UNIVERSIDAD DE SAN ANDRES

ESCUELA DE ADMINISTRACION Y NEGOCIOS

MAGISTER EN FINANZAS

Valuación del Banco Hipotecario

Autor: Iván Emanuel Currarino

DNI: 32.006.070

Director del Trabajo Final de Graduación: Alejandro E. Loizaga

Lugar y Fecha: Ciudad de Buenos Aires, Julio de 2019

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

Contenido

INTRODUCCIÓN 5
LA EMPRESA Y EL CONTEXTO ECONÓMICO 7
ECONOMIA ARGENTINA 7
SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO 11
BANCO HIPOTECARIO 14
CAPITALIZACIÓN BURSATIL 14
COMPOSICIÓN ACCIONARIA 15
RESULTADOS, RENTABILIDAD E INDICADORES 17
CUOTA DE MERCADO 20
ESTRUCTURA DE ACTIVOS Y PASIVOS 21
EVOLUCION DE LA COMPOSICIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS 22
VALUACION DEL BANCO HIPOTECARIO POR FLUJO DE FONDOS 27
BALANCES PARA GESTIÓN 27
ESCENARIO MACROECONÓMICO 30
PBI REAL 30
INFLACIÓN 30
TIPO DE CAMBIO 31
SISTEMA FINANCIERO 31
TASA DE POLITICA MONETARIA Y TASA BADLAR 33
PROYECCION DEL FLUJO DE FONDOS 35
ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL 35
ESTADO DE RESULTADOS 44
ANALISIS DE LOS BALANCES PROYECTADOS 54
FLUJO DE FONDOS LIBRE 59
TASA DE DESCUENTO 62
VALUACIÓN DEL BANCO 65
VALUACION PARA EL PERIODO PROYECTADO 65
VALOR TERMINAL 65
VALOR DEL BANCO 65
VALUACION POR MULTIPLOS 66
ANALISIS DE SENSIBILIDAD 69
ANALISIS DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS EN LA VALUACION 72

Universidad de San Andrés

RESUMEN Y CONCLUSIONES 74
BIBLIOGRAFIA 77

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

INTRODUCCIÓN

El objetivo del presente trabajo consiste en la determinación del valor del paquete accionario del Banco Hipotecario de Argentina al 31 de Diciembre de 2018, la capitalización bursátil a esa fecha asciende a US$ 466 millones de dólares (1.500 millones de acciones a una cotización bursátil de $11.75 pesos por acción, a un tipo de cambio promedio del BCRA de 37.8083), dicho valor será utilizado como referencia a la hora de evaluar la razonabilidad de los resultados obtenidos en la valuación.

Desde su fundación en el año 1886 bajo el nombre de Banco Hipotecario Nacional su función principal fue cambiando con el transcurso del tiempo. En una primera etapa se desempeñó como Institución Pública con un marcado rol social, brindando soluciones para los problemas de déficit habitacional, mediante el otorgamiento de préstamos a largo plazo para la construcción de viviendas a sectores de la población con bajo poder adquisitivo. Esta situación se modificó en el año 1997 con la privatización impulsada por el Estado Nacional que se desprendió de gran parte de las acciones dando lugar al ingreso de accionistas privados que actualmente representan cerca de la mitad de la participación accionaria total.

Entre las principales motivaciones para la realización de este trabajo se destaca el desafío que plantea la realización de la valuación en el marco de un contexto adverso, que encuentra a la economía argentina en plena etapa de recesión donde sus principales variables muestran un pobre desempeño con un alto grado de inestabilidad que se puede sintetizar de la siguiente manera:

- Fuerte caída del PBI real
- Altos niveles de inflación, superiores al 45% en el último año
- Fuerte depreciación de la moneda, más de un 100% en el último año, incluyendo cambios en el régimen de administración del tipo de cambio, adaptando un sistema de flotación entre bandas que acota la intervención del BCRA
- Fuerte suba de las tasas nominadas en pesos, por encima del 60%, con el objetivo de desalentar la adquisición de moneda extranjera

Asimismo, el sistema bancario argentino presenta características particulares que lo hacen atractivo de cara a la valuación, entre ellas se destacan los bajos ratios de créditos y depósitos sobre PBI, que en ambos casos no sólo son muy inferiores a los valores que presentan países como Chile y Brasil sino también al resto de los países de la región. Si bien puede interpretarse como un signo de la debilidad y falta de profundidad, desde otra perspectiva de análisis, el potencial de crecimiento a futuro es superior al resto de la región.

Otra de las características del sistema bancario argentino es su bajo nivel de concentración, al estar conformado por 76 participantes (entre Bancos Comerciales, Caja de Crédito y Compañías Financieras), en el que con la excepción del BNA, el resto de las instituciones poseen una cuota de mercado inferior al 10%. Actualmente, el Banco Hipotecario posee una participación del 1.7% en préstamos totales y del 0.7% en depósitos totales, ubicándose en las posiciones 14° y 18° en el ranking de líderes entre entidades financieras.

En el contexto de una economía en recesión y un Sistema Bancario con muchos participantes activos, es de esperar en el corto o mediano plazo el inicio de una mayor concentración, de la mano de futuros movimientos en el mercado (ya sea mediante fusiones o adquisiciones entre entidades financieras), es aquí donde cobra importancia la realización de la valuación.

