



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Licenciatura en Administración de Empresas

Reporte de Valuación: Caja de Valores

Autor: Alexander Zawadzki

Legajo: 22278

Mentor: Gabriel Basaluzzo

Victoria, 30 de julio de 2018

Abstract	4
Capítulo 1: La industria	5
5Historia del mercado de capitales en la Argentina	
Desarrollo de los mercados de capitales	7
La estructura de los mercados de capitales de Argentina	8
Marco regulatorio del mercado de capitales de Argentina	9
Evolución del mercado de capitales de Argentina	11
Capítulo 2: Caja de Valores S.A.	13
Breve descripción de la compañía	13
Cuadro informativo	13
Ubicación de sus activos.	13
Operaciones locales e internacionales	14
Pilares del negocio de Caja de Valores	18
Oferta Pública Inicial (IPO)	25
Estructura societaria	25
Restricción a la distribución de utilidades	26
Competidores	26
Socios estratégicos - Custodia internacional	27
Capítulo 3: Proyecciones	28
28Desarrollo de valor	
Consolidación del crecimiento	28
Crecimiento orgánico	28
Política de reducción de aranceles de acreencias	29
Capítulo 4: Estimación de Valor de Caja de Valores	39
31Ingresos por servicios	
Proyección de la evolución esperada de activos bajo custodia	41
acreencias y otros servicios varios proyectados	33
Depreciaciones, amortizaciones y Capex	34
Resultados financieros e impuesto a las ganancias	34
Restricción al reparto de utilidades	35
Deudas financieras	36
Supuestos macroeconómicos	36

Escenarios de sensibilidad	37
Capítulo 5: Valuación	39 Drivers
40	
Estado de Resultados	41
Flujos de fondos	41
Calculo del Ku	42
Riesgos asociados al negocio	44
Competencia	44
Riesgo de tasa de interés, crediticio y de tipo de cambio	44
Bibliografía	45



Universidad de
San Andrés

Abstract

Caja de Valores S.A. (CV) es una sociedad anónima constituida en Argentina, siendo la única depositaria autorizada en el operar por la Comisión Nacional de Valores. Bajo la figura de Agente de Deposito Colectivo, realizada la custodia de títulos valores públicos y privados, además de diferentes servicios adicionales relacionados. La misma está regulada por las leyes 26.831, 20.64, la recientemente sancionada Ley de Financiamiento Productivo 27.440, y sus respectivos decretos reglamentarios. La compañía fue fundada en 1974 y su casa matriz está ubicada en la Ciudad Autónoma de Buenos aires, y posee sucursales en Córdoba, Mendoza, Rosario y Santa Fe. El principal accionista con un 99,96% del capital social es Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA), una compañía con oferta publica listada en el mercado de valores.

El presente trabajo consiste en la elaboración de un reporte de valuación sobre Caja de Valores S.A. Como metodología se descontarán los flujos (DCF) utilizando el modelo de Adjusted Price Value (APV).

Se llevará adelante un análisis del mercado de valores argentino para comprender el contexto en el que se encuentra CV. La empresa cuenta con más de 44 años en la actividad de custodia y transacciones, y parte de su potencialidad depende del mercado en el que se encuentra inmersa. Se buscará entender las dinámicas de la industria, como así también tomar en cuenta los riesgos asociados al mercado donde lleva adelante sus operaciones.

Capítulo 1: La industria

Historia del mercado de capitales en Argentina¹

Nuestro país registra una antigua tradición respecto de la existencia de negociaciones bursátiles. Los orígenes de las bolsas se remontan hasta el año 1811, momento en que los comerciantes ingleses instalaron una sala de comercio en casa de “mistress Clarke” – a quien los hijos del país llamaban “Doña Clara “-, desde allí se realizaban las primeras operaciones bursátiles.

Posteriormente, en el año 1821, Rivadavia se dirigió al Consulado sugiriendo el establecimiento de una bolsa mercantil, a lo que accedió esa Corporación. Así, el 1° de febrero de 1822 tuvo lugar la apertura de la bolsa, que funcionó hasta el gobierno del General Rosas.

En cuanto a la regulación, cabe mencionar que nuestro primer Código de Comercio argentino (año 1862), no contenía normas relacionadas con las bolsas, recién en el Código de Comercio que entró en vigencia en 1889, se incluyó un capítulo bajo la denominación “De las bolsas y mercados de comercio”. (Título III, Libro I, artículos que iban desde el 75 hasta el 86).

En el año 1937 se creó la Comisión de Valores dependiente del Banco Central de la República Argentina, con funciones de naturaleza consultiva. El primer Directorio de la Comisión de Valores, estaba integrado por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, el Banco Central y los bancos y casas financieras privadas. Inicialmente la Comisión de Valores ejercitaba facultades de control de oportunidad y de control de legalidad sobre la oferta pública de títulos valores, no tenía personería jurídica y nacía de un convenio privado, sus

¹ Comisión Nacional de Valores – www.cnv.gob.ar

decisiones revestían el carácter de meras recomendaciones y no tenían fuerza legal.

En el año 1946, se produce una reforma sustancial del régimen con la sanción del Decreto N° 15.353, del 23 de mayo de 1946, ratificado por la Ley 13.894. Ese decreto creó la “Comisión de Valores”, integrada en ese entonces por representantes del Banco Central, en cuya sede funcionaba, del Banco de la Nación, del ex Banco de Crédito Industrial, de los bancos oficiales y mixtos de provincia, de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, de los bancos particulares y empresas financieras. Esta Comisión tenía como función principal la de autorizar los ofrecimientos públicos de valores, cualquiera sea su clase o entidad emisora para poder ser cotizados en bolsa, manteniéndolo siempre en la órbita del Banco Central y con esas mismas funciones que tenía anteriormente.

Esto funcionó hasta la entrada en vigencia de la Ley N° 17.811, que se produjo el 1° de enero de 1.969 (artículo 64; reenumerado como artículo 79 por el anexo del Decreto N° 677/01). A partir de allí se reguló en su totalidad el mercado de los títulos valores, abarcando la oferta pública de dichos valores, la organización y funcionamiento de las instituciones bursátiles y la actuación de los agentes de bolsa y demás personas dedicadas al comercio de títulos valores (cfr. Exposición de Motivos de la Ley N° 17.811, Capítulo I). Por medio de la Ley N° 17.811 de 16 de julio de 1.968, de naturaleza federal, se crea la Comisión Nacional de Valores como una repartición estatal organizada, como entidad autárquica nacional de carácter técnico, con jurisdicción en todo el territorio de la Nación.

En el año 2012 se sancionó la Ley N° 26.831 que sustituye la anteriormente aplicable N° 17.811.-

En la actualidad, el marco normativo está establecido en la Ley de Mercado de Capitales N° 26.831 (LMC), sancionada el 29 de noviembre y publicada en el Boletín Oficial el 28 de diciembre de 2012, que ha venido a reformular el texto legal en la materia, quedando derogadas las dos normas básicas anteriores, la Ley N° 17.811 y el Decreto N° 677/01, como así también otras disposiciones secundarias.

En forma complementaria, en 2018 se sancionó la Ley de Financiamiento Productivo 27.440 que introduce reformas a la normativa vigente respecto a la regulación del mercado de capitales, la cual se encuentra pendiente de reglamentación por parte del Poder Ejecutivo y de la Comisión Nacional de Valores.

Desarrollo de los mercados de capitales

A nivel global, las fuentes de financiamiento de la economía real existen tres grandes grupos: el financiamiento bancario, el financiamiento a través del capital propio, y el que se obtiene a través de los mercados de capitales.

En Argentina el desarrollo del mercado de capitales es muy bajo respecto a sus pares de América Latina tal como se muestra en la siguiente tabla:

País	Market Cap (BN de USD)	PBI (BN de USD)	Ratio (%)
Argentina	63	545	12
Chile	212	247	86
Colombia	103	282	37
Brasil	758	1796	42
Perú	81	192	42

Fuente: WFE

A pesar del crecimiento en términos nominales de la economía en los últimos 15 años, el desarrollo del mercado de capitales en función del PBI sigue siendo muy bajo.

Las crisis producto de errores políticos domésticos, y factores derivados de crisis extranjeras, produjeron crisis económicas, sociales y políticas que

llevaron al inversor a alocar sus activos en mercados con mayor previsibilidad y estabilidad.

El resultado de la crisis de confianza y previsibilidad atenta contra los mercados de capitales y de crédito público y privado, lo que va en detrimento del volumen de negocios.

Por otro lado, el factor cultural es un aspecto fundamental, y en este punto cabe destacar que existe un gran desconocimiento en nuestro país del funcionamiento del mercado y sus instrumentos.

Adicionalmente, y desde el punto de vista regulatorio, con la sanción de la LMC en 2012, muchas empresas retiraron sus valores de la oferta pública, debido que los artículos 19 y 20 de la citada LMC permitía a la Comisión Nacional de Valores remover a los directores de las empresas y designar uno en su reemplazo, ante una simple denuncia de un inversor sin intervención de la justicia, lo cual generó un gran daño al mercado de capitales, que fue reparado por la Ley de Financiamiento Productivo que en 2018 deroga los citados artículos, entre otras reformas.

El marco regulatorio debe brindar confianza para que los inversores y emisores operen en el mercado de capitales, permitiendo a este desarrollarse, minimizando las asimetrías de información, en un mercado de capitales transparente y eficiente.

La estructura del mercado de capitales de Argentina

En Argentina, la LMC exige la organización de Mercados de Valores que organicen a los agentes del mercado, y administren la operatoria. Los mismos deben constituirse como sociedades anónimas, y hacer oferta pública de sus propias acciones.

