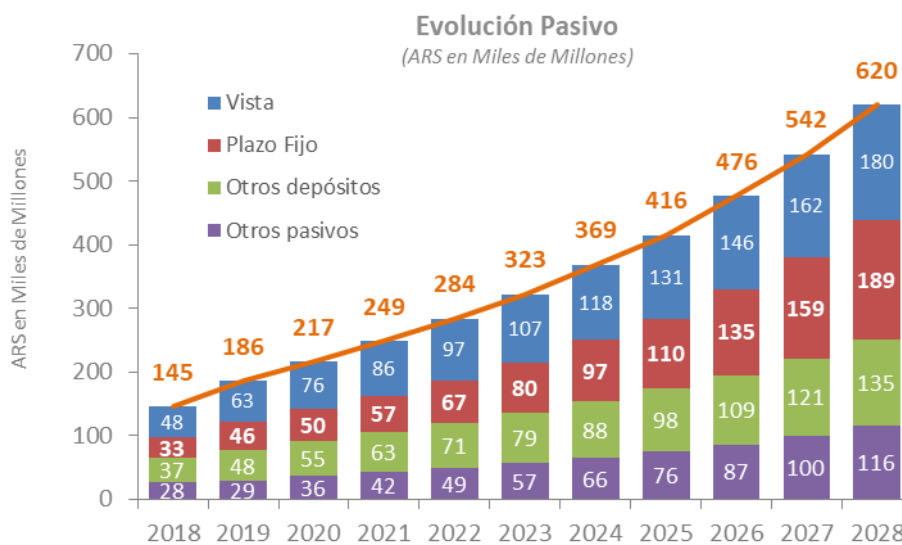


Fuente: Elaboración propia

- Respecto a la composición del pasivo, ante un contexto de menor inflación, se ven reducidos los niveles de depósitos vista incrementándose la tenencia de depósitos por cuenta corriente remunerada y depósitos a plazo fijo, para acompañar el crecimiento de préstamos.

% Participación	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Crédito/depósitos	83,7%	76,5%	85,2%	92,3%	96,4%	98,2%	98,9%	102,1%	102,6%	104,6%	106,0%
%Vista/Plazo	72,8%	71,0%	73,0%	72,7%	71,7%	70,1%	67,8%	67,1%	64,7%	63,4%	61,7%
%Plazo	27,2%	29,0%	27,0%	27,3%	28,3%	29,9%	32,2%	32,9%	35,3%	36,6%	38,3%

Fuente: Elaboración propia



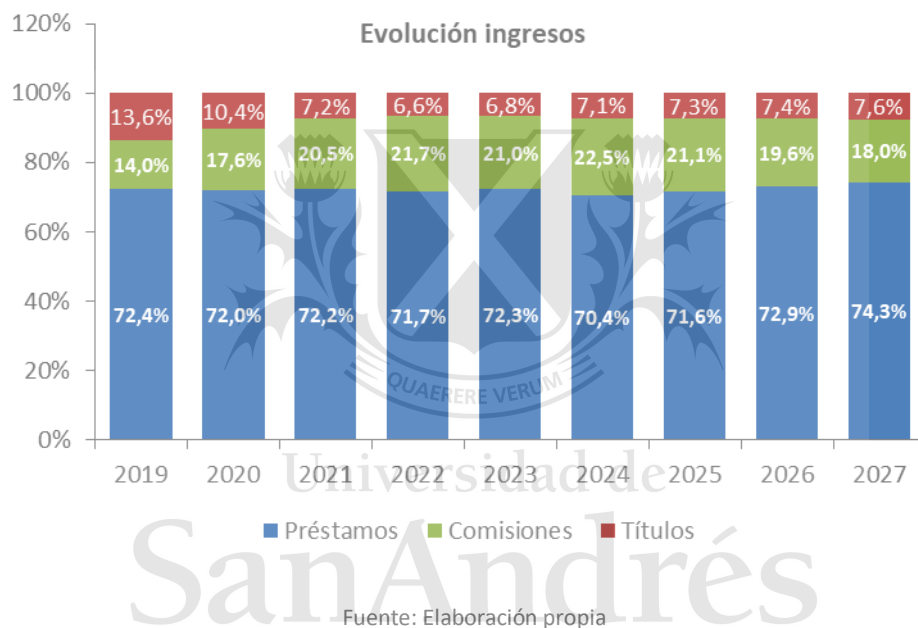
Fuente: Elaboración propia

- El resultado neto presenta la siguiente evolución (en millones de pesos):

2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
2.999	4.938	6.150	8.453	9.905	10.542	12.702	14.955	17.302	19.814

Fuente: Elaboración propia

- En línea con los niveles de liquidez proyectados, los ingresos por títulos pierden participación dentro del total de los ingresos, siendo los ingresos por servicios los que crecen en contrapartida. Esto se debe a la estrategia de negocio, lo cual le permiten ofrecer servicios complementarios con las empresas que integran el Grupo, en un contexto de compresión de los márgenes financieros.



- Mejora del ratio de eficiencia (medido como gastos sobre ingresos) a partir del 2023 manteniéndose en la zona del 49% en promedio, hasta el final del período de proyección.
- EL ROE comienza a recuperarse a partir del 2019 mostrando una tendencia creciente hasta el 2024, en la zona del 24% (versus 19,5% del 2018) y estabilizándose en el 20%, hasta el final del período de proyección. En lo que respecta al retorno sobre los activos (ROA), se observa una caída nominal producto de los menores niveles de inflación y tasas proyectadas. En los últimos cinco años del período de proyección, el retorno se estabiliza en promedio en 2,6%.

6.4 CÁLCULO DEL COSTO DE CAPITAL

El costo de capital (tasa de descuento a aplicar a los flujos proyectados), se realizará en moneda local, en línea con la proyección de los flujos.

Como se indicó en el apartado 6.1 del presente documento, el costo de capital se calculará de acuerdo con la siguiente expresión:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

Dado que la prima de riesgo de mercado es lo que ya viene impuesto de alguna manera por los rendimientos históricos y el cálculo de la beta (dado por la poca profundidad de la acción del Grupo Supervielle) se encuentra asociada a la correlación de los bancos que cotizan en el mercado, la definición de la tasa libre de riesgos se transforma en el componente clave para la estimación del costo de capital.

A continuación se detallan los supuestos considerados para su estimación:

R_f (Tasa libre de riesgos): surge de considerar el bono más largo en pesos que permita reflejar el ajuste por inflación. Esta característica se corresponde el Discount 33 en pesos, con una TIR real a diciembre de 8,67%²⁷.