El trabajo se encuentra estructurado en secciones organizadas de la siguiente manera:

- La empresa y el contexto económico: con la descripción y evolución de las principales variables del entorno (economía argentina y sistema bancario) y un análisis detallado de las principales características competitivas de la Entidad.
- Valuación del Banco Hipotecario: desarrollando la metodología de valuación y los criterios utilizados para la proyección de las variables económicas, del sector, la tasa de descuento y los flujos de fondos libres para los accionistas. Comprende adicionalmente el desarrollo de la valuación por múltiplos y el análisis de sensibilidad de las principales variables
- Análisis de los resultados obtenidos con la valuación realizada mediante las diferentes metodologías aplicadas
- Resumen y conclusiones finales del análisis y los resultados obtenidos en la valuación

A diferencia de lo que ocurre con empresas pertenecientes a otros sectores, los bancos se encuentran sujetos a restricciones y normativas establecidas por el regulador (Banco Central de la República Argentina) que deben cumplimentar para poder operar. Entre ellas, se puede mencionar la exigencia de capitales mínimos para operar, las regulaciones de efectivo mínimo y los límites en cuanto a la posición en moneda extranjera (PGC – Posición General de Cambios). Es por ello, que a diferencia de las valuaciones tradicionales, se seleccionó la metodología de descuento de flujo de fondos, mediante la determinación de los Flujos de Fondos Libres para los Accionistas (FCFE), que serán obtenidos como la diferencia entre el capital con el que cuente el Banco a cada cierre de ejercicio y el capital mínimo proyectado que le exige el regulador para poder operar. El supuesto base implica que la diferencia entre estos valores será distribuido a los accionistas bajo la forma del pago de dividendos en efectivo. En resumen, se propone que el Banco opere con el capital mínimo exigido por el regulador.

Por último, la valuación se realizará desde la perspectiva de un inversor internacional, por lo que las proyecciones de los flujos de fondos se obtendrán primeramente en pesos para su conversión a dólares de acuerdo al tipo de cambio definido para cada período y la determinación de la tasa de descuento se realizará en dólares.

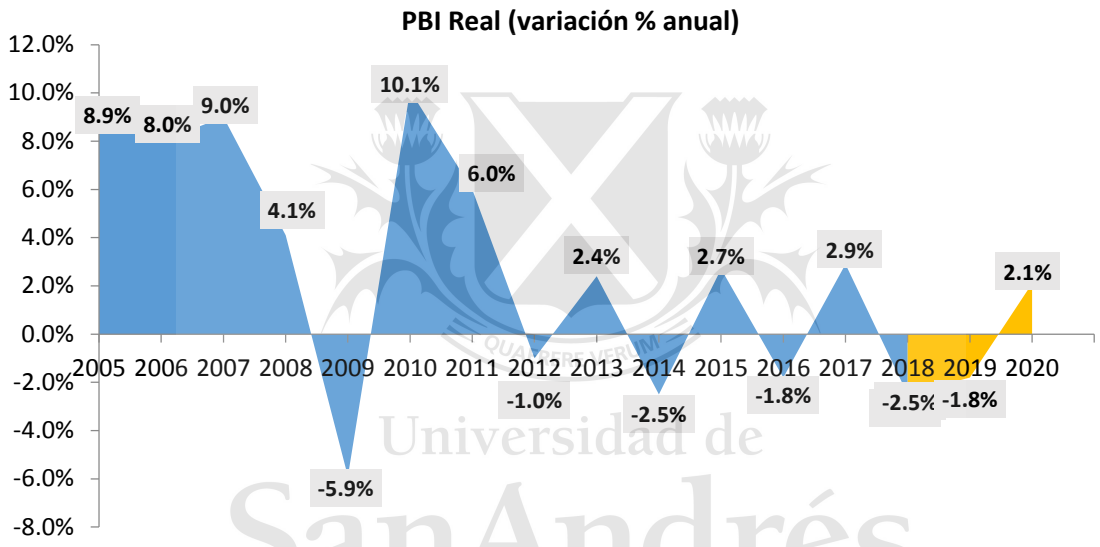
Universidad de San Andrés

LA EMPRESA Y EL CONTEXTO ECONÓMICO

ECONOMIA ARGENTINA

La economía argentina se ha caracterizado en los últimos años por altos niveles de inestabilidad e incertidumbre que se ponen de manifiesto al analizar la evolución y la volatilidad de las principales variables económicas.

El crecimiento económico medido a través de la variación del PBI real muestra 2 períodos claramente diferenciados, entre los años 2005 y 2011 con crecimiento mayor al 4% (con la excepción de 2009) y de comportamiento dispar entre los años 2012 y 2018 alternando crecimiento en años de elecciones y caídas en años pares. De acuerdo a la OCDE[1] en su reporte de perspectivas económicas globales publicado en mayo, se espera que en 2019 se repita la baja de 2018 aunque con una menor intensidad, para recién volver al crecimiento a partir del año 2020.