En la actualidad existen 5 mercados de valores autorizados por la CNV a funcionar como tales:

- BYMA (Bolsas y Mercados Argentinos S.A.)
- MAE (Mercado Abierto Electrónico S.A.)
- MATBA (Mercado a Término de Buenos Aires S.A.)
- ROFEX (ROFEX S.A.)
- MAV (Mercado Argentino de Valores S.A.)

BYMA

Es la entidad continuadora del Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (Merval). Si bien fue constituido en 2013, el inicio sus operaciones fue en 2017 cuando fue autorizado por CNV a funcionar como tal. Es el mercado de valores más grande del país, a nivel capitalización bursátil de sus empresas listadas, transaccionalidad y también en valor de mercado de la compañía. Negocia principalmente acciones, opciones, títulos de deuda públicos, privados, pases y cauciones. Sus acciones están listadas en el mismo mercado bajo el símbolo BYMA.

MAE

Es un mercado de valores creado en 1988 inicialmente para la operatoria de las entidades financieras y extrabursátiles, y en la actualidad acepta como miembros a cualquier agente de mercado que desee participar en las transacciones de dicho mercado. Allí se operan principalmente títulos de deuda públicos y privados, así como también títulos emitidos por el BCRA.

MATBA

Es un mercado de valores creado en 1907. Su operatoria es de productos a futuro de productos agropecuarios.

ROFEX

Es un mercado de valores cuya operatoria principal consiste en futuros de productos financieros, principalmente los futuros de moneda dólar. Creado en 1908, pero reestructurado en 2002 es líder en la industria de futuros.

MAV

Constituido con sede en la ciudad de Rosario, Provincia de Santa Fe, es un mercado de valores especialista en productos emitidos por PYMES, principalmente en negociación de cheques de pago diferido. Es el resultado de la fusión en 2013 del Mercado de Valores de Rosario S.A. con el Mercado de Valores de Mendoza S.A., al cual se incorporaron como accionistas las Bolsas de Comercio del interior del país, BYMA y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Marco regulatorio del mercado de capitales de Argentina

La LMC elimina el principio de autorregulación de los mercados establecida en la Ley 17.811 y erige a la CNV como único organismo de control de la oferta pública de valores en el país, atribuyéndole las facultades de registrar, otorgar y suspender y revocar la autorización de la oferta pública de valores negociables y otros instrumentos y operaciones.

También otorga a la CNV la facultad exclusiva de controlar los mercados, agentes registrados y las personas físicas y jurídicas por sus operaciones vinculadas con el mercado de capitales, para lo cual la CNV dicta la reglamentación pertinente por la cual los actores deben regirse. De esta forma, los agentes y mercados, son registrados, fiscalizados y eventualmente sancionados por la CNV. Esta última tiene las facultades para aprobar estatutos y reglamentos dictados por los mercados y agentes; dictar las reglamentaciones a cumplir para la autorización de valores negociables; fijar los requerimientos patrimoniales de las personas físicas y jurídicas sometidas a

su fiscalización y dictar las reglamentaciones que deberán cumplir los agentes autorizados para operar dentro de la oferta pública.

Los CNV reglamenta los requisitos que los mercados deben acreditar a los efectos de su autorización para funcionar y de su inscripción en el registro correspondiente. Los mercados solo pueden autorizar el listado y negociación de valores negociables y otros instrumentos financieros cuya oferta publica hubiese sido autorizada por CNV.

Asimismo, la ley estipula que los agentes deben estar registrados previamente en CNV, y luego autorizados por los mercados para poder operar, y son estos últimos quienes establecerán las garantías que los agentes deben constituir para desarrollar la operatoria.

Por otro lado, la LMC elimina la obligación de ser accionista de un mercado para poder ser agente y operar en el mismo, promoviendo la desmutualización y el ingreso de nuevos participantes.

Evolución del mercado de capitales de Argentina

En lo que respecta a la evolución del mercado de capitales en Argentina, desde la salida de la convertibilidad y la crisis del año 2002, se evidenció un resultado positivo en todos los índices del mercado de capitales.

No obstante, la crisis mundial del año 2008 que afectó al mercado de capitales severamente con caídas significativas en todos los índices cercanas al 50%. Fue en ese mismo año que el congreso sancionó la ley de nacionalización de las AFJP, produciéndole a al mercado local un gran daño en términos de volumen de negocios, al quitar gran parte de la flotación de activo que estaban en manos de las AFJP para pasar al estado a través del Fondo de Garantía de Sustentabilidad de la ANSES.

Hacia 2009, el mercado se recuperó notoriamente en términos de precios con aumentos por encima del 100%, sin embargo, esto no se tradujo en el volumen negociado, que se vio fuertemente afectado debido a una fuerte caída en la negociación de títulos públicos y acciones, llegando a los niveles más bajos diarios desde 2005, explicado principalmente por las importantes salidas de inversores producto de la crisis de 2008. Es en ese año, donde MSCI, decide que Argentina desciende de mercado emergente a mercado fronterizo, provocando una fuerte salida de capitales y baja en las cotizaciones.

Hacia 2010 el alza de precios se confirmó con subas cercanas al 50%, y la reincorporación de inversores permitiendo incrementar el volumen operado por encima del 30%. No obstante, en 2011 y 2012, la evolución de los principales indicadores bursátiles estado particularmente influida por las adversas condiciones económicas y políticas generadas en el plano local e internacional. En el plano local podemos mencionar la introducción de un nuevo esquema de fiscalización y control para las operaciones de divisas en el mercado único y libre de cambios, el anuncio de los recortes en los subsidios de las tarifas residenciales de energía y agua y la rebaja en la calificación de crédito a las principales instituciones financieras. Esto sumado a la nacionalización de YPF, lo cual aumento el riesgo de los activos argentinos por contagio, situación que se mantuvo hasta 2015.

Es a comienzos de 2015, cuando el rumbo de los activos financieros comienza a tomar un giro, cuando luego de las elecciones primarias el mercado comienza a percibir que un cambio político se avecina, y los activos fundamentalmente acciones y títulos públicos. El mercado se consolida hacia fines de 2015 con el cambio de gobierno, que resuelve entre otras medidas, eliminar las restricciones del mercado de divisas, acordar con los acreedores externos que habían quedado fuera de los canjes anteriores de deuda y realizar nuevas emisiones de deuda en el mercado internacional y local, produciendo que muchos inversores institucionales locales y extranjeros vuelvan a invertir en el mercado local.

Otro hito en la consolidación del mercado local, ocurre a mediados de 2016 con la sanción de la ley de sinceramiento fiscal, lo cual permite a los residentes

locales exteriorizar activos no declarados en el país y el exterior, dando lugar a que muchos activos que se encontraban en el exterior puedan volver al país, y se destinen a la compra de activos financieros locales. Este proceso termina de consolidarse, con la decisión en junio de 2018 de MSCI de devolverle a Argentina la categoría de mercado emergente a partir de 2019, permitiendo la vuelta de nuevos flujos entrantes de capital.

Capítulo 2: Caja de Valores S.A.

Breve descripción de la compañía

Caja de Valores S.A. fue fundada en 1974 y actualmente es la única depositaria del país que bajo la figura del depósito colectivo, efectúa la custodia de valores negociables tanto públicos como privados, facilitando las transacciones de los mismo en el marco de seguridad y privacidad exigido por la ley 20.643 y normas complementarias, bajo el contralor de la Comisión Nacional de Valores y su principal accionista es Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA), una sociedad que hace oferta publica y cuyas acciones están listadas en el propio mercado.

Cuadro informativo

Razón Social	Caja de Valores S.A.
País de constitución	Argentina
Capital Social	AR\$ 233.000.000
Patrimonio neto al 31/03/18	AR\$ 3.083.485.608
Controlante	BYMA (99,96% de los votos)
Regulador	Comisión Nacional de Valores
Cotiza en bolsa	No, pero si lo hace BYMA su controlante

Ubicación de sus Activos

Caja de Valores S.A. lleva adelante sus operaciones en la República Argentina. La empresa a partir de sus acuerdos con centrales depositarias internacionales realiza actividad internacional, y a su vez posee una pequeña cantidad de depositantes (clientes) extranjeros. De acuerdo al artículo 31 de la Ley 20.643, Caja de Valores S.A. tiene por función recibir depósitos colectivos de títulos valores públicos o privados. Esto se entiende como la custodia de los títulos valores públicos y privados que cotizan en los distintos mercados locales y del exterior.

Las características más importantes que se destacan del Decreto 659/74 que la regula son:

- Recepción de títulos valores públicos y privados en depósito colectivo
- Celebración de un contrato de depósito colectivo de títulos valores entre el depositante y Caja de Valores
- Depósito de los títulos efectuado a la orden del depositante y a nombre del comitente
- Las responsabilidades de custodia de Caja de Valores están discriminadas por ley de las obligaciones de compensación de los mercados
- Caja de Valores es responsable frente a los depositantes

Operaciones locales e internacionales

Con respecto a las operaciones, Caja de Valores ofrece varios servicios dentro del ámbito del mercado de capitales, que a continuación se describen:

- **Custodia:** Caja de Valores celebra con cada depositante un contrato de depósito colectivo por el cual se obliga a devolver igual cantidad, especie y clase de valores negociables a los originalmente entregados. Estos valores son depositados a la orden de los depositantes y a nombre de los comitentes, quienes tienen la propiedad de los mismos, y

cuyos derechos se encuentran reconocidos exclusivamente a través de certificados de custodia a su nombre (por ejemplo, para la concurrencia a asambleas, de tenencia, etc.). Todos los dividendos, intereses o cualquier otra acreencia que emanen de los valores negociables depositados son percibidos por Caja de Valores y luego, acreditados en las cuentas comitentes

Los posibles depositantes de valores se componen por los mercados, los agentes locales y del exterior, las entidades financieras, las sociedades depositarias de fondos comunes de inversión, las compañías de seguros y otras centrales depositarias extranjeras.