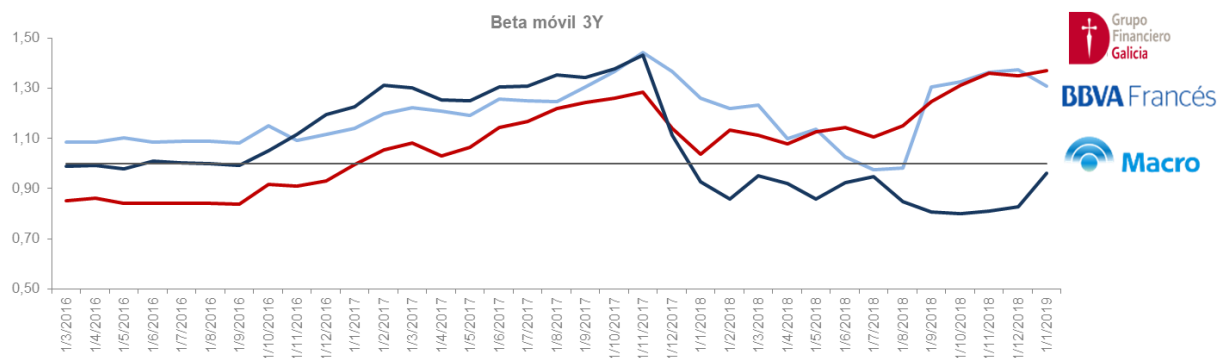
$$R_f = 8,67\%$$

β : para la estimación de la beta, se optó por la metodología de betas comparables debido a la poca profundidad histórica de la acción del Grupo Supervielle en el mercado. Para la selección, se optó por las compañías que cotizan en el mercado local, que operan en la misma línea de negocio, supervisadas bajo los lineamientos del marco regulatorio del BCRA e inmersas en el mismo contexto macroeconómico.

Los bancos seleccionados fueron: BBVA Banco Francés, Grupo Financiero Galicia y Banco Macro.

Como primer paso, se obtuvo los rendimientos mensuales de los bancos mencionados y el Merval. Luego, para cada uno de los bancos mencionados, se obtuvo una beta móvil de los últimos tres años obteniéndose los siguientes resultados:

²⁷ LA TIR real se obtuvo del informe realizado por el departamento de Fixed Income Research del Banco Santander Río, al 21 de diciembre de 2018.



Fuente: Elaboración propia

En segundo lugar, una vez obtenida la serie, se consideró el promedio móvil de cada una de las entidades y se procedió a desapalancar cada beta, en función de la estructura deuda/equity que presentaban a diciembre de 2018.

$$\beta_d = \frac{\beta_a}{1 + \frac{D \times (1 - t)}{E}}$$

	Galicia	Macro	BBVA Francés
Beta móvil Apalancado	1,08	1,07	1,19
Deuda/Equity	56%	40%	19%
%Participación Market Cap	36%	35%	29%
Beta móvil Desapalancado	0,78	0,84	1,05
Beta Industria Desapalancado	0,88		

Fuente: Elaboración propia

Una vez obtenido el beta desapalcando de la industria, se apalancó la misma utilizando la estructura de capital del Grupo Supervielle a diciembre de 2018.

Beta Industria Desapalancado

0,88

Deuda/Equity GrupoSup

61,9%

Beta GrupoSup

1,26

Fuente: Elaboración propia

$R_m - R_f$: para el cálculo de la prima de riesgo de mercado se tomó la TIR real del Discount 33 y el rendimiento anual real de los últimos 5 años del Merval que fue 28,5%. Finalmente, surge la siguiente prima de riesgo de mercado:

$$R_m - R_f = 15\% - 8,67\%$$

$$R_m - R_f = 6,3\%$$

Finalmente, la tasa anual obtenida combina el rendimiento real, más el sendero de inflación descendente proyectado para cada período.

$$K_e = (1 + 8,67\%) * (1 + \pi_e) - 1 + 1,26 x (6,3\%)$$

A continuación, se expone el costo de capital y el factor de descuento que se obtuvo para los primeros cinco años:

	2019	2020	2021	2022	2023
COSTO DE CAPITAL	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
<i>Ke</i>	49%	37%	32%	25%	22%
Factor de descuento	0,67	0,49	0,37	0,30	0,24

Fuente: Elaboración propia

6.5 VALUACIÓN POR DCF

6.5.1 DETERMINACIÓN DE LOS FLUJOS DE FONDOS

La determinación de los flujos libres para el accionista parte de considerar el excedente entre los requerimientos mínimos para distribuir dividendos y el capital total o la responsabilidad patrimonial computable, RPC.

De acuerdo al marco normativo explicitado en el apartado 3.4, se detallaran los supuestos considerados para la estimación de la RPC, los activos ponderados por riesgo (APR) y el requerimiento adicional exigido de acuerdo a la normativa vigente para poder distribuir dividendos.

RPC

A los efectos de este trabajo, se procedió a estimar la RPC a partir del Patrimonio Neto, considerando los siguientes supuestos para su formulación:

- Como punto de partida se estableció la relación del último año entre el Capital ordinario de nivel 1 y el Patrimonio neto, obteniendo un resultado del 80%.
- Por otro lado, de acuerdo al último informe de resultados publicados por el Grupo, se incluye en el cálculo del capital ordinario de nivel 1, el monto de ARS 927 Millones retenidos a nivel holding para futuras capitalizaciones.
- Como deducciones se consideraron los activos intangibles estimados para cada período como único concepto deducible, por ser el de mayor significatividad dentro de este rubro.
- Debido a que el monto de capital neto complementario que mantiene la entidad en deuda subordinada no es un monto significativo dentro del total del capital total, se mantiene dicho saldo de emisión para el total del período de proyección asumiendo que se renueva por el mismo importe el monto que vence en el 2020 (AR\$ 370MM)

- Respecto a las provisiones por riesgo de crédito, es importante mencionar que solo para la estimación del año 2019 se consideró dentro del Patrimonio neto complementario (hasta el 1,25% de los activos ponderados por riesgos de crédito estimado para dicho período). Esto se debe a que por la implementación de la normativa internacional NIIF 9, a partir del 2020 se pone en vigencia las provisiones por pérdida esperada y dejan de ser admisibles las provisiones para el cómputo de capital.

Finalmente, la RPC queda determinada de la siguiente manera:

En Miles de Millones	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Patrimonio Neto	19.381	24.060	29.610	37.076	45.751	54.602	65.323	78.170	92.931	109.754
Deducciones	-723	-885	-1.038	-1.208	-1.415	-1.644	-1.915	-2.199	-2.562	-2.963
Con1	15.709	19.290	23.577	29.379	36.112	42.964	51.270	61.264	72.710	85.768
Deuda subordinada	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38
Previsiones RC	1.256	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Pnc	1.256	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38	0,38
Capital Total (RPC)	16.965	19.291	23.577	29.380	36.113	42.964	51.270	61.264	72.710	85.768
<i>Fondos holding</i>	<i>927</i>	<i>927</i>	<i>927</i>	<i>927</i>	<i>927</i>	<i>927</i>	<i>927</i>	<i>927</i>	<i>927</i>	<i>927</i>

Fuente: Elaboración propia

Activo ponderados por Riesgos (APR)

Las entidades financieras deberán integrar su capital considerando la exigencia para el Riesgo de Crédito, Mercado y Operacional.