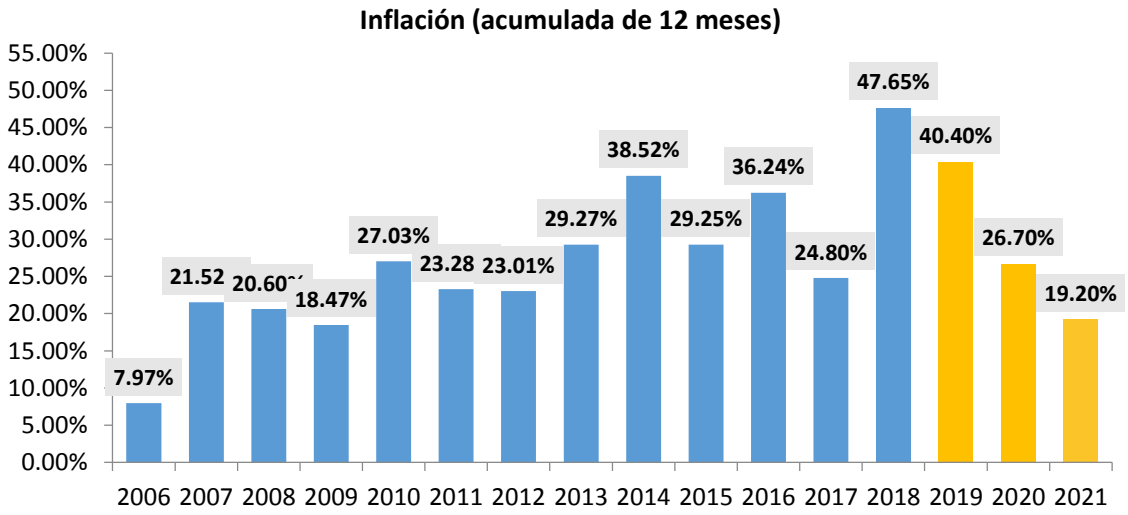
Fuente: REM, OCDE

Acompañando la baja en el PBI real, se observa una fuerte suba de la inflación[2] que alcanzó el 47.6% anual en 2018, de acuerdo al REM[3] (Relevamiento de Expectativas de Mercado) publicado en Mayo se espera para los próximos años una lenta disminución (40.4%, 26.7% y 19.2% para 2019, 2020 y 2021 respectivamente). Dichos valores superan ampliamente las metas anunciadas en un primer momento por el BCRA que indicaban para el año 2018 un 10% de inflación (con un margen de 2 puntos de error) y luego fueron corregidas al 15%.

[1] Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico

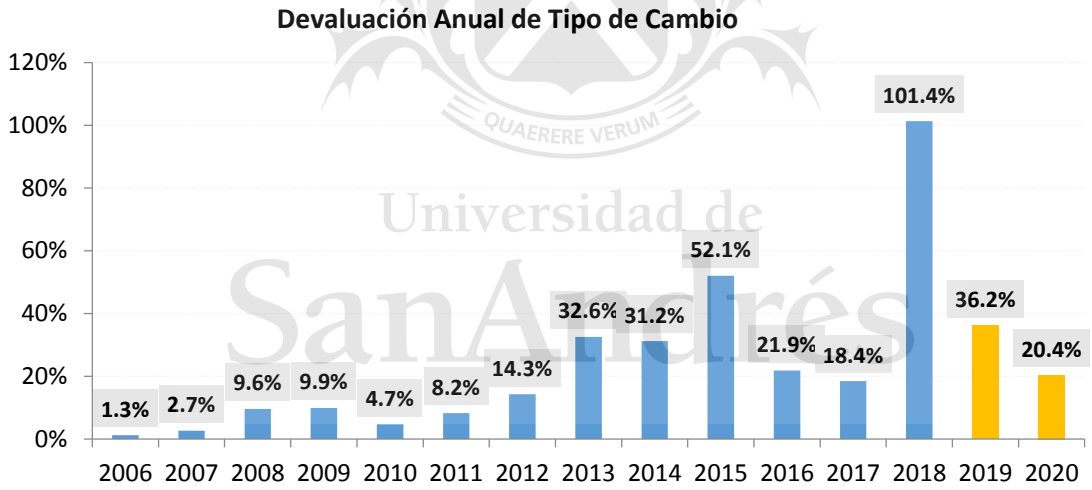
[2] Inflación acumulada anual de 12 meses, hasta diciembre 2017 se calcula como el promedio simple de los datos publicados correspondientes a IPC CABA, IPC GBA e IPC San Luis. Luego se utiliza el IPC publicado por el INDEC

[3] REM: relevamiento de expectativas de las principales variables macroeconómicas de corto y mediano plazo, del que participan consultoras y centros de investigación locales, entidades financieras y analistas extranjeros



Fuente: REM, INDEC, IPC CABA, IPC GBA, IPC San Luis

Por otra parte, al analizar la evolución del tipo de cambio, se observa en el año 2018 la mayor devaluación nominal desde la salida de la convertibilidad en 2002. Los saltos en el tipo de cambio fueron una constante a lo largo del último año con importantes subas en los meses de Abril, Mayo, Junio y Agosto.

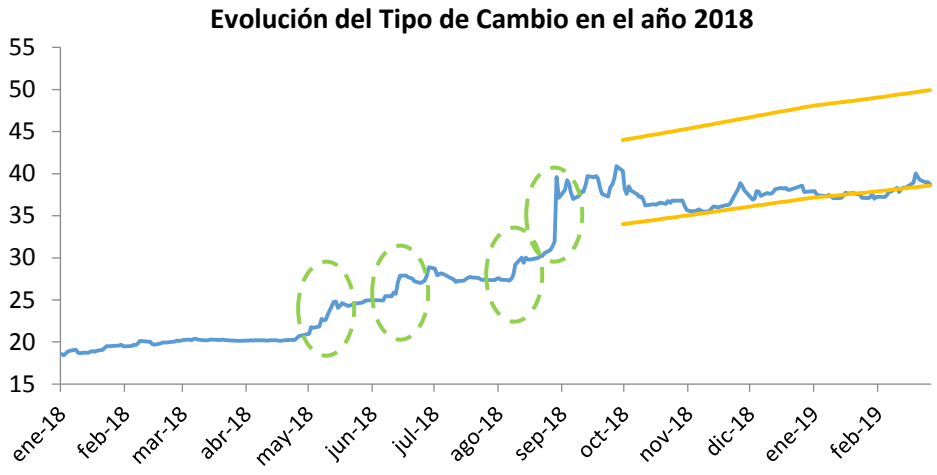


Fuente: BCRA tipo de Ccambio comunicación A 3500 y REM

La fuerte salida de capitales y la inestabilidad económica llevaron al deterioro del nivel de reservas del BCRA, situación que derivó en el posterior anuncio del acuerdo con el Fondo Monetario Internacional con el objetivo de llevar tranquilidad a los mercados, garantizando el cumplimiento de los vencimientos de deuda que el país debe afrontar en los próximos años.