Por otro lado, otros servicios ofrecidos por Caja de Valores incluyen la suscripción de nuevas emisiones, como así también el ejercicio de canjes voluntarios u obligatorios.

A efectos de que los inversores locales puedan mantener en custodia valores negociables emitidos internacionalmente, Caja de Valores posee cuentas en distintas centrales depositarias del mundo tales como Clearstream, Euroclear , Iberclear y The Depositary Trust Company, en su modalidad de participante directo. A su vez, dichas depositarias tienen una cuenta recíproca con Caja de Valores, a los efectos que los inversores de dichas centrales puedan tener depositados en las mismas activos locales. De la misma forma, están habilitadas las cuentas recíprocas con Companhia Brasileira de Liquidacao e Custodia (CBLC - Brasil) que permite a inversores de ambos países realizar operaciones con títulos valores en las bolsas de Buenos Aires y San Pablo.

Custodia regular

En ciertas ocasiones, Caja de Valores también presta servicios de custodia regular de diversos instrumentos, generalmente utilizados como respaldo de otras operaciones financieras (securitizaciones, reestructuraciones de deuda, garantías, etc.)

Cheques de pago diferido

Caja de Valores ha diseñado e implementado el sistema de custodia y administración física de los cheques de pago diferido utilizados en el país.

- **Agente pagador de acreencias:** Caja de Valores brinda a las empresas y organismos estatales emisores de valores negociables con oferta publica un servicio de gestión administrativa para la liquidación de acreencias.

Dicho servicio consiste en el pago de dividendos, intereses y/o ajustes integrales de capital a los accionistas, por cuenta de las empresas que lo contratan.

Esta modalidad se hace extensiva a la liquidación de rentas y amortizaciones en el caso de los títulos de deuda.

- **Servicios a terceros, procesamiento de datos y servicios eventuales**

Agente de registro:

Por otra parte, Caja de Valores ofrece a las emisoras de valores negociables con oferta publica los siguientes servicios:

- a. Llevar en forma computarizada el libro de accionistas de la institución emisora, manteniendo actualizados permanentemente los datos particulares de cada tenedor, su tenencia por clase de título y el detalle de los movimientos operados
- b. Emitir a pedido de la emisora, padrones parciales o totales especificando tenencias y derechos no ejercidos
- c. Emitir a pedido del tenedor constancias de saldo en cuenta
- d. Emitir el libro de asistencia a asambleas en forma computarizada

Agente suscriptor:

Es otro de los servicios que Caja de Valores brinda a las empresas emisoras de valores negociables con oferta pública.

Agente de canje:

En este caso, Caja de Valores es contratada para participar en los procesos de canje de acciones iniciados por las empresas emisoras, como resultado de diferentes procesos; por ejemplo, reducción de capital, fusiones, adquisiciones y canje de deuda – privada o pública -. Dicho canje consiste en la desmaterialización de los valores negociables y su posterior emisión en forma escritural.

Closings y asambleas:

En reiteradas ocasiones, Caja de Valores ha realizado closings de operaciones con valores negociables, lo que asegura a las partes las transferencias de los mismos en tiempo real, contra la confirmación de pagos a nivel local e internacional.

Agente fiduciario

Además de los servicios prestado como Agente de Registro y Pago, Caja de Valores fue designada como Fiduciario en emprendimientos llevados a cabo por el Estado Nacional, distintas Provincias, Municipios y entidades privadas en los cuales se le ha encomendado la administración fiduciaria de los patrimonios transferidos en fideicomiso, recibiendo los fondos para el pago a los beneficiarios.

Agente de numeración

Caja de Valores es actualmente miembro de ANNA (Asociación Nacional de Agencias de Numeración) y es NNA (Agencia Nacional de Numeración) para la

República Argentina. De este modo, es el organismo competente para la asignación y difusión nacional e internacional del código ISIN asignado a los títulos valores domésticos.

Préstamos garantizados

Con motivo del canje realizado por el Estado Nacional, en diciembre del 2001, Caja de Valores ha sido designado para desempeñar el rol de fiduciario de los bonos entregados en canje de los llamados “Préstamos Garantizados” y además como Agente de Registro de dichos préstamos.

Pago de impuestos

Cuando las normas vigentes en el país determinan que impuestos nacionales y/o provinciales pueden ser cancelados con la entrega de valores negociables de algún tipo, los organismos de recaudación utilizan la estructura operativa de Caja de Valores, abriendo subcuentas a nombre de dichos organismos, a los cuales, los contribuyentes transfieren los valores elegibles para el pago.

- **Transferencias electrónicas:** Caja de Valores permite que los envíos de órdenes de transferencias efectuados por los depositantes puedan ser realizadas en forma totalmente electrónica, lo que facilita la operatoria para depositantes de todo el país inclusive del extranjero.
- **Agente de registro de letras hipotecarias:** Caja de Valores brinda también servicio a las entidades financieras que actúan en el mercado de prestados hipotecarios securitizados, proveyendo la administración del registro de las letras hipotecarias escriturales, la custodia de las escrituras hipotecarias, y la provisión de la información requerida por aquellos participantes del sistema.

Pilares del Negocio de Caja de Valores S.A.

Participantes directos

Con una cantidad de 727 participantes directos, Caja de Valores se consolida como la única depositaria nacional.

PARTICIPANTES DIRECTOS

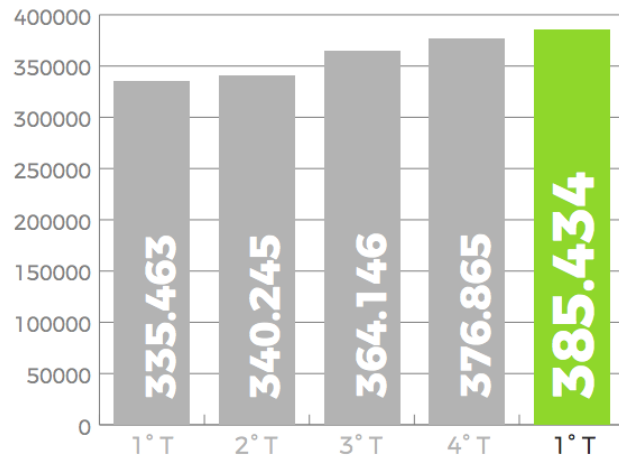
	1° TRIMESTRE
ALyCs	424
Bancos	131
ACDIs	66
Otros	56
Fondos Comunes	27
Compañías Financieras	13
	727

Fuente: Caja de Valores S.A.

Asimismo, detrás los participantes directos se encuentran los indirectos, que son principalmente custodios globales de títulos valores, que realizan contratos con los participantes directos de Caja de Valores para custodiar títulos valores en Argentina a través de estos últimos.

Subcuentas comitentes abiertas

Asimismo, posee una cantidad de 385.434 subcuentas abiertas al cierre del primer trimestre de 2018, con un crecimiento interanual cercano al 15%.



Fuente: Caja de Valores S.A.

El número de cuentas comitentes creció sustancialmente en los últimos años, debido al régimen de sinceramiento fiscal que provocó que muchas tenencias que se encontraban en el exterior sean repatriadas. Por otro lado, debido a la ventaja de abonar la multa del sinceramiento mediante títulos públicos, fue posible la apertura de muchas cuentas comitentes a los efectos de concretar la operatoria.