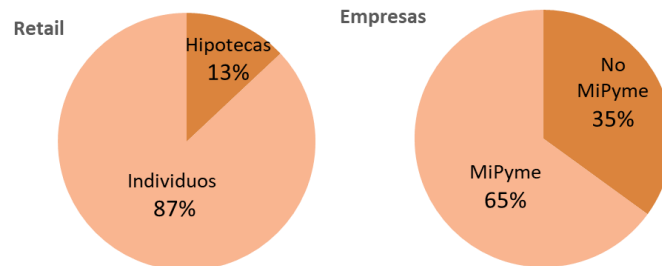
- La exigencia para el **Riesgo de Crédito**, se ha establecido de acuerdo a la siguiente expresión:

$$\text{Capital RC} = (k \times 8\% \times APR_{RC})$$

Dónde:

- k: Es el factor que se le asigna a cada entidad de acuerdo a la evaluación de la Secretaría de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC). A los efectos de este requerimiento, se considerará el factor de 1,03, el cual se asigna genéricamente en caso de no informarse calificación.
- APR_{RC}: Es la multiplicación de la exposición de determinadas partidas del balance por un ponderador establecido por la normativa del BCRA. A los efectos de este trabajo, se han agrupado las principales partidas del activo y

se asignaron las ponderaciones pertinentes. En lo que respecta a la cartera de préstamos, se tomó la distribución entre el segmento Retail y Empresas y se avanzó en un segundo nivel de segmentación, conforme a la exposición al 31 de diciembre de 2018:



Fuente: Fuente Grupo Supervielle. Elaboración propia

A partir de la segmentación expuesta, se aplicó un promedio ponderado considerando los porcentajes que establece la normativa del BCRA, para el cálculo de los APRs, arribando a un ponderador del 77%. Dicho porcentaje se ha mantenido constante para todo el período de proyección.

Exposición	Ponderadores (%)	Cartera Dic18	%	Ponderador APR%
Disponibilidades	0%			
Exposiciones BCRA/Tesoro	0%			
Préstamos	77%	Retail	50%	
		Hipotecas	13%	35%
		Individuos	87%	75%
Provisiones	150%	Empresas	50%	
Otros activos	80%	No MiPyme	35%	100%
		MiPyme	65%	75%

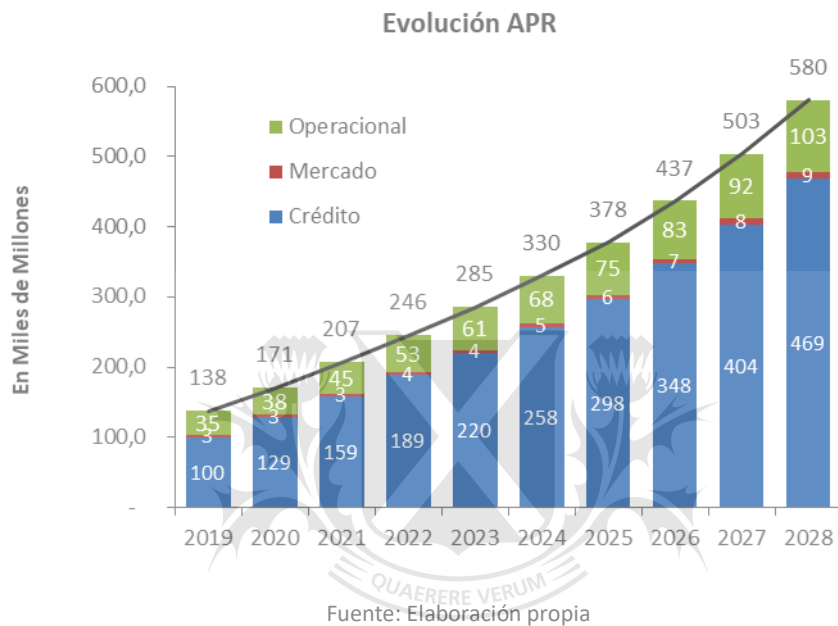
77%

Fuente: Elaboración propia

- La exigencia por **Riesgo de Mercado** se estimó en función de la relación histórica entre la exposición en títulos del balance y la exigencia de capital por este riesgo. Finalmente se estableció el ratio de 1,4%, para todo el período de proyección.
- Por último, en lo que se refiere a la exigencia por **Riesgo Operacional**, la misma se define como el 15% del promedio mensual de los ingresos totales positivos de los últimos 36 meses.

Es importante mencionar que, para convertir la exigencia de Riesgo de Mercado y Riesgo Operacional en APR, es necesario multiplicar cada exigencia por la inversa del ratio del 8% (es decir, multiplicar por 12,5).

A continuación, se expone un gráfico con la evolución de los activos ponderados por riesgos:



La exigencia mínima de capital que las entidades deben cumplir para poder operar, mes a mes, surge de multiplicar los APRs de cada uno de los riesgos expuestos por el 8%:

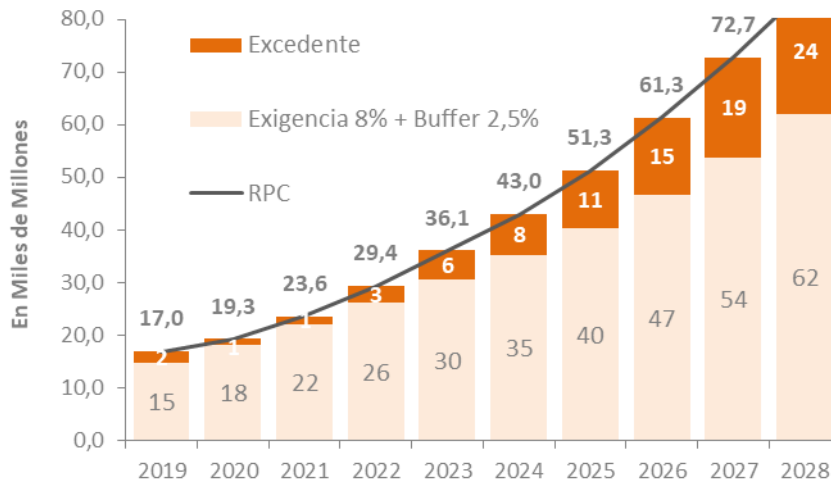
2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
11.286	13.955	16.940	20.100	23.364	27.050	30.949	35.776	41.245	47.564

Fuente: Elaboración propia

Adicionalmente, el BCRA establece el margen de conservación del capital del 2,5% para todas las entidades y un margen adicional del 1%, solo para las entidades clasificadas como de importancia sistémica. De esta manera, el margen total para poder distribuir dividendos adiciona un 3,5%, sobre los APR. No obstante, para el caso del Supervielle, solo debe cumplir con la exigencia del 2,5%, debido a que no está clasificado como Banco de importancia sistémica.