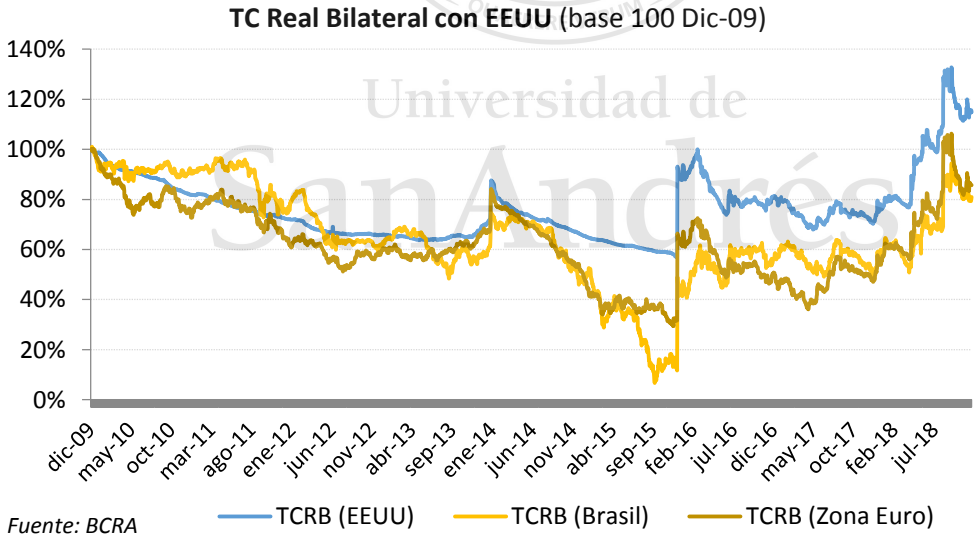
A partir de Octubre de 2018 se dio paso a un nuevo régimen de administración del tipo de cambio implementando un esquema de bandas de flotación entre las cuales el BCRA se compromete a no intervenir en el mercado mientras el tipo de cambio se mantenga dentro de estas bandas. En caso de que el tipo de cambio perfore el piso o el techo establecido, el BCRA debe intervenir comprando o vendiendo reservas respectivamente con el objetivo de que el tipo de cambio se mantenga en el rango definido. Asimismo, las bandas de flotación tienen un mecanismo de actualización diario de incremento a un ritmo del 3% mensual, acompañando a

la inflación esperada. A continuación se muestra la evolución del tipo de cambio en el año 2018 destacando los períodos de suba y el comienzo del esquema de flotación entre bandas.



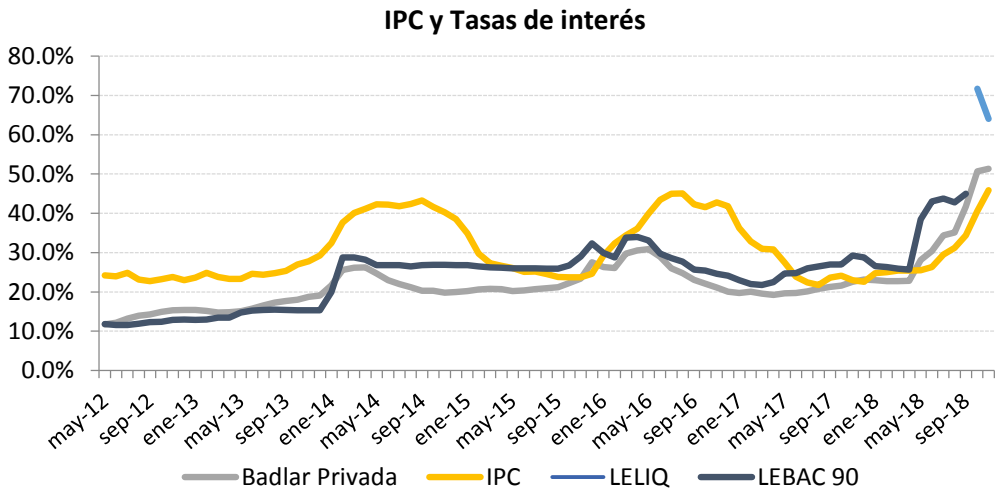
Fuente: BCRA Tipo de Cambio Com, A 3500

Al observar la evolución del tipo de cambio real bilateral con los Estados Unidos, Brasil y la zona Euro se puede llegar a similares conclusiones, todos los casos poseen un fuerte componente de volatilidad que se acentúa en el año 2018 con una fuerte depreciación luego de un período relativamente estable entre fines de 2015 (luego de la finalización de las restricciones a la operatoria cambiaria) y principios de 2018.



Fuente: BCRA

Por último, al analizar la evolución histórica de las tasas de interés en los últimos años, se observan primeramente tasas reales negativas respecto a la inflación, situación que permanece casi sin modificaciones hasta el año 2017, cuando suben fuertemente tanto la tasa Badlar como las tasas de política monetaria (primeramente Lebacs a 90 días y luego Letras de Liquidación del BCRA) con el objetivo de hacer más atractivas las colocaciones en pesos y desalentar la adquisición de moneda extranjera.