Universidad de

San Andrés

Servicios como Agente de Custodia, Registro y Pago

PAGOS ACREENCIAS

69 Cantidad | **1.569 M**

OFICIOS JUDICIALES

942

CUENTAS REGISTRADAS

53.752

Registro de Bonos
Acciones
Obligaciones Negociables

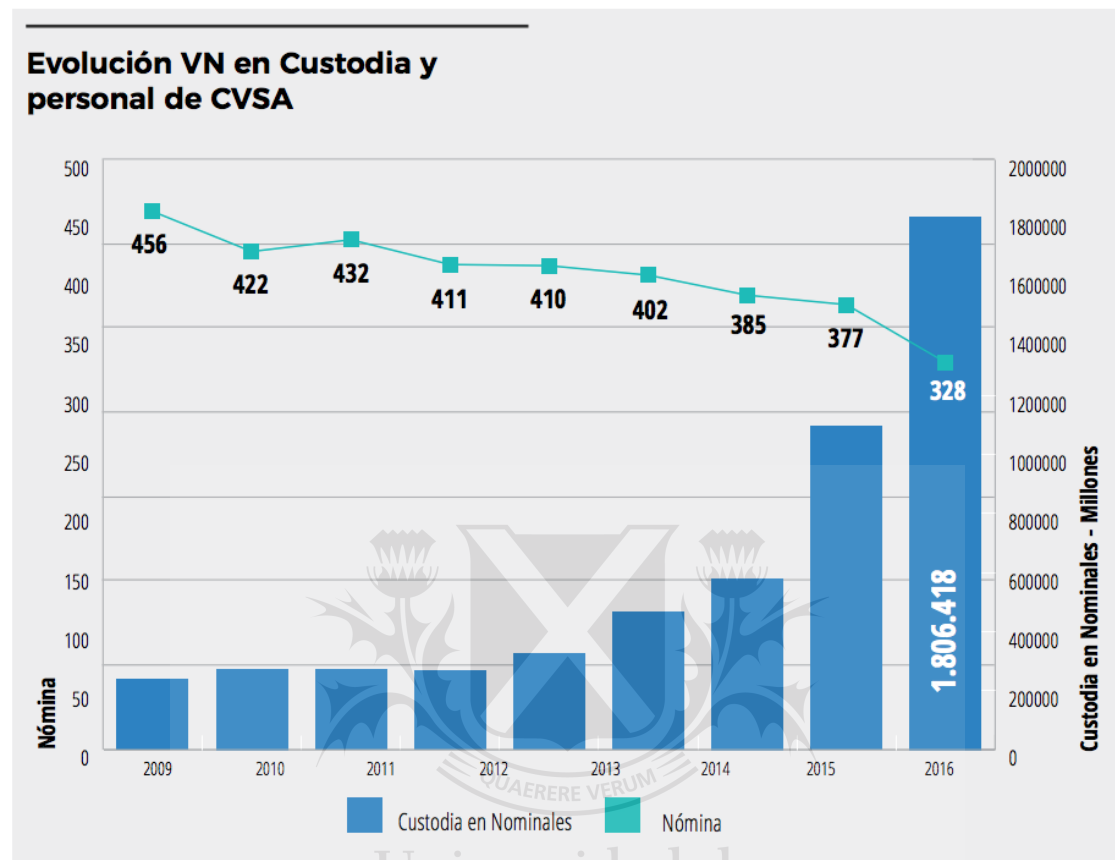
IDENTIFICACIÓN DE PERSONAS

57.198

Tenedores
enrolados

Fuente: Caja de Valores S.A.

Cartera en custodia



Fuente: Caja de Valores S.A.

Siendo su principal ingreso por servicios, los volúmenes de custodia son crecientes en términos nominales por el aumento de la cantidad de emisiones en títulos públicos y privados, soberanos, sub soberanos y municipales. A su vez, los volúmenes crecen en términos de valorización de activos, por el efecto de la suba en la cotización de los títulos públicos y privados con el ciclo alcista comenzado en 2014.

Pago de acreencias

PAGOS ACREENCIAS

\$ ESPECIE 8000

17.889 Cantidad
1.042.377 Millones

U\$S ESPECIE 10000

5.094 Cantidad
3.303 Millones

EUR ESPECIE 6000

705 Cantidad
153 Millones

U\$S ESPECIE 7000

159 Cantidad
0,6 Millones

Fuente: Caja de Valores S.A.

Los servicios de custodia y acreencias representan el 90% de los ingresos operativos. Al cierre del ejercicio 2017 representaron AR\$ 940.249.593, teniendo un incremento del 29% respecto al periodo anterior. Esto está relacionado con el aumento de la valorización de los activos bajo custodia.

Procesamiento de cheques de pago diferido

CHEQUES DE PAGO DIFERIDO

	Cantidad	Monto Negociable
Casa Central	47.907	\$8.454.172.921
Sucursales	10.047	\$1.540.000.000

Fuente: Caja de
 Valores S.A.

Caja de Valores custodia y liquida los cheques de pago diferido que se negocian en el mercado bursátil, un servicio creciente muy vinculado a la actividad creciente económica del país que genero un negocio representativo para Caja de Valores.

Tipos de activos bajo custodia

	1° TRIMESTRE
Títulos Públicos	87,70%
Fideicomisos Financieros	5,90%
Obligaciones Negociables	5,40%
Acciones	0,80%
Monedas	0,10%
Fondos de Inversión	0,10%
ADRS	0,008%
CEDEARS	0,007%

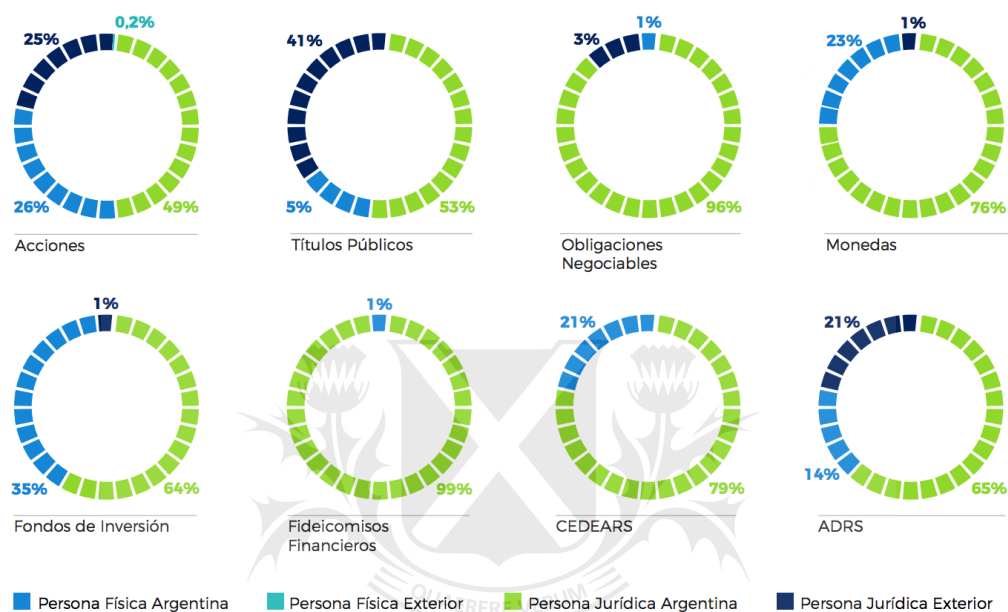
Fuente: Caja de Valores S.A.

Universidad de

Como podemos observar, el ingreso operativo de Caja de Valores por custodia y acreencias está vinculado en un 87,70% a los títulos públicos. Esto se debe a que el principal producto emitido y negociado en el mercado local son títulos emitidos por el estado nacional, provincias, municipios y el Banco Central.

Participación por producto

INVERSOR POR ACTIVO



Fuente: Caja de Valores S.A.

Podemos observar en el gráfico, que los ingresos se dan fundamentalmente generados por personas jurídicas de Argentina, y en mucho menor proporción por personas jurídicas no residentes, y personas físicas. Esto se debe a que el ahorro en Argentina no es canalizado en forma principal a través del mercado bursátil.

Oferta Pública Inicial (IPO)

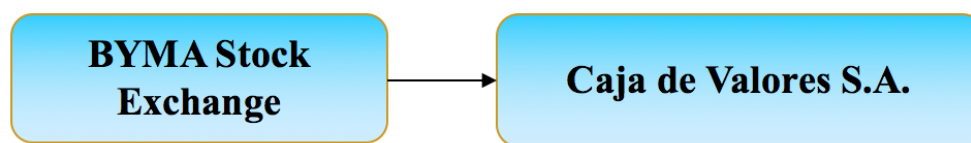
Caja de Valores S.A. desde su creación perteneció en partes iguales a la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y al Mercado de Valores de Buenos Aires S.A. (Merval). En el año 2017, la Comisión Nacional de Valores aprueba la escisión de Merval con su 50% de participación en Caja de Valores incluido, y la Bolsa de Comercio de Buenos Aires aporta la restante mitad, dando nacimiento a Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA). Luego de dicho proceso de transformación societaria, BYMA realiza su oferta pública inicial (IPO) en mayo de 2017. La cotización de la acción de BYMA, fundamentalmente por su participación en Caja de Valores, tuvo una suba de más de 300% en su primer año de cotización.



Fuente: Thompson Reuters

Estructura Societaria

Caja de Valores S.A. es una sociedad anónima privada constituida bajo las leyes de la República Argentina. El 99,96% de su capital social pertenece a Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (BYMA), y el restante 0,04% está distribuida entre bolsas y mercados del interior del país.



BYMA está listada en el mercado local y hace oferta pública del 100% de sus acciones por lo cual cualquier inversor local y del exterior puede acceder. El principal activo de BYMA es Caja de Valores S.A.

Restricción a la distribución de utilidades

Por el decreto 659/74, Caja de Valores S.A. puede únicamente distribuir hasta el 10% de sus utilidades, lo que la hace una sociedad extremadamente capitalizada.