A continuación se expone la RPC, la exigencia mínima (para operar y para distribuir dividendos) y el excedente flujo de fondos libre para el accionista:

Evolución exigencia de capital + Excedente Accionista



Fuente: Elaboración propia

6.5.2 VALOR TERMINAL

Para estimar el valor terminal, se optó por la metodología de múltiplos debido a que se considera que las valoraciones obtenidas bajo este procedimiento, están más próximas a las efectuadas por el mercado al momento de valuar compañías de la industria financiera. A los efectos de este trabajo, se ha seleccionado el múltiplo de “Valor Libro” (P/VL) para obtener el valor terminal del Grupo Supervielle. Dicho valor se obtendrá de aplicar la siguiente expresión:

$$VT = \left(\frac{P}{VL} \right)_{Terminal} \times FCFE_n$$

Dónde:

$\left(\frac{P}{VL} \right)_{Terminal}$ = se corresponde con el múltiplo Valor Libro terminal representativo del sector financiero, para el final del período de proyección. El mismo fue calculado aplicando la siguiente fórmula:

$$\frac{P}{VL_{Terminal}} = \frac{ROE_{Sustentable} - g}{K_e - g}$$

Dónde:

$ROE_{Sustentable}$: Es el ROE sustentable de largo plazo para el sector financiero

g : Tasa de crecimiento del valor terminal

K_e : Costo de capital estacionario

Una vez definida la metodología de cálculo, el siguiente paso es la obtención de los inputs para el cálculo del múltiplo, principalmente: ROE sustentable y la tasa de crecimiento a perpetuidad

ROE sustentable:

Para el cálculo del ROE sustentable del sistema financiero, necesario para generar capital orgánico²⁹ que permita sostener el crecimiento del crédito en los niveles del 30% del PBI, se debió proyectar el capital ordinario de nivel uno a 2028. Para obtener dicho valor, se aplicó la siguiente metodología:

- En primer lugar, se obtuvo el PBI nominal al 2028. Para su estimación se obtuvo el crecimiento real promedio del PBI y la inflación del período 2018/2028. A partir de esta información, el PBI nominal surge de aplicar la siguiente expresión:

$$PBI_{nominal\ 2028} = PBI_{nominal\ 2018} \times (1 + PBI\ g_{real\ [18-28]})^{10} \times (1 + \pi_{[18-28]})^{10}$$

Dónde:

$PBI\ g_{real\ [18-28]}$ = es el PBI real promedio real del período 2018/2028

$\pi_{[18-28]}$ = es la inflación promedio del período 2018/2028

Los resultados obtenidos se resumen en el siguiente cuadro:

	2018	2028
PIB en \$ Miles de Millones	14.566.559	65.504.216
Crecimiento 18-28 real		2,4%
Inflación 18-28		13,5%

²⁹ Sin emisión ni aportes de capital.

Fuente: Elaboración propia

- El siguiente paso es calcular el nivel de crédito del sistema financiero para el 2028. Para tal objetivo se parte del ratio Crédito/PBI a 2028, (el cual se estimó en el apartado 6.2 del presente documento) y se multiplica por el PBI nominal del punto anterior.

$$Créditos_{Sistema Financiero 2028} = PBI_{nominal 2028} \times Ratio \text{ Crédito/PIB}_{2028}$$

El nivel de Créditos del sistema financiero se expone a continuación

	2018	2028
Créditos	2.365.500,0	19.651.265
Créditos / PIB	15,4%	30,0%

Fuente: Elaboración propia

- Una vez obtenido el PBI y el nivel de créditos a 2028, el siguiente paso consiste en estimar los niveles de capital del sistema financiero. A tal efecto se aplicó la siguiente metodología de estimación:
 - o Con la información del estado de situación patrimonial a diciembre de 2018 del sistema financiero publicado por el BCRA, se obtuvo la base nominal de capital ordinario de nivel 1 (Con1), el patrimonio neto complementario (Pnc) y los activos ponderados por riesgo (APR) implícitos. Es importante aclarar que, para la estimación del Pnc, no se incluyeron las provisiones admitidas como capital debido a que las mismas dejarán de ser admisibles a partir del 2020.
 - o En base a la información precedente, se obtienen los APR implícitos para el 2028. Los mismos parten de la relación entre los APRs totales del sistema financiero y el nivel de crédito para el 2018, estableciéndose en el 2,2. A partir de esta relación, se multiplica por el monto de crédito que se obtuvo para el 2028 para obtener los APRs implícitos del sistema financiero.

$$APR_{2028} = APR_{2018} / Cr\u00e9ditos_{2018} \times Cr\u00e9ditos_{2028}$$

A continuaci\u00f3n se exponen los resultados obtenidos:

	2018	2028
Cr\u00e9ditos	2.365.500,0	19.651.265
APR \$ Miles de Millones	5.118.785	42.524.032
APR/Cr\u00e9dito	2,2	

Fuente: Elaboraci\u00f3n propia

- o Para estimar la base de capital ordinario de nivel uno y el capital total para del 2028, se asume que los ratios de solvencia se mantienen en los mismos niveles del 2018 (14,1% y 15,8%, respectivamente). Con esta informaci\u00f3n, el capital proyectado surge de multiplicar los APRs proyectados para el 2028 y los ratios actuales. Las distintas base de capital que se obtuvieron se resumen en el siguiente cuadro:

	2018	2028
Con1	771.554	5.995.889
Pnc	37.214	722.909
Capital Total	808.768	6.718.797

Fuente: Elaboraci\u00f3n propia

- Finalmente, de forma end\u00f3gena surge el ROE (nominal y real) necesario para generar el capital org\u00e1nico que permita sostener el crecimiento de cr\u00e9ditos hasta el ratio de Cr\u00e9ditos/PIB establecido. El mismo se calcula aplicando la siguiente expresi\u00f3n:

$$ROE_{Sustentable} = \left(\frac{Con1_{2028}}{Con1_{2018}} \right)^{10} - 1$$

Los valores del ROE obtenido de largo plazo fueron 22,8% (nominal) y 8,2% (real).

Tasa de crecimiento del valor terminal

Para la definición de la tasa de crecimiento del valor terminal, se adoptó un criterio conservador estableciéndolo en el 8%. El mismo surge de considerar el crecimiento real del PBI para el año 2028, más la inflación del mismo período.

Obtención del múltiplo Valor Libro terminal

De acuerdo a la fórmula expuesta al inicio del apartado, el múltiplo valor libro terminal (P/VL), queda determinado de la siguiente manera

$$\frac{P}{VL_{Terminal}} = \frac{ROE_{Sustentable} - g}{K_e - g}$$

Dónde:

$ROE_{Sustentable}$: Es el ROE que se obtuvo del 22,8%

g : Tasa de crecimiento del valor terminal, establecida en el 8% (inflación + PIB real, del 2028)

K_e : Costo de capital del 2028, 22,1%

$$\frac{P}{VL_{Terminal}} = \frac{22,8\% - 8\%}{22,1\% - 8\%} = 1,05x$$

A partir de este desarrollo, se responde al primer interrogante planteado como objetivo del trabajo:

“¿Cuál será el ROE y el ratio Precio Valor Libro “estacionario” de largo plazo del sector financiero en un contexto de inflación descendente?”