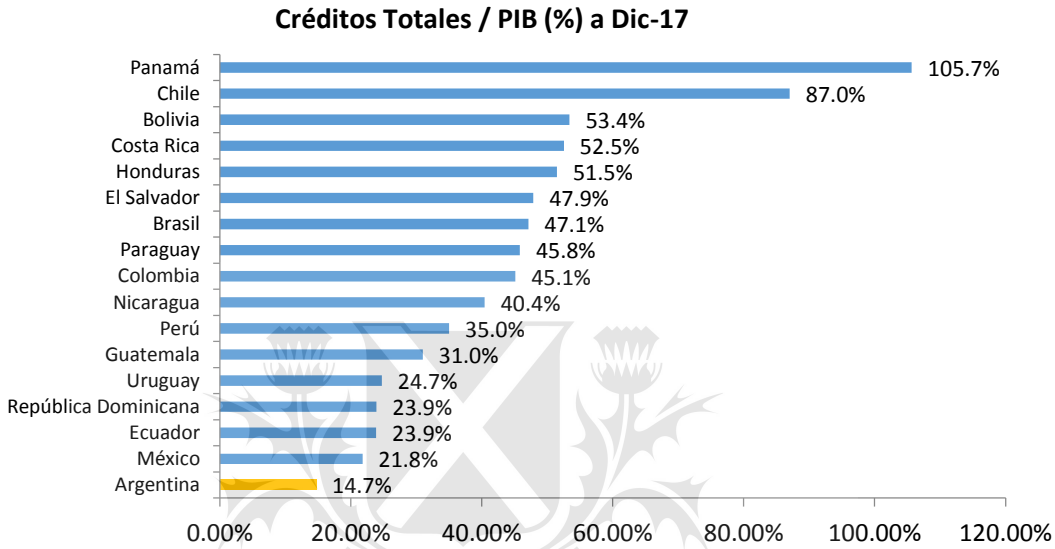
Fuente: BCRA, INDEC

Del análisis realizado, se puede concluir que el contexto económico actual de la economía argentina con deterioro del PBI real, altos niveles de inflación y volatilidad del tipo de cambio representa un panorama complejo y plantea un desafió de cara a la realización de la valuación del Banco Hipotecario.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

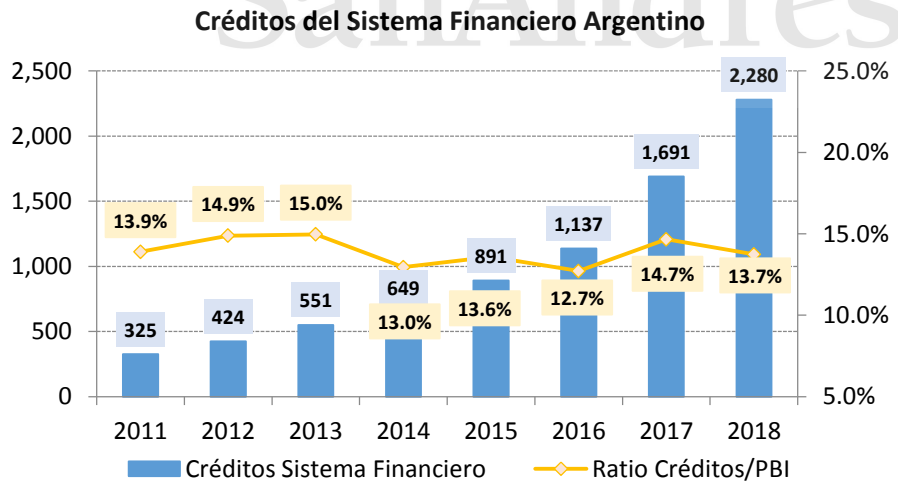
SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO

El Sistema Financiero Argentino presenta características particulares que lo diferencian del resto de los países de la región. Entre ellas se destacan principalmente los bajos ratios de créditos y de depósitos sobre PBI[4], ubicando a la Argentina como el país con los menores valores de penetración del sistema bancario en la economía. Si bien ponen en evidencia el magro desempeño y el estancamiento en los últimos años, también pueden ser interpretados desde otra perspectiva como una buena oportunidad de crecimiento del sistema bancario, con un potencial a futuro que supera ampliamente al del resto de los países de la región.



Fuente: BCRA, INDEC y FELABAN (Federación Latinoamericana de Bancos). Datos a Diciembre 2017

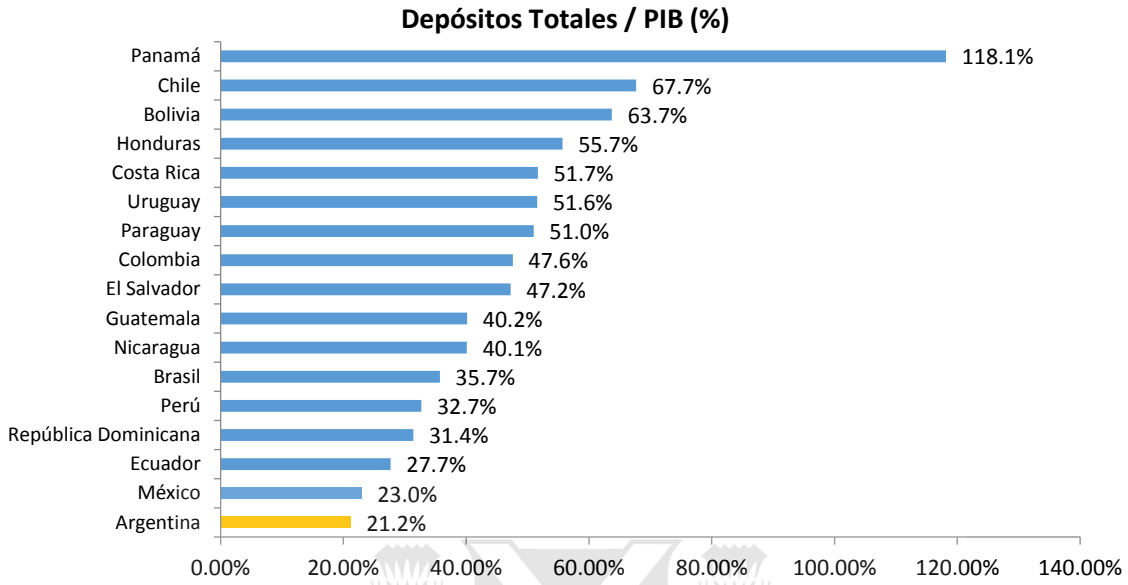
Al mes de Diciembre de 2017, Panamá (105.7%) y Chile (87%) presentan los ratios más altos de créditos sobre PBI, mientras otros socios comerciales como Uruguay y Brasil prácticamente duplican y triplican el ratio del Sistema Financiero Argentino, que en los últimos años se mantuvo oscilando entre el 13% y el 15% del PBI.