Competidores

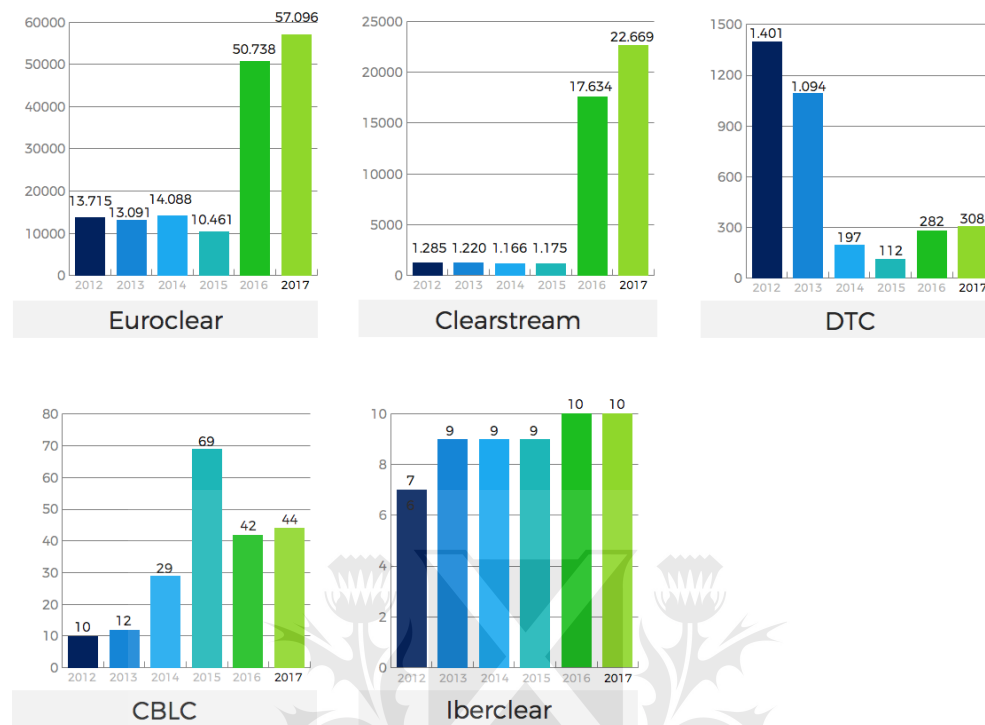
Caja de Valores no tiene competidores. Si bien el registro de Agentes de Depósito Colectivo se encuentra abierto en la Comisión Nacional de Valores, ninguna entidad que no sea Caja de Valores ha solicitado la inscripción.

Socios estratégicos – Custodia internacional

Caja de Valores tiene como socios estratégicos a las depositarias internacionales Euroclear (Bélgica), Clearstream (Luxemburgo), DTC (Estados Unidos), CBLC (Brasil) y Iberclear (España). Es a través de ellas que se mantienen cuentas y tenencias recíprocas generando ingresos por custodia y acreencias para Caja de Valores. Estas alianzas estratégicas son únicas en América Latina, Central y Caribe, siendo el único país de todos ellos a excepción de Chile que posee dichas conexiones.

DEPÓSITO INTERNACIONAL DE VALORES NEGOCIABLES

En Valores Nominales expresados en Millones
Período 2012 - 2017



Fuente: Caja de Valores S.A.

Universidad de
San Andrés

Capítulo 3: Proyecciones

Desarrollo de valor

Consolidación del crecimiento

Caja de Valores como única depositaria autorizada para operar en el país, cumple un rol fundamental en el desarrollo del mercado de capitales al ser el único custodio habilitado para valores negociables públicos y privados. Su papel de facilitador en las transacciones del mercado de capitales es imprescindible para el desarrollo del mercado de capitales, este último como principal canalizador del ahorro privado tanto local como extranjero hacia la inversión productiva. Es por ello, que su crecimiento posee una correlación sinérgica con el crecimiento y desarrollo de la economía, donde ambos retroalimentan su desarrollo.

Crecimiento orgánico

Es importante remarcar la excelente evolución de sus indicadores trascendentales del negocio. Los mejores ingresos, son provenientes de la evolución en los niveles de custodia y su derivada, los mayores ingresos

producto de la mejora en la administración de flujos financieros. Esto se puede observar en el siguiente gráfico, con la evolución de los valores en custodia, en donde el valor nominal creció un 108% entre 2008 y 2015.

Evolución de la cantidad de cuentas comitentes



Fuente: Caja de Valores

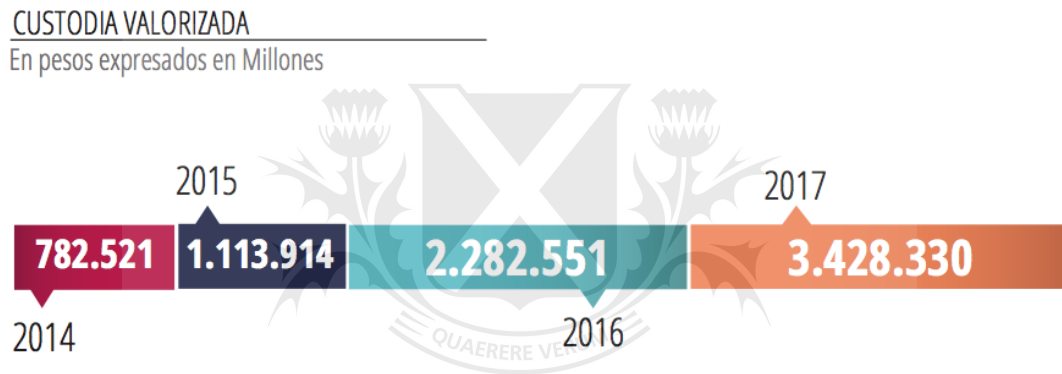
El ingreso de Caja de Valores en nuevos negocios, como la operatoria de liquidación internacional de operaciones denominadas DVP (“delivery versus payment”) y RVP (“receive versus payment”), ambas en asociación con las depositarias internacionales Euroclear, Clearstream y DTC proporcionara a la compañía no solamente un flujo de ingresos producto de los aranceles a percibir por la operatoria, sino también visibilidad y consolidación como compañía líder en el segmento de custodia y liquidación, proveyendo un servicio integrado.

Política de reducción de aranceles de acreencias

La compañía comenzó en 2017 un proceso de reducción de aranceles percibidos la liquidación de acreencias (rentas y amortizaciones) de títulos públicos nacionales y provinciales, pasando de 0,30% a 0,10% el 1 de febrero del mencionado 2017. Debido a que los activos han crecido entre 2016 y 2017 mas de un 100% en términos de custodia valorizada, produciendo un aumento de más de un 10% de la cantidad de cuentas comitentes, superior al esperado, la compañía en una muestra de su fiel compromiso con el desarrollo del

mercado local tomo la decisión, además del compromiso de analizar futuras reducciones.

Debido a las recientes noticias creemos que el crecimiento se mantendrá a ritmos similares en el futuro. Los montos anunciados sobre los activos exteriorizados bajo la Ley del Blanqueo, el proyecto de ley sobre las modificaciones en el mercado de capitales, así como también los proyectos de inversión y la nueva ley que regula la Participación Público-Privada, deberán contribuir fuertemente a dicho incremento de volumen.



Universidad de
San Andrés

Fuente: Caja de Valores

Capítulo 4: Estimación de valor de Caja de Valores

Ingresos por servicios

Los ingresos por servicios de Caja de Valores incluyen los ingresos por custodia, acreencias, procesamiento de datos, servicios de terceros, transferencias, servicios eventuales y prendas y letras hipotecarias.

Ingresos por custodia: los ingresos por custodia se han estimado teniendo principalmente dos variables:

- a. La evolución proyectada de la cartera en custodia promedio a valor nominal que se encuentra bajo la órbita de Caja de Valores. Se ha estimado un crecimiento anual promedio de la cartera en custodia a valor nominal de 35% (CAGR - TASA ANUAL DE CRECIMIENTO COMPUESTO) en pesos 2017-2020, en base al crecimiento esperado del volumen de custodia.
- b. Las comisiones asociadas a estas operaciones. Se ha considerado un incremento anual promedio de 14% para las comisiones en el periodo 2017-2020 debido a un cambio de mix en la cartera de custodia promedio, incrementando su participación las acciones, cuyas comisiones son mayores al promedio actual de las comisiones.

Proyección de la evolución esperada de los activos bajo custodia



Ingresos por acreencias: se ha estimado los ingresos por acreencias en base a la evolución proyectada de la cartera en custodia promedio a valor nominal que se encuentra bajo la custodia de Caja de Valores, y a las comisiones asociadas a estas operaciones. Se ha considerado un incremento anual promedio en dólares de los ingresos por acreencias de 51% para el periodo proyectado.

Universidad de San Andrés

Ingresos por Acreencias y otros servicios varios proyectados

DRIVERS DE VENTAS (AR\$ m)	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020
Procesamiento de eventos corporativos / Acreencias	72.49	125.78	176.24	300.35	324.48	593.98	1,009.61	1,108.74
En puntos básicos del valor en custodia	2.00	2.07	1.86	1.70	1.20	1.20	1.20	0.90
						0.59	0.44	0.31
Ingresos varios	15.59	19.18	30.59	32.56	39.58	46.39	52.47	58.13
Tasa de crecimiento anual	0.09	0.23	0.59	0.06	0.22	0.17	0.13	0.11
Procesamiento de datos	6.98	6.75	8.55	9.60	11.67	13.67	15.47	17.14
Tasa de crecimiento anual	-0.12	-0.03	0.27	0.12	0.22	0.17	0.13	0.11
Transferencias	11.93	18.08	14.38	20.30	32.32	59.17	100.57	147.26
En puntos básicos del nominal en custodia	0.33	0.30	0.15	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
Servicios eventuales	0.53	0.55	0.42	0.52	0.63	0.74	0.84	0.93
Y/Y growth	0.05	0.04	-0.24	0.24	0.22	0.17	0.13	0.11
Prendas y letras hipotecarias	1.48	3.13	3.43	3.43	10.00	11.72	13.26	14.69
Tasa de crecimiento anual	2.36	1.12	0.09	-	0.22	0.17	0.13	0.11

Gastos por servicios, administración y comercialización

Los gastos por servicios, administración y comercialización incluyen sueldos y cargas sociales, costos por procesamiento de datos, honorarios al directorio y comisión fiscalizadora, impuestos, mantenimiento de edificios, marketing y otros costos operativos. Los gastos han sido estimados principalmente por la una dinámica que los mismos decrecen en términos reales. En este sentido, estimo la evolución de los gastos en términos nominales en el 14% mientras que la proyección de inflación supera este índice. Estas estimaciones se asocian a la política corporativa de Caja de Valores de eficientizar de estructura y procesos internos. Además, hay una fuerte inversión en tecnología que permite que los costos sigan reduciéndose en el tiempo.