$$ROE_{Sustentable} = 22,8\%$$

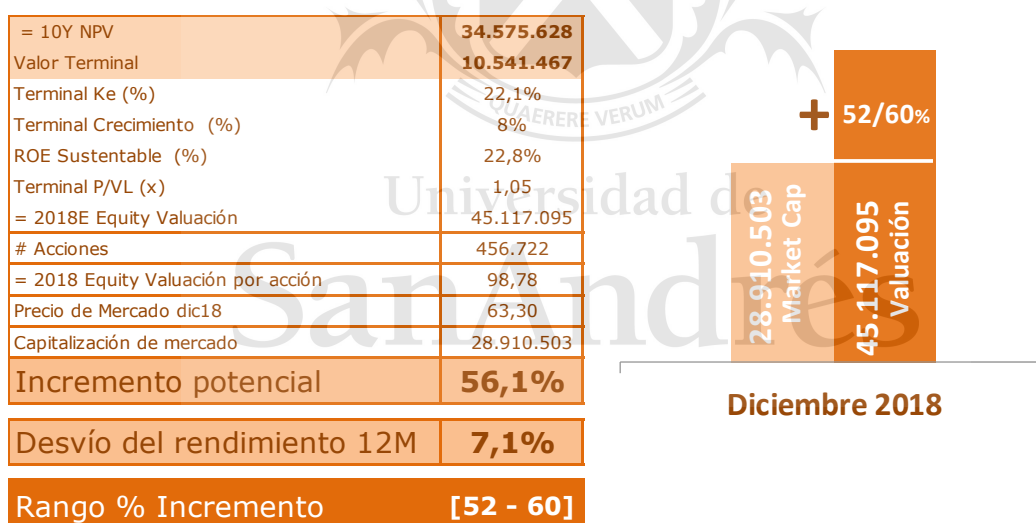
$$\frac{P}{VL_{Terminal}} = 1,05x$$

La evolución de las métricas de gestión de rentabilidad del Grupo Supervielle para el período de estudio (y su comparación con los resultados obtenidos del sistema financiero) se expondrán en el apartado 6.5.4, en el cual se abordarán las conclusiones referidas a la creación de valor de la compañía.

6.5.3 DETERMINACIÓN DEL VALOR DEL EQUITY: PRIMER OBJETIVO DEL TRABAJO DE VALUACIÓN

Definida la tasa de descuento, los flujos de fondos libres para el accionista y el valor terminal, se obtienen finalmente los siguientes resultados:

A diciembre de 2018 se arribó a un valor del equity de \$ 43,452MM, +50% respecto a la capitalización de mercado según la cotización a ese momento. No obstante, se define un rango de potencial incremento entre el 52% y 60% tomando como referencia el desvío diario de los rendimientos de la acción para el 2018 (7,1%):



Fuente: Elaboración propia

6.5.4 DETERMINACIÓN DE LA CREACIÓN DE VALOR: SEGUNDO OBJETIVO DEL TRABAJO DE VALUACIÓN

MÉTRICA DE GESTIÓN ROREG

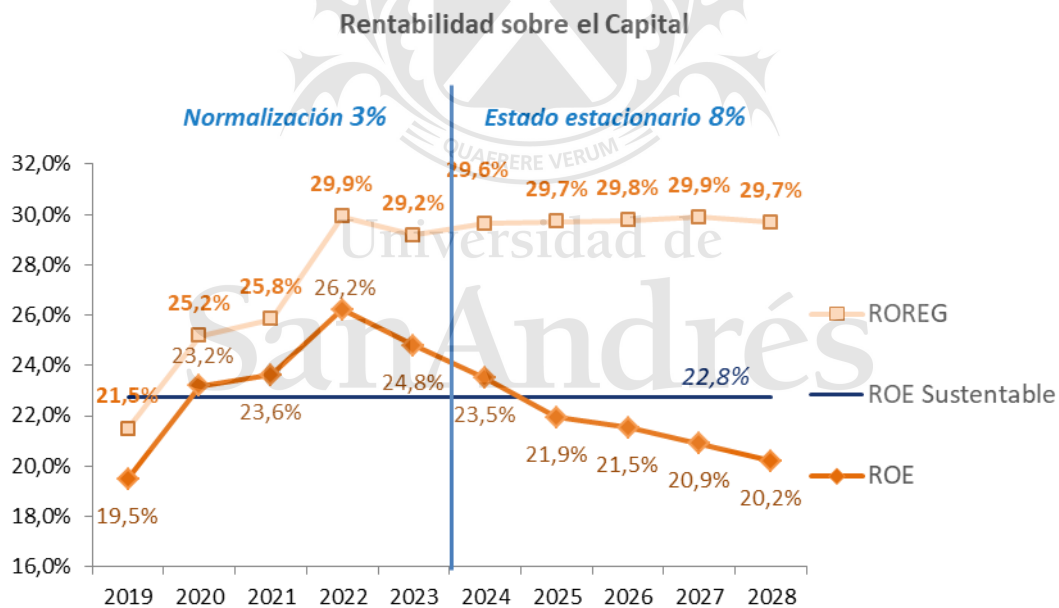
Como primera medida para determinar si el Grupo Supervielle crea valor para el accionista, se comparará la rentabilidad mínima exigida por el sistema financiero, con una métrica de gestión denominada ROREG. Esta métrica buscará medir la rentabilidad

en términos del requerimiento de capital regulatorio y se obtiene de aplicar la siguiente fórmula:

$$ROREG = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Requerimiento de Capital (APRs x 11.5\%)}}$$

Para cada año de proyección, se obtendrá el ROREG considerando el resultado neto y el requerimiento de capital (el cual se obtendrá a partir de los activos ponderados por riesgos (APRs) multiplicado por el ratio mínimo para distribución de dividendos establecido en 11,5%). Estos valores se compararán con la rentabilidad del sistema financiero obtenida del 22,8% y se abordarán las conclusiones pertinentes sobre la evolución del Grupo Supervielle, respecto a la creación de valor para el accionista.

A continuación se expone la evolución de la métrica de gestión enunciada ROREG y el ROE del Grupo Supervielle para todo el período de análisis:



Fuente: Elaboración propia

Del gráfico expuesto y en base al escenario planteado para la proyección de los flujos se desprenden las siguientes conclusiones:

- La incertidumbre política y macroeconómica es extremadamente alta para la proyección del 2019 lo que lleva a mantener los mismos niveles de rentabilidad contable y de gestión del 2018. Sin embargo, se asumen una normalización

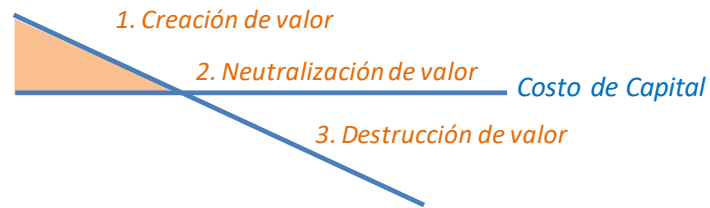
macroeconómica a partir del 2020 que permite aprovechar buenos diferenciales contables (diferencia entre tasa de interés activa y pasiva), antes de que la inflación se estabilice en un solo dígito.