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

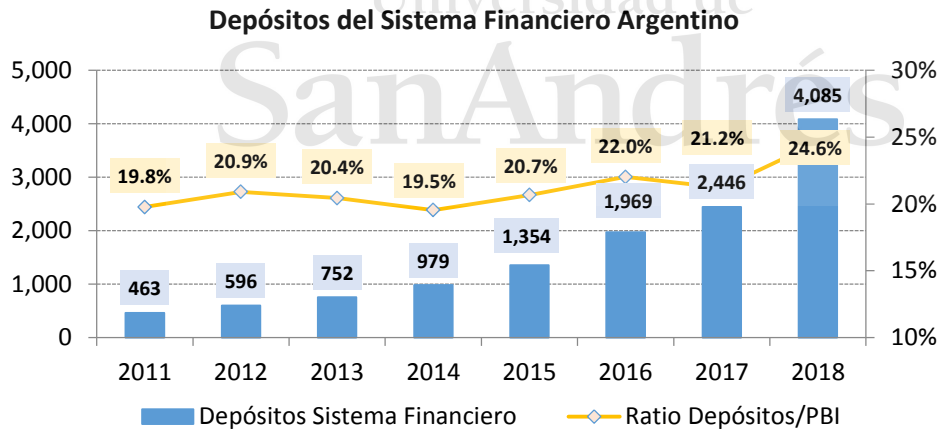
[4] Los datos correspondientes a Argentina fueron calculados utilizando la información de créditos y depósitos del BCRA y la evolución del PBI informada por el INDEC, para los restantes países se utilizaron los ratios calculados por FELABAN (Federación Latinoamericana de Bancos)

En el caso del ratio depósitos sobre PBI ocurre una situación similar, Panamá (118.1%), Chile (67.7%) y Bolivia (63.7) presentan los valores más elevados, mientras que el resto de los socios comerciales y países vecinos también superan a la Argentina.



Fuente: BCRA, INDEC y FELABAN (Federación Latinoamericana de Bancos). Datos a Diciembre 2017

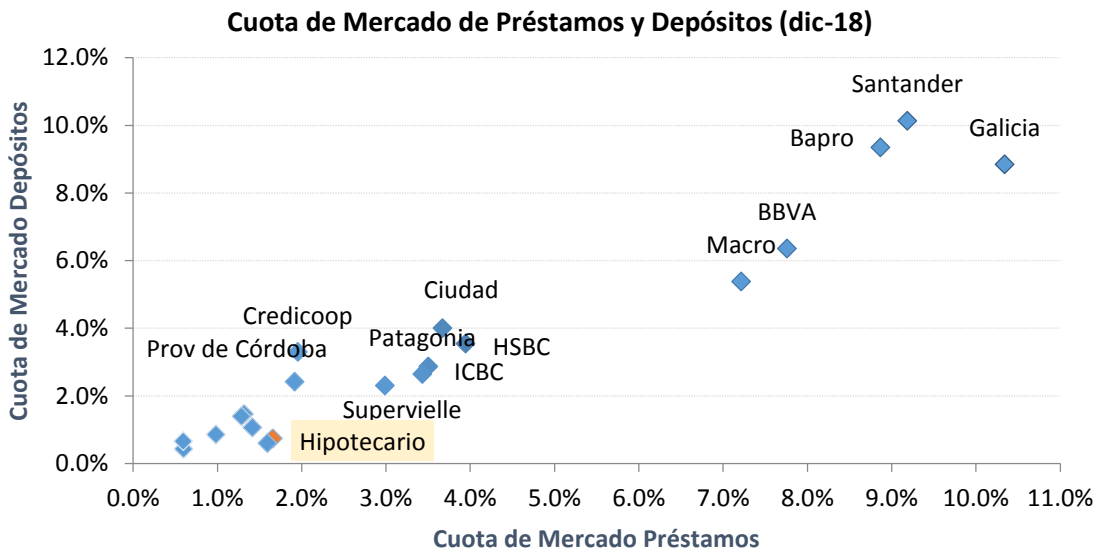
A diferencia de lo que ocurre con los créditos, el ratio de depósitos sobre PBI muestra un mayor crecimiento, focalizado principalmente en los años 2016 y 2018, en coincidencia con el Régimen de Sinceramiento Fiscal impulsado por el Gobierno Nacional en 2016 y la fuerte suba de las tasas de interés en 2018 con el objetivo de alentar las colocaciones en pesos. En el último año el ratio crece del 21.2% al 24.6% alcanzando el valor más alto en el período analizado.