Gastos proyectados 2017-2020

DRIVERS DE COSTOS (AR\$ m)	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020
Compensacion al personal y cargas sociales	105.29	157.29	185.87	314.13	381.91	447.60	506.24	560.91
Sueldos y gratificaciones	82.33	127.01	148.45	253.44	308.13	361.13	408.43	452.54
Cargas sociales	22.96	30.28	37.42	60.69	73.79	86.48	97.81	108.37
Total compensaciones y c.s.	105.29	157.29	185.87	314.13	381.91	447.60	506.24	560.91
Tasa de crecimiento anual	0.20	0.49	0.18	0.69	0.22	0.17	0.13	0.11
Número de empleados		409.00	409.00					
Gasto de personal por empleado		384,576.20	454,440.45	768,045.64	933,774.53	1,094,383.75	1,237,748.02	1,371,424.80
Procesamiento de datos	4.95	7.10	10.57	24.10	29.30	34.34	38.83	43.03
Tasa de crecimiento anual	-0.45	0.43	0.49	1.28	0.22	0.17	0.13	0.11
Honorarios al Directorio y Com. Fisc.	3.87	3.87	6.19	11.12	13.86	16.66	19.34	22.01

Depreciaciones, amortizaciones y CAPEX

Se proyectan considerando las depreciaciones de los activos existentes y de las nuevas inversiones a un ritmo del 27%. El CAPEX crecerá a un ritmo compuesto del 48%, es decir superior al ritmo inflacionario y debido a la política expansiva de la empresa y vinculado a su estrategia comercial y operativa luego del IPO del 2016.

DRIVERS DE COSTOS (AR\$ m)	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020
Depreciaciones y Amortizaciones	11.04	9.18	26.46	16.81	23.38	25.49	33.28	47.64
Propiedad y Equipo a principio de período	74.64	71.39	70.69	74.61	77.97	85.00	110.98	158.91
(+) Gastos de capital	5.01	22.45	12.46	22.52	30.41	51.47	81.20	99.54
(-) Depreciaciones	11.04	9.18	26.46	16.81	23.38	25.49	33.28	47.64

Resultados financieros

Caja de Valores obtiene resultados financieros por realizar inversiones en el mercado de capitales utilizando dos fuentes de fondos:

- Excedentes de Caja: excedentes provenientes de resultados no distribuidos debido a la restricción a la distribución de utilidades del 10%

- b. Caja operativa: fondos disponibles por operaciones de los depositantes liquidadas o pendientes de liquidar

En el periodo proyectado, los ingresos financieros fueron calculados considerando una proyección del saldo promedio de la caja operativa disponible para inversión basado en las variaciones de las cuentas de acreedores por operaciones liquidadas y a liquidar, y aplicando una tasa de rendimiento de la inversión proyectada. Debido a la volatilidad de las tasas de interés, actualmente resulta de difícil estimación dicha tasa.

Impuesto a las ganancias

Caja de Valores no presenta quebrantos acumulados, tributando una alícuota del 35% hasta el periodo 2020.

Restricción al reparto de utilidades

De acuerdo al Artículo 5 del Decreto 659/74, Caja de Valores no puede distribuir un dividendo en efectivo superior al 10% de sus beneficios obtenidos. Esta restricción resulta excesiva, ya que, en otros países, instituciones similares que realizan funciones de custodia y depósito de valores, cuentan con mecanismos de garantías más eficientes, sin necesidad de restringir el reparto de utilidades entre los accionistas. Esta situación se plasma en el tomo ordenado de normas de CNV de 2014, en donde se fija el patrimonio neto mínimo para constituir un agente de depósito colectivo en AR\$ 74 millones. Por lo tanto, el exceso de dicho monto debería ser autorizado a distribuir. Actualmente el patrimonio neto de Caja de Valores es de AR\$ 3083 millones, es decir, 42 veces superior al requerido por la norma.

Es de esperar que en el futuro dicha norma se flexibilice, y en caso de que esto no ocurriera, existen alternativas de inversión para el exceso de capital con la rentabilidad que requieran los accionistas.

Deudas financieras

La compañía no posee deudas financieras. Los pasivos reflejados en los estados contables se refieren únicamente a:

- Pasivos con depositantes que tienen una contrapartida en activos de igual moneda y liquidez, sin costo financiero alguno para la sociedad
- Pasivos con proveedores, sueldos, cargas sociales e impuestos a pagar no exigibles a la fecha de emisión de los estados contables

Supuestos Macroeconómicos

Crecimiento del PBI

Durante el periodo de 2011-2015 Argentina transitó un periodo de estanflación, es decir, nulo crecimiento con un elevado índice de inflación. Para los próximos años es difícil estimar en dólares la evolución del PBI argentino debido a que Argentina a partir de Diciembre de 2015 posee un tipo de cambio flexible con esporádicas intervenciones del BCRA. Sin embargo, para realizar las estimaciones de crecimiento utilice de base las proyecciones del Fondo Monetario Internacional y además realice un crecimiento nominal del PBI.

Tipo de cambio

Para definir el tipo de cambio utilice estimaciones propias y de mercado, sin embargo, debido a la turbulencia cambiaria de los últimos meses resulta muy difícil hacer una proyección precisa. La tasa de devaluación que proyecto se vincula con una devaluación similar a la tasa inflacionaria.

SUPUESTOS MACROECONÓMICOS	2,013.00	2,014.00	2,015.00	2,016.00	2,017.00	2,018.00	2,019.00	2,020.00
PBI a precios corrientes (US\$)	611,471.00	563,614.00	631,621.00	545,124.00	628,935.00	658,129.00	711,893.00	775,217.00
Tasa de crecimiento del PBI en US\$	0.05	-0.08	0.12	-0.14	0.15	0.05	0.08	0.09
Tasa de inflación	0.30	0.35	0.25	0.36	0.22	0.17	0.13	0.11
Tasa de crecimiento del PBI nominal					0.40	0.23	0.22	0.21
Resultado fiscal financiero consolidado (% PBI)	-0.04	-0.04	-0.07	-0.06	-0.05	-0.05	-0.03	-0.03
ARS / USD	6.89	8.24	9.48	15.04	15.88	28.80	34.56	39.74

Escenarios de Sensibilidad

Optimista

Para considerar el escenario optimista trabaje sobre las variables determinantes que definen el negocio. En este caso, realice una estimación más optimista en cuanto al crecimiento económico de Argentina, lo cual se vincula directamente con el desarrollo económico de Caja de Valores. Uno de los drivers fundamentales es la consolidación y expansión de los activos bajo custodia, donde los títulos públicos de emisiones resultan relevantes. En este sentido, el desarrollo de la actividad económica resulta ser fundamental para el crecimiento de nuevas emisiones locales de títulos públicos, ya sea a nivel corporativo como también soberano, provincial y municipal.

Debido al bajo desarrollo financiero de Argentina, una expansión económica más robusta indicaría una expansión del mercado de capitales local a un ritmo más importante, donde Caja de Valores se vería muy beneficiada debido a que es la única y tiene consolidado el negocio de custodia.

DRIVERS DE VENTAS (AR\$ m)	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020
Ingresos por servicios:								
Custodia	79.21	130.57	192.89	383.81	594.87	1,037.48	1,615.07	2,094.96
Títulos publicos y letras	246,208.00	512,294.00	748,191.00	1,734,820.00	2,396,124.01	5,519,480.42	8,078,559.43	11,451,571.79
Acciones	66,081.00	121,234.00	206,605.00	303,810.00	361,353.55	804,418.75	1,137,833.92	1,749,268.95
Fideicomisos	68,364.00	87,725.00	77,922.00	141,595.00	212,741.59	533,078.20	848,743.10	1,308,751.06
O.N. y otros	49,382.00	61,268.00	81,197.00	102,325.00	155,173.69	392,453.74	630,675.07	981,563.30
Valor en custodia(AR\$ m)	430,035.00	782,521.00	1,113,915.00	2,282,550.00	3,125,392.84	7,249,431.11	#####	15,491,155.10

SUPUESTOS MACROECONÓMICOS	2,013.00	2,014.00	2,015.00	2,016.00	2,017.00	2,018.00	2,019.00	2,020.00
PBI a precios corrientes (US\$)	611,471.00	563,614.00	631,621.00	545,124.00	628,935.00	704,291.00	757,442.00	823,321.00
Tasa de crecimiento del PBI en US\$	0.05	-0.08	0.12	-0.14	0.15	0.12	0.08	0.09
Tasa de inflación	0.30	0.35	0.25	0.36	0.22	0.17	0.13	0.11
Tasa de crecimiento del PBI nominal					0.40	0.31	0.22	0.20
Resultado fiscal financiero consolidado (% PBI)	-0.04	-0.04	-0.07	-0.06	-0.05	-0.05	-0.03	-0.03
ARS / USD	6.89	8.24	9.48	15.04	15.88	28.80	34.56	39.74

Pesimista

Para considerar el escenario pesimista trabaje sobre las variables determinantes que definen el negocio. En este caso, realice una estimación más pesimista en cuanto al crecimiento económico de Argentina, lo cual se vincula directamente con el desarrollo económico de Caja de Valores. Uno de los drivers fundamentales es la consolidación y expansión de los activos bajo custodia, donde los títulos públicos de emisiones resultan relevantes. En este sentido, el desarrollo de la actividad económica resulta ser fundamental para el crecimiento de nuevas emisiones locales de títulos públicos, ya sea a nivel corporativo como también soberano, provincial y municipal.