- Con la economía creciendo de manera sostenible en 3.0% a partir de 2023, disminución de los niveles de encaje en moneda local y los préstamos creciendo en la zona del 11% en términos reales, el requerimiento de capital se incrementa lo que hace disminuir la rentabilidad en términos de capital regulatorio (ROREG), estableciéndose en la zona del 29% en promedio. Esta situación se evidencia por la disminución de posiciones con el BCRA y Gobierno en moneda local que pondera en términos de capital al 0%, e incremento en créditos a clientes (que ponderan en promedio al 77%).
- Por último, la diferencia entre la rentabilidad contable (ROE) y de gestión (ROREG) se encuentra marcada por dos períodos bien diferenciados:
 - o Normalización del escenario macroeconómico 2019 – 2023: 3%
 - o Convergencia al estado estacionario 2024 – 2028: 8%

CREACIÓN DE VALOR

Como segunda medida para determinar si el Grupo Supervielle crea valor para el accionista, se utilizará el concepto que se expresa en la literatura financiera EVA (Economic Value added, por sus siglas en inglés) el cual resume el mecanismo de invertir el capital con un rendimiento superior al costo de este. Gráficamente se esquematiza la creación, neutralización o destrucción de valor, según una firma toma sus decisiones de inversión:

Retorno sobre
el Capital



Fuente: Elaboración propia

Este método de desempeño financiero se basa en el cálculo del verdadero beneficio económico y su regla de decisión es muy sencilla. En el momento en que el EVA es positivo, la empresa está obteniendo en sus inversiones una rentabilidad superior al coste de capital, por lo que esta diferencia es la que se constituye como creación de valor adicional para el accionista. Si el EVA no es positivo, aunque la firma obtenga beneficios o flujos de caja positivos, destruiría valor.

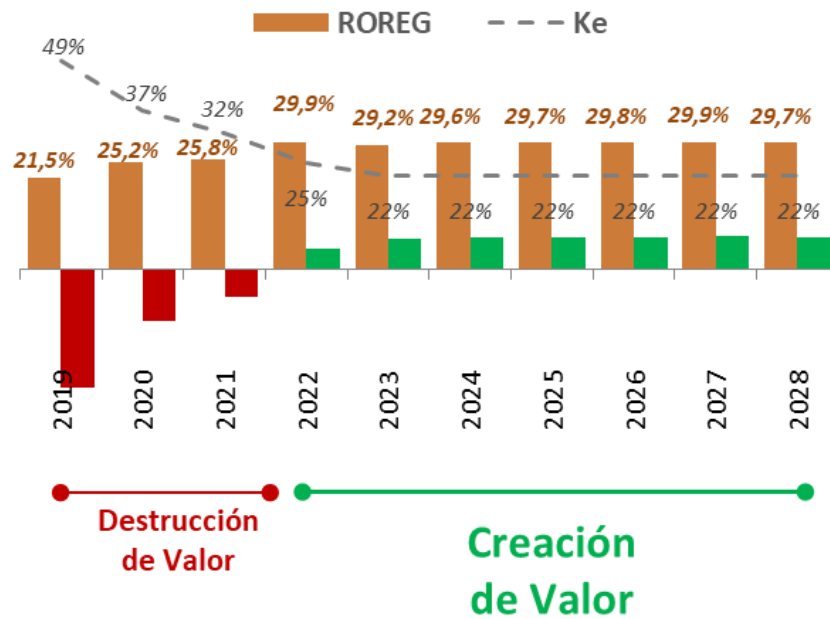
En base a lo expuesto, y a los efectos de dar respuesta al segundo interrogante planteado como objetivo del trabajo:

¿Cuale será la métrica de gestión que determinará si el Grupo Supervielle S.A. crea valor para el accionista?

La creación/destrucción de valor quedará determinada a partir de la siguiente fórmula:

$$\text{Creación de valor}_{SUPV_t} = (ROREG_t - Ke_t) \times RPC_t$$

Los resultados obtenidos se exponen a continuación:



Fuente: Elaboración propia

Del gráfico precedente se desprende que, pese al crecimiento del negocio, el Grupo Supervielle no logra generar valor para el accionista para los primeros tres años de proyección. No obstante, considerando todo el período de análisis, se observa una mejora del indicador conforme se estabiliza el contexto macroeconómico. Los niveles de destrucción de valor se reducen sustancialmente hacia el 2021 y a partir del 2022, la compañía crea valor para el accionista obteniendo tasas de rentabilidad positiva.

Universidad de
San Andrés

CREA VALOR

$$\sum_{i=1}^{10} [(ROEG - Ke) \times RPC]_i > 0$$

6.6 ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD: SHOCK IDIOSINCRÁTICO

A partir del análisis realizado de la compañía, es importante destacar que debido a que la selección de los parámetros del modelo, y los supuestos para la confección del escenario resulta ser un proceso altamente subjetivo, sutiles variaciones en las medidas básicas pueden generar diferencias notables en el flujo excedente para el accionista y por ende, en la valuación.

Adicionalmente la valuación no será válida en forma indefinida a través del tiempo dado que las variables del modelo son sensibles al cambio con la presencia de nueva información, tal como lo puede ser cambios en tasas de interés, spread de riesgo, modificaciones de leyes que regulan la industria, cambios en los flujos de fondos esperados o en el nivel de crecimiento industrial financiera.

Por tal motivo, se procedió a sensibilizar determinados supuestos a fin de entender el impacto en el valor de la compañía. Las variables seleccionadas para tal ejercicio se presentan a continuación:

- Cargos por incobrabilidad: se sensibiliza este parámetro para entender el impacto de un potencial deterioro adicional por la implantación del nuevo modelo de cálculo de las provisiones, por pérdida esperada. Los escenarios alternativos consideran incrementos del escenario base del 10%, 20% y 30%.
- Encajes en AR\$: se construye un escenario alternativo donde el nivel de encajes presenta un incremento del 5% y 10% y otro escenario en donde se asume un mayor nivel de estabilización en el cual el nivel de encaje se reduce un 10%, respecto al escenario base.
- Depósitos vista AR\$: se asume una salida de depósitos vista (caja de ahorro) del 5%, 10% y 15%, impactando en el mix Vista/Plazo y por ende, en el costo de fondeo.
- Requerimiento de capital (colchón adicional): el ejercicio considera analizar el impacto de nuevos requerimientos de capital del 1%, 1,5% y 2%, sobre el colchón actual establecido para distribuir dividendos.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos en los escenarios alternativos planteados y el impacto en el valor de mercado de la compañía de acuerdo al escenario base:

		2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	
	BASE	4,1%	5,0%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	3,8%	Δ
Cargos por incobrabilidad	ALTERNATIVO a) 10%	4,5%	5,5%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	4,2%	-5,9%
	b) 20%	4,9%	6,0%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	-11,9%
	c) 30%	5,3%	6,5%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	4,9%	-17,8%
	BASE	26,0%	19,0%	15,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	14,0%	Δ
Encaje ARS	ALTERNATIVO a) 5%	27,3%	20,0%	15,8%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	14,7%	-18,3%
	b) 10%	28,6%	20,9%	16,5%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	15,4%	-36,5%
	c) -10%	23,4%	17,1%	13,5%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	12,6%	31,4%
	BASE	29,7%	14,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	Δ
Depósitos vista	ALTERNATIVO a) -5%	28,2%	13,3%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	-12,4%
	b) -10%	26,7%	12,6%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	-24,8%
	c) -15%	25,2%	17,5%	11,8%	11,2%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	11,1%	-37,2%
	BASE	3.466	4.233	5.177	6.030	6.987	8.067	9.208	10.628	12.237	14.097	
Requerimiento de capital (colchón adicional)	ALTERNATIVO a) 1%	3.812	4.656	5.695	6.633	7.685	8.874	10.129	11.691	13.461	15.507	-7,8%
	b) 1,5%	3.986	4.868	5.954	6.935	8.035	9.277	10.589	12.222	14.073	16.211	-11,7%
	c) 2%	4.159	5.079	6.212	7.236	8.384	9.680	11.050	12.754	14.685	16.916	-15,6%

Fuente: Elaboración propia

Como bien se observar de los gráficos para cada escenario, el mayor impacto en el valor de la compañía deriva de incrementar el nivel de encaje en un 10%, y en una reducción del nivel de depósitos vista del 15%. En estos escenarios el valor del Grupo Supervielle se reduce 36,5% y 37,2% respecto al valor establecido por el mercado al 31 de diciembre de 2018.

Por último, asumiendo como escenario positivo una baja del nivel de encaje del 10%, el valor de la compañía se ubicaría en el 88%.

6.7 VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS

El objetivo del presente apartado es arribar a un valor del Grupo Supervielle por medio de la metodología de valuación por múltiplos. A tal efecto, se consideró la misma muestra de bancos utilizados para el análisis de competencia y se obtuvieron para el 2018 los siguientes ratios:

- *Precio Beneficio (PB)* = $\frac{\text{Capitalización de Mercado}}{\text{Beneficio Neto}}$
- *Precio Valor Libro (PVL)* = $\frac{\text{Capitalización de Mercado}}{\text{Patrimonio Neto}}$

El ratio precio beneficio refleja la relación entre el precio de una acción y el beneficio neto por acción, es decir, indica cuantas veces se está pagando el beneficio neto anual de una compañía al comprar una acción de la misma. Con respecto al ratio Precio Valor Libros, es utilizado comúnmente para comparar el precio de mercado de una empresa con respecto a su valor contable.

En el siguiente cuadro, se detallan los múltiplos para cada banco. Para obtener el múltiplo representativo bajo esta metodología de análisis, se consideró el promedio ponderado de capitalización que representa cada banco, dentro del total de los comparables.

Una vez obtenido los múltiplos, se tomó el beneficio neto y el patrimonio neto del Grupo Supervielle a diciembre de 2018 para obtener el valor de la compañía en base a esta metodología:

Banco	Precio por Acción	Beneficio neto	Patrimonio Neto	PB	VL
 BBVA Francés	140,8	14,5	58,3	9,7	2,4
 Grupo Financiero Galicia	103,3	10,1	38,4	10,2	2,7
 Macro	164,0	25,6	86,9	6,4	1,9
Múltiplos Promedio				8,7	2,3
Valuación Grupo Supervielle en Miles ARS				22.642	38.165
Estimación de Valor en relación al Múltiplo				Sobrevaluada	Subvaluada

Fuente: Elaboración propia

Si se toma como referencia la estimación de valor bajo el múltiplo “Precio Beneficio”, la compañía se encontraba sobrevaluada por el mercado al alcanzar un valor de AR\$ 28,911 millones al 31 de diciembre de 2018, frente a un valor de AR\$ 22.642 millones resultante de tomar dicho múltiplo.

En cambio, si se comparan los valores resultantes con el múltiplo “Valor Libro”, la compañía se encontraba subvaluada al cierre de dicho período.



Universidad de
San Andrés

7. CONCLUSIONES Y RECOMENDACIONES

La acción del Grupo Supervielle ha sido la de peor desempeño desde que comenzó la crisis monetaria en 2018, debido a la pérdida de valor derivada de la posición en dólares y el aumento de las tasas de morosidad, principalmente en su segmento de financiamiento de consumo.

En un año electoral que definirá un nuevo período presidencial, la incertidumbre política y macroeconómica es extremadamente alta para la proyección del 2019 manteniéndose varios indicadores en niveles del 2018. Sin embargo, se asumen una normalización macroeconómica a partir del 2020, pero un tanto moderada para los tres primeros años, antes de que la inflación se estabilice en un solo dígito.

A partir de la proyección del balance, el principal objetivo del trabajo era estimar el valor del Grupo Supervielle al 31 de diciembre de 2018 considerando como metodología principal, el modelo de flujo de fondos descontados para el accionista.

La determinación de los flujos partió de considerar el excedente entre los requerimientos mínimos de capital para distribuir dividendos y el capital total (o la responsabilidad patrimonial computable, RPC).

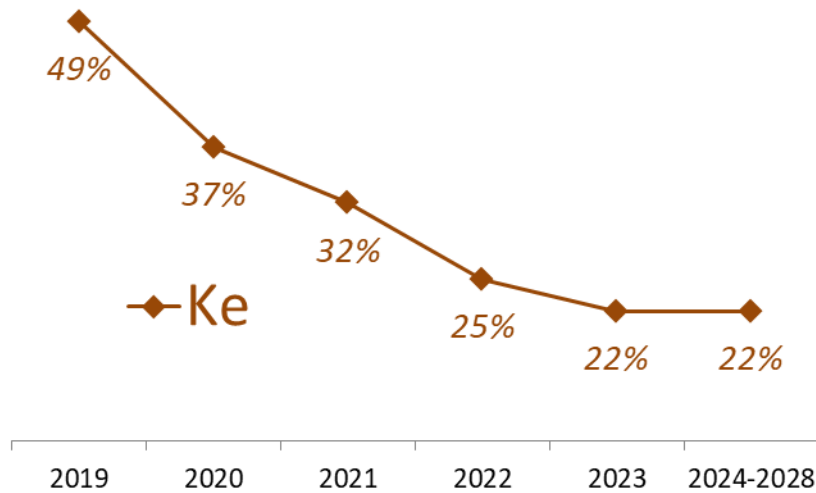
De acuerdo a la metodología seleccionada, la tasa de descuento que se aplicó al flujo de fondos fue la correspondiente al costo del capital propio (K_e) y se estimó usando el modelo de fijación de precios de activos de capital CAPM (Capital Asset Price Model).

Para el cálculo de la beta, se utilizó la metodología de la beta desapalancada de cada uno de los bancos determinados como comparables, para luego apalancarlos con la estructura de deuda/equity del Grupo Supervielle.

La tasa libre de riesgo se determinó en función al bono soberano de más larga duración ajustado por CER, el discount 33.

Por último, para la prima de riesgo de mercado se consideró el rendimiento real del Merval de los últimos cinco años.