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

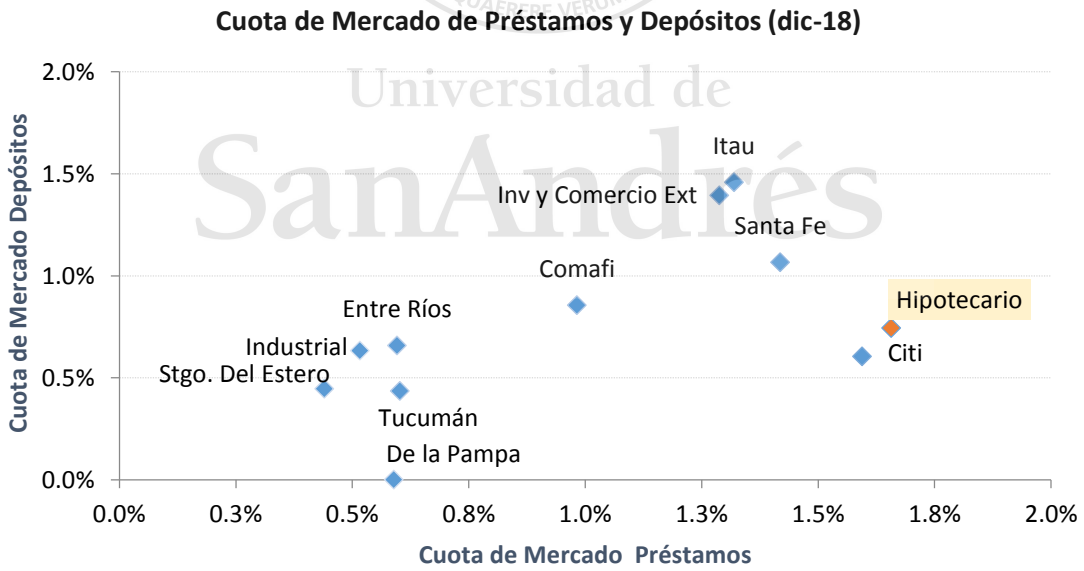
Otras de las características particulares del Sistema Financiero Argentino es el bajo ratio de concentración de préstamos y depósitos, junto a la gran cantidad de competidores en el mercado (76 participantes contemplando Bancos Comerciales, Caja de Crédito y Compañías Financieras).

Exceptuando al Banco Nación, líder absoluto que posee una cuota del mercado del 16.1% para préstamos y del 24.5% en depósitos, el resto de los bancos poseen una participación atomizada, en que ninguno de ellos actualmente se ubica por encima del 10.3% de participación.



Elaboración propia en base a información BCRA (dic-18)

En el gráfico se distingue un primer grupo de Bancos con mayor presencia conformado por Santander, Banco Provincia y Galicia, seguidos de cerca por el BBVA y Macro, mientras que más rezagados se ubica un tercer grupo del que forman parte 7 bancos entre los que se destacan ICBC, Patagonia y HSBC. Banco Hipotecario forma parte los bancos posicionados entre el 14° y el 19° lugar en el ranking de préstamos y depósitos del Sistema Financiero Argentino.



Elaboración propia en base a información BCRA (dic-18)

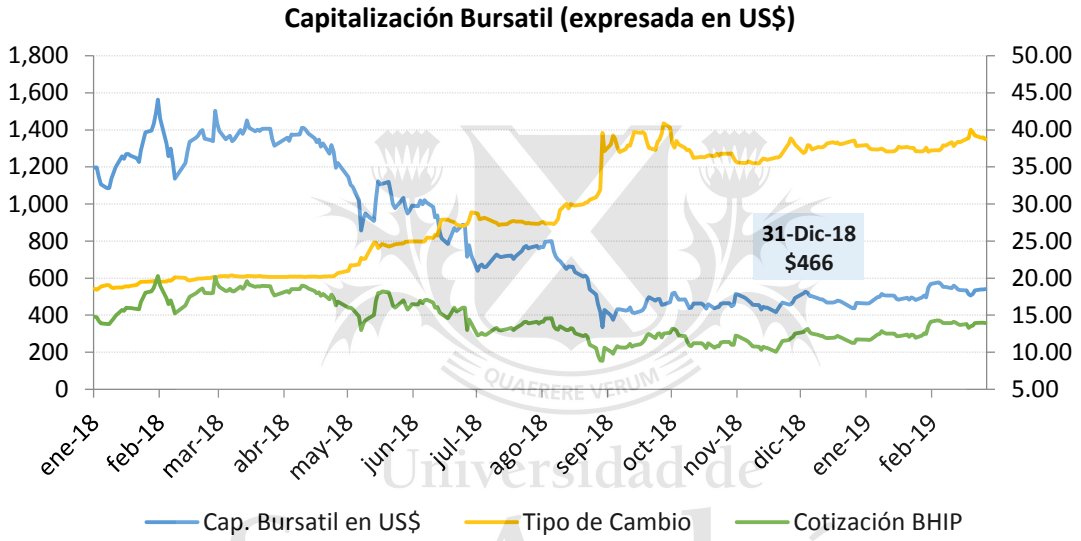
En términos de participación en el sistema financiero Banco Hipotecario alcanza una cuota de mercado del 1.7% y 0.7% en préstamos y depósitos respectivamente.