En este escenario, los números de crecimiento económico al no ser tan contundentes, provocarían un desarrollo más gradual del mercado de capitales, lo que redundaría en valores bajo custodia más bajos, derivando en menores ingresos para la compañía en su negocio principal de custodia.

DRIVERS DE VENTAS (AR\$ m)	2.013	2.014	2.015	2.016	2.017	2.018	2.019	2.020
Ingresos por servicios:								
Custodia	79,21	130,57	192,89	383,81	594,87	1.037,48	1.615,07	2.094,96
Títulos públicos y letras	246.208,00	512.294,00	748.191,00	1.734.820,00	2.396.124,01	5.519.480,42	8.078.559,43	11.451.571,79
Acciones	66.081,00	121.234,00	206.605,00	303.810,00	361.353,55	804.418,75	1.137.833,92	1.749.268,95
Fideicomisos	68.364,00	87.725,00	77.922,00	141.595,00	212.741,59	533.078,20	848.743,10	1.308.751,06
O.N. y otros	49.382,00	61.268,00	81.197,00	102.325,00	155.173,69	392.453,74	630.675,07	981.563,30
Valor en custodia(AR\$ m)	430.035,00	782.521,00	1.113.915,00	2.282.550,00	3.125.392,84	7.249.431,11	10.695.811,52	15.491.155,10

SUPUESTOS MACROECONÓMICOS	2.013,00	2.014,00	2.015,00	2.016,00	2.017,00	2.018,00	2.019,00	2.020,00
PBI a precios corrientes (US\$)	611.471,00	563.614,00	631.621,00	545.124,00	628.935,00	704.291,00	757.442,00	823.321,00
Tasa de crecimiento del PBI en US\$	0,05	-0,08	0,12	-0,14	0,15	0,12	0,08	0,09
Tasa de inflación	0,30	0,35	0,25	0,36	0,22	0,17	0,13	0,11
Tasa de crecimiento del PBI nominal					0,40	0,31	0,22	0,20
Resultado fiscal financiero consolidado (% PBI)	-0,04	-0,04	-0,07	-0,06	-0,05	-0,05	-0,03	-0,03
ARS / USD	6,89	8,24	9,48	15,04	15,88	28,80	34,56	39,74

Capítulo 5: Valuación

El método de valuación a utilizar será por medio del APV (Adjusted Price Value) que lo realizaré a partir de un Discount Cash Flow (DCF). Se proyectaron los flujos de fondos de la compañía para el periodo 2017-2020 tomando como referencia su historial 2013-2016. Además, se utilizaron supuestos y premisas definidas para los principales drivers del negocio (impulsores de valor) y se llevaron adelante 3 escenarios de valuación: base, optimista y pesimista

A partir de lo estudiado en la carrera de grado y analizado en el paper de Fernández se concluye que el método más adecuado para realizar valuaciones es a partir del descuento de flujos de fondos. A partir del estudio del paper de Fernández, P., 2003, "80 Common and Uncommon Errors in Company Valuation", se pueden encontrar fragilidades al modelo del WACC con respecto al APV. Entre ellas: el modelo en base al WACC asume que en todo momento durante la vida de la empresa existen ahorros impositivos, cuando en realidad esto no es correcto. Así, el APV omite este error a partir de la proyección anual correspondiente del flujo de ahorro impositivo.

Los flujos de caja los mediré en pesos argentinos debido a que los ingresos provienen principalmente de la custodia de activos valorizados en moneda local. La empresa realiza todas sus operaciones financieras en la moneda local.

Drivers

DRIVERS DE VENTAS (AR\$ m)	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020
Ingresos por servicios:								
Custodia	79.21	130.57	192.89	383.81	594.87	989.97	1,514.42	1,971.09
Títulos públicos y letras	246,208.00	512,294.00	748,191.00	1,734,820.00	2,396,124.01	5,157,711.98	7,592,752.86	10,782,493.25
Acciones	66,081.00	121,234.00	206,605.00	303,810.00	361,353.55	751,693.99	1,069,409.93	1,647,064.79
Fideicomisos	68,364.00	87,725.00	77,922.00	141,595.00	212,741.59	498,138.16	797,703.69	1,232,284.94
O.N. y otros	49,382.00	61,268.00	81,197.00	102,325.00	155,173.69	366,730.78	592,749.24	924,213.71
Valor en custodia(AR\$ m)	430,035.00	782,521.00	1,113,915.00	2,282,550.00	3,125,392.84	6,774,274.90	10,052,615.72	14,586,056.69
Valor (US\$ m)	62,384.19	95,023.80	117,544.57	151,740.07	196,832.78	235,217.88	290,874.30	367,037.16
en % del PBI								
Títulos públicos y letras	0.06	0.11	0.12	0.21	0.24	0.27	0.31	0.35
Acciones (valor nominal)	0.02	0.03	0.03	0.04	0.04	0.04	0.04	0.05
Fideicomisos	0.02	0.02	0.01	0.02	0.02	0.03	0.03	0.04
O.N. y otros	0.01	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03
Total	0.10	0.17	0.19	0.28	0.31	0.36	0.41	0.47
Deuda pública bruta consolidada (AR\$ m)	1,412,831.00	1,995,871.00	3,046,084.00	4,130,229.00	5,113,674.00	6,223,923.00	7,109,148.00	7,994,283.00
Deuda pública bruta consolidada (US\$ m)	204,956.14	242,364.42	321,434.42	274,570.65	322,051.88	216,108.44	205,704.51	201,164.65
% Deuda pública registrada en Caja de Valores	0.17	0.26	0.25	0.42	0.47	0.83	1.07	1.35
Tarifa implícita (en puntos básicos)	2.18	2.15	2.03	2.10	2.20	2.00	1.80	1.60
Procesamiento de eventos corporativos / Acrec	72.49	125.78	176.24	300.35	324.48	593.98	1,009.61	1,108.74
En puntos básicos del valor en custodia	2.00	2.07	1.86	1.70	1.20	1.20	1.20	0.90
Ingresos varios	15.59	19.18	30.59	32.56	39.58	46.39	52.47	58.13
Tasa de crecimiento anual	0.09	0.23	0.59	0.06	0.22	0.17	0.13	0.11
Procesamiento de datos	6.98	6.75	8.55	9.60	11.67	13.67	15.47	17.14
Tasa de crecimiento anual	-0.12	-0.03	0.27	0.12	0.22	0.17	0.13	0.11
Transferencias	11.93	18.08	14.38	20.30	32.32	59.17	100.57	147.26
En puntos básicos del nominal en custodia	0.33	0.30	0.15	0.12	0.12	0.12	0.12	0.12
Servicios eventuales	0.53	0.55	0.42	0.52	0.63	0.74	0.84	0.93
Y/Y growth	0.05	0.04	-0.24	0.24	0.22	0.17	0.13	0.11
Prendas y letras hipotecarias	1.48	3.13	3.43	3.43	10.00	11.72	13.26	14.69
Tasa de crecimiento anual	2.36	1.12	0.09	-	0.22	0.17	0.13	0.11

DRIVERS DE COSTOS (AR\$ m)	2,013	2,014	2,015	2,016	2,017	2,018	2,019	2,020
Compensación al personal y cargas sociales	105.29	157.29	185.87	314.13	381.91	447.60	506.24	560.91
Sueldos y gratificaciones	82.33	127.01	148.45	253.44	308.13	361.13	408.43	452.54
Cargas sociales	22.96	30.28	37.42	60.69	73.79	86.48	97.81	108.37
Total compensaciones y c.s.	105.29	157.29	185.87	314.13	381.91	447.60	506.24	560.91
Tasa de crecimiento anual	0.20	0.49	0.18	0.69	0.22	0.17	0.13	0.11
Número de empleados		409.00	409.00					
Gasto de personal por empleado		384,576.20	454,440.45	768,045.64	933,774.53	1,094,383.75	1,237,748.02	1,371,424.80
Procesamiento de datos	4.95	7.10	10.57	24.10	29.30	34.34	38.83	43.03
Tasa de crecimiento anual	-0.45	0.43	0.49	1.28	0.22	0.17	0.13	0.11
Honorarios al Directorio y Com. Fisc.	3.87	3.87	6.19	11.12	13.52	15.85	17.93	19.86
Tasa de crecimiento anual	-0.14	-0.00	0.60	0.80	0.22	0.17	0.13	0.11

Estado de Resultados

A partir de las premisas enunciadas anteriormente, se desarrolló un escenario base con sus respectivas proyecciones, un escenario pesimista y otro pesimista moderado. A continuación, se enuncian los resultados obtenidos en el Caso Base:

ESTADO DE RESULTADOS (ARS m)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos operativos	188.21	304.06	426.49	750.56	1,013.55	1,715.64	2,706.63	3,317.98
Costos	-199.19	-289.95	-390.43	-556.01	-685.57	-838.18	-1,005.81	-1,147.33
EBIT	-10.98	14.10	36.06	194.55	327.98	877.46	1,700.82	2,170.64
Otros ingresos y egresos	-7.40	-8.07	-6.75	-8.15	-11.49	-11.49	-11.49	-11.49
Ingresos de otras sociedades	6.14	3.19	6.40	14.17	14.17	14.17	14.17	14.17
Ingresos financieros	261.10	345.48	742.83	903.45	1,018.00	1,022.40	1,056.00	1,064.74
Ganancias antes de impuesto	248.85	354.71	778.55	1,104.02	1,348.66	1,491.60	2,759.49	1,922.99
Impuesto a las ganancias	-74.59	-124.60	-235.72	-350.15	-470.78	-520.81	-964.58	-671.80
Resultado neto	174.27	230.10	542.83	753.87	877.87	970.78	1,794.92	1,251.19