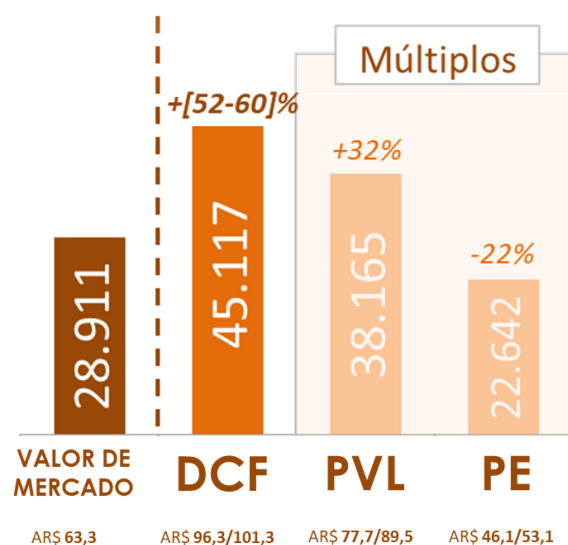
Finalmente, el costo de capital que se obtuvo para cada período es el que se expone en el siguiente gráfico:



Fuente: Elaboración propia

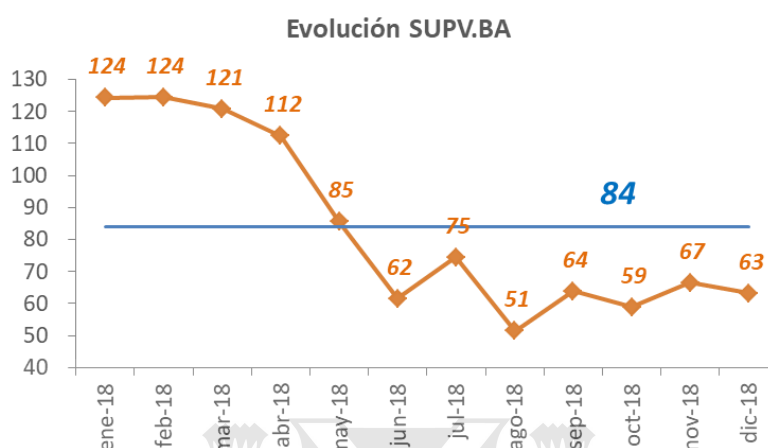
El valor alcanzado a través del modelo desarrollado se encuentra en el rango del 52%-60% por encima del precio que le adjudicó el mercado a la compañía al cierre del año 2018.

Asimismo, se ha considerado ciertos múltiplos con el objetivo de realizar un análisis de la consistencia de los resultados obtenidos a través del descuento de flujos de fondos libres para el accionista. Los múltiplos seleccionados han sido: Precio Beneficio y Precio Valor libro. A partir de las metodologías expuestas, se han obtenidos los siguientes valores del Grupo Supervielle:



Fuente: Elaboración propia

De los resultados alcanzados se puede concluir que tanto la metodología de descuento de flujos libres para el accionistas, como la metodología de valuación por múltiplos, arroja resultados coherentes con un potencial incremento del precio de la acción en promedio a valores del 2018.



Fuente: Grupo Supervielle. Elaboración propia

Con el objetivo de obtener una sensibilidad del valor de la compañía ante posibles escenarios alternativos, se estresaron determinados supuestos del modelo. De este análisis emergió que las variables que mayor impactarían en el valor del Grupo Supervielle sería un incremento en el nivel de encaje y en una reducción de depósitos vista (principal fortaleza del Grupo por su mix de fondeo).

Como parte del trabajo de valuación, se estimó el ROE sustentable de largo plazo del sistema financiero, el cual arrojó un valor nominal del 22,8%. Desde un punto de vista contable, el Grupo Supervielle no crea valor para el accionista debido a que los resultados obtenidos se encuentran por debajo de este indicador para la mayor parte del período de proyección. No obstante, a través de la métrica de gestión ROREG, (la cual considera la rentabilidad ajustada al requerimiento de capital regulatorio), el Grupo Supervielle crea valor para el accionista debido a que los valores obtenidos evolucionaron por encima del ROE sustentable de largo plazo.

Como ejercicio alternativo se estudió la creación de valor medido bajo la metodología de EVA (Economic Value Added). Del análisis emergió que la compañía crea valor para el accionista debido a que el ROREG superar el costo de capital cuando se considera el ejercicio integral a diez años. Se observa una mejora del indicador conforme se

estabiliza el contexto macroeconómico, generando un valor positivo del indicador a partir del tercer año de proyección.

A modo de cierre, la existencia de un panorama más previsible para la actividad económica Argentina, sumada a las mejoras de eficiencia y digitalización (como por ejemplo la incorporación de la plataforma de InvertirOnline), comenzarán a mostrar una evolución favorable de los principales indicadores permitiendo converger el precio del Grupo Supervielle, a sus valores históricos. No obstante ello, y como bien se expresó a lo largo del trabajo, resulta indispensable considerar adicionalmente el fuerte marco regulatorio que deben cumplir las entidades financieras a la hora de considerar las distintas variables que afectan a la industria. En este sentido, en escenario de inestabilidad económica, las regulaciones extremas por parte del BCRA, podría generar un factor adicional que lleve a la actividad bancaria.



8. REFERENCIAS BIBLIOGRÁFICAS

MATERIAL BIBLIOGRÁFICO

Brealey Myers Allen, Principios de Finanzas Corporativas, novena edición, Mc Graw Hill

Fernando Nieto, Valuación de Banco Patagonia, Universidad de San Andrés, 2017.

Guillermo Dumrauf, Finanzas Corporativas un enfoque latinoamericano, tercera edición, Alfaomega

Valentina M. López, Valuación de Banco Macro, Universidad de San Andrés, 2018

SITIOS WEB

Banco Central de la República Argentina, Publicaciones, Informe de Estabilidad Financiera www.bcra.gov.ar

Banco Central de la República Argentina, Publicaciones, Informe sobre Bancos www.bcra.gov.ar

Banco Central de la República Argentina, Sistema Financiero, Marco legal y normativo, Ordenamientos y resúmenes www.bcra.gov.ar

Banco Central de la República Argentina, Sistema Financiero, Marco legal y normativo, Entidades de Importancia Sistémica, www.bcra.gob.ar

Banco Macro, Relaciones con Inversores, Gobierno Corporativo, Disciplina de mercado, www.ri-macro.com.ar

Banco BBVA Francés, Relaciones con Inversores, Disciplina de mercado www.bbvafrances.com.ar

Bank for International Settlements, Implementation of the Basel standards <https://www.bis.org>

Bolsar, www.bolsar.com

Comisión Nacional de Valores, www.cnv.gov.ar

Fondo Monetario Internacional, www.imf.org

Grupo Financiero Galicia, Relaciones con Inversores, www.gfgsa.com

Grupo Supervielle www.gruposupervielle.com

Instituto Nacional de Estadísticas y Censos, www.indec.gov.ar

The World Economic Forum, The Global Competitiveness Index 2017-2018 edition,
www.weforum.org



Universidad de
San Andrés