Universidad de

Flujo de Fondos

A continuación, se presentan los flujos de fondos libres para el escenario base y su respectiva valuación:

	2017	2018	2019	2020	(++) 2021
EBIT	84.7680788	65.94	79.76901052	81.37896326	
(-) IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-29.64935601	-18.08	-27.91020757	-16.90488173	
Generacion del Negocio	55.11872279	49.62	51.85880295	64.47408153	
(+/-) Variacion Capital de Trabajo	7.179557156	1.354166667	0.925925926	0.981378963	
(-) CAPEX	-1.914960933	-1.787122396	-2.349502881	-2.50476274	
Flujo de Fondos Libres	60.38331901	49.18509983	50.43522599	62.95069775	64.20971171
(+) Ahorro impositivo	0	0	0	0	
Flujo de Fondos del Capital					
(+/-) Aumento / disminucion de la deuda	0	0	0	0	
(-) Pago de intereses	0	0	0	0	
Flujo de Fondos del Accionista	60.38331901	49.18509983	50.43522599	62.95069775	
Facto de descuento	1.1617	1.35059242	1.574520643	1.835576166	
VA del FFL	51.9784101	36.41742623	32.0321148	34.29478925	396.3562451
VA Ahorro Impositivo	0	0	0	0	
VL	51.9784101	36.41742623	32.0321148	34.29478925	396.3562451
Deuda					
Equity	551.0789855				

Cálculo del Ku

Estimación de Valor en US\$

Tasa de Descuento en US\$									
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	
Risk Free - Rf	3.00%	2.35%	3.05%	2.60%	2.80%	3.20%	3.50%	3.50%	
%		-21.7%	-29.8%	-14.8%	7.7%	14.3%	9.4%	0.0%	
Riesgo Mercado - (Promedio histórico rend. S&P500+ 4,5%)	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16.00%	16%	16%	
Prima Riesgo Mercado (Rm - Rf)	13.00%	13.65%	12.95%	13.40%	13.20%	12.80%	12.50%	12.50%	
Beta unlevered - Bu	0.64	0.58	0.47	0.67	0.67	0.67	0.69	0.69	
tax rate	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35%	35%	
D/E	53.5%	74%	128.0%	43.0%	43%	44%	39%	39%	
Beta	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	0.86	
Riesgo País - CRP (EMBI)	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.50%	4.5%	4.5%	
Ku en US\$	15.80%	14.76%	13.63%	16.11%	16.17%	16.26%	16.58%	16.58%	
Costo de la deuda	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
Kd en US\$	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	

Sector	Beta Levered	Beta unlevered
Financials (Non Banks and insurance)	0.86	0.52

Para llevar adelante el cálculo del Ku se utiliza el modelo CAPM:

- **Risk free:** se tomó la yield de mercado de los bonos del tesoro de 10 años, considerados bonos sin riesgo. Además, se realizó un promedio del último año para tener una comparación con el del día de la fecha.

- **Riesgo país:** Debido a que la metodología inicial del modelo C.A.P.M fue desarrollada para países que operan en mercados desarrollados, es necesario hacer un ajuste para países emergente como lo es el caso de Chile, Colombia y Brasil. Para esto se usa la prima por riesgo, que corresponde a la exigencia adicional que hace un inversionista para hacer su inversión en una economía emergente como la colombiana, chilena o brasilera.

Para hallar esta prima se proponen dos metodologías: a) Diferencia de los spread de los bonos Colombianos, Chilenos y Brasileños con denominación en dólares con los bonos de la reserva federal de Estados Unidos (se hizo una ponderación en base al nivel de facturación de cada negocio para llegar a un valor más representativo de riesgo de cada mercado), b) Diferencia de los spread de los bonos Colombianos con denominación en dólares con los bonos de la reserva federal de Estados Unidos (EMBI - Emerging Markets Bond Index). En el caso del trabajo de tesis, se tomó la opción a). Para a) se realizó una búsqueda en la base de datos de Reuters.

- **Prima por riesgo de mercado:** según un trabajo de Pablo Fernández “La Prima de Riesgo del mercado según 100 libros” la prima de riesgo de mercado “... es uno de los parámetros financieros más investigados y controvertidos, y también uno de los que más confusión genera.” El autor designa cuatro conceptos muy diferentes para definir la prima de riesgo de mercado.
- **Prima de riesgo del mercado Histórica (PRMH):** se define como la diferencia entre la rentabilidad histórica de la bolsa (de un índice bursátil) y la de la renta fija elegida (Risk Free =Bonos tesoro 10 años).
- **Prima de riesgo del mercado Esperada (PRME):** es el valor esperado de la rentabilidad futura de la bolsa o índice elegido por encima de la renta fija (Muy difícil estimar ya que no todos los inversores tienen el mismo deseo de riesgo y se deben realizar entrevistas para llegar a una buena estimación).
- **Prima de riesgo del mercado Exigida (PRMX):** es la rentabilidad incremental que un inversor exige al mercado bursátil (a una cartera

diversificada) por encima de la renta fija sin riesgo (required equity premium).

- **Prima de riesgo del mercado implícita (PRMI):** es la prima de riesgo del mercado exigida que surge de suponer que los precios del mercado son correctos.

Según Fernández no existe un consenso sobre cuál debería ser la opción correcta ni la manera de calcular las distintas tasas. A partir de ello, haré el cálculo a través de la Prima de Riesgo de Mercado Actual.

En el trabajo de graduación se trabajó con la Prima de riesgo del mercado Actual

Información histórica de los índices bursátiles:

Índice bursátil: S&P 500 ya que luego de hacer un análisis exhaustivo para encontrar los rendimientos históricos del Bovespa, Bolsa de Valores Santiago y Bolsa de Valores de Colombia no ha sido posible llegar a obtener dicha información. En el caso de la bolsa chilena sólo se pudo obtener el de los últimos 10 años mientras que en el resto de los casos ha sido imposible obtener mucho más de ese tiempo. Por ello considero el S&P 500 ya que he podido obtener la rentabilidad promedio desde 1910 a septiembre de 2013, lo que me arroja un promedio del **11,5%** en USD. Este valor es una referencia. En el caso del mercado latino, se le debiera sumar un premio del **4/5%** ya que ningún inversor está dispuesto a recibir la misma rentabilidad por invertir en empresas latinas que invertir en alguna de las 500 empresas norteamericanas más grandes del mundo. El razonamiento es que no se puede considerar el mismo rendimiento para las 500 empresas más grandes de Estados Unidos que para una empresa Multilatina.

Instrumento de renta fija: bonos del tesoro 10 años (Treasuries de Estados Unidos). Se utilizó el valor proyectado de acuerdo a cada año.

Riesgos asociados al negocio

Competencia

Caja de Valores es el único Agente de Depósito Colectivo autorizado por la Comisión Nacional de Valores. Al momento de fundación de la compañía, la ley 20.643 habilitó ad-hoc la creación de una Caja de Valores, la cual es la misma que continúa hasta el día de hoy. En el año 2012 con el dictado de la ley 26.831, la misma habilita el registro de agentes de depósito colectivo, por lo cual Caja de Valores podría enfrentarse a un competidor que sea autorizado por la CNV.

Riesgo de tasa de interés, crediticio y de tipo de cambio

Al no ser su objeto social, Caja de Valores no tiene riesgo de tasa de interés ya que no es tomador ni dador de crédito. De la misma forma carece de riesgo crediticio ya que no es intermediador de dinero. Únicamente posee dichos riesgos, incluido el de tipo de cambio por sus inversiones propias.

Bibliografía



Balances:

- Caja de Valores S.A. – Estados Contables anuales e intermedios. Ejercicios 2013-2017

Información corporativa:

- “La Caja en cifras”, www.cajval.sba.com.ar

Papers:

- Fernández P, 2005, “Método de valoración de Empresas”, edición gestión 2000, Barcelona, España

- Pereiro, L. "Valuing companies in Latin America: What are the key issues for Practitioners?". Buenos Aires. Center for Entrepreneurship & Business Venturing Universidad Torcuato Di Tella. Working paper series, 2002.
- Pereiro L, 2002, « Valuation of companies in emerging markets: a practical approach ». John Wiley & Sons, third edition, USA.
- Fernández, P., 2003, "80 Common and Uncommon Errors in Company Valuation". Ideas Repec. <http://ideas.repec.org./p/ebq/iesewp/d-0500.html>.
- Tham, J. & Vélez-Pareja, I. "Top 9 (innecessary and avoidable) Mistakes in Cash Flow Valuation". Ideas Repec-
<http://ideas.repec.org/e/pve77.html>.
- Copeland T y Koller T, 2002, "Valoración Medición y gestión del valor", Ediciones Deustom España
- Damodaran, A 2002, "Investment Valuation", John; Wiley&Sons, second edition, USA
- Fernández P. 2009, "La Prima de Riesgo de Mercado según 100 Libros", IESE Business School, España

Leyes y Decretos:

- Ley 20.643, República Argentina
- Ley 26.831, República Argentina
- Decreto 659/74, República Argentina
- Ley 27.440, República Argentina

Información de organismos públicos y privados:

- World Federation of Exchanges
- Comisión Nacional de Valores, Ministerio de Hacienda, República Argentina