BANCO HIPOTECARIO

CAPITALIZACIÓN BURSATIL

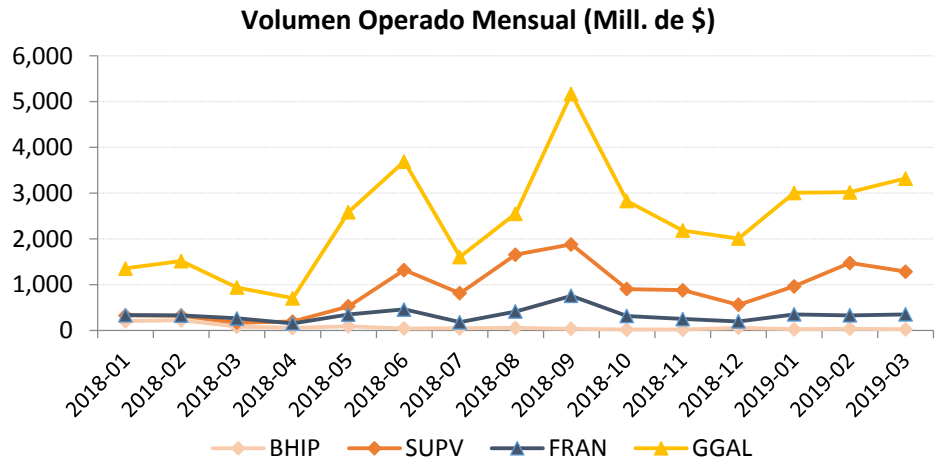
El Banco Hipotecario presenta al día 31 de Diciembre de 2018 una capitalización bursátil de US$ 466 millones de dólares (1.500 millones de acciones a una cotización bursátil de $11.75 pesos por acción, a un tipo de cambio promedio del BCRA de 37.8083). Dicho valor será utilizado como referencia a la hora de evaluar la razonabilidad de la valuación obtenida en el presente trabajo.

En el transcurso del último año, la capitalización bursátil expresada en dólares se ha visto afectada por tanto por la suba del tipo de cambio como por la baja de la cotización de la acción en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, pasando de un promedio de US$ 1.200 millones de dólares a principios de 2018 a US$ 460 millones de dólares en el último trimestre de 2018.



Fuente: Bolsar, BCRA

A la hora de analizar la capitalización bursátil del Banco Hipotecario se debe tener presente la falta de liquidez de la acción en su operatoria diaria en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Actualmente si bien la misma forma parte del panel general, no participa de índices como el Merval 25 que tiene en cuenta a la hora de seleccionar sus integrantes el número de operaciones realizadas y el volumen operado para la determinación del coeficiente de participación.



Fuente: web Invertir Online

Al comparar el volumen operado mensual del último año, se observa que el mismo es sensiblemente inferior al presentado por los diferentes bancos competidores que también cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, como Supervielle, BBVA y Galicia.

	Volumen BH / Volumen Bancos			Volumen Operado Mensual (Monto en millones de $)			
Período	SUPV	FRAN	GGAL	BHIP	SUPV	FRAN	GGAL
2018-01	61%	60%	15%	$199	$327	$333	$1,354
2018-02	68%	67%	14%	$219	$321	$327	$1,514
2018-03	49%	31%	9%	$82	$167	$262	$938
2018-04	27%	33%	7%	$51	$191	$156	$704
2018-05	18%	27%	4%	$93	$525	$347	$2,586
2018-06	3%	9%	1%	$41	$1,320	$458	$3,691
2018-07	6%	26%	3%	$45	$812	$177	$1,607
2018-08	3%	13%	2%	$52	$1,654	$414	$2,549
2018-09	2%	5%	1%	$35	$1,879	$754	$5,167
2018-10	2%	6%	1%	$19	$903	$315	$2,827
2018-11	2%	7%	1%	$17	$880	$249	$2,185
2018-12	10%	28%	3%	$56	$561	$196	$2,008
2019-01	3%	7%	1%	$25	$964	$350	$3,005
2019-02	2%	10%	1%	$34	$1,473	$328	$3,018
2019-03	2%	7%	1%	$24	$1,285	$350	$3,318

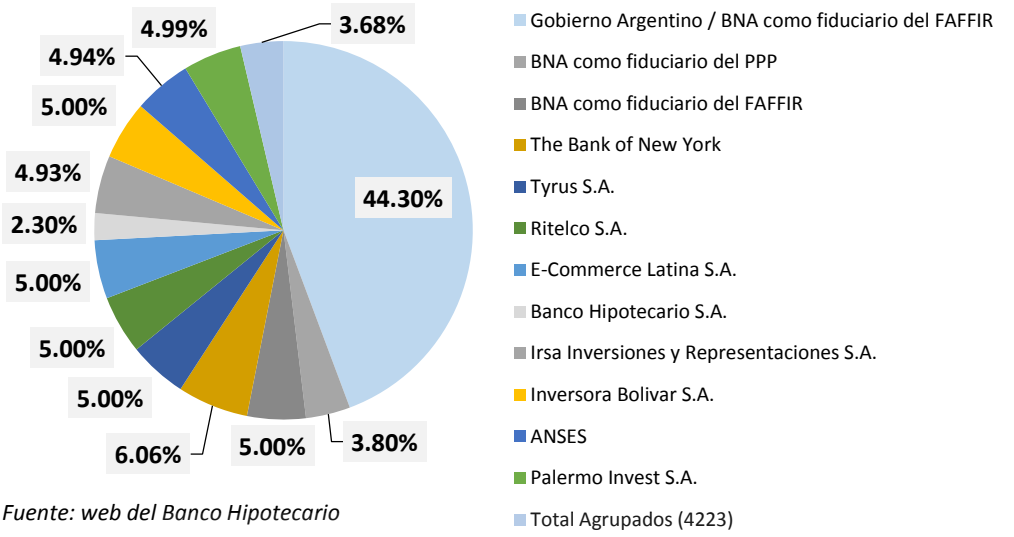
Fuente: web Invertir Online

A partir de la información analizada, se puede suponer que debido a la falta de liquidez y el bajo floating de la acción, la capitalización bursátil puede no representar una adecuada medida de aproximación al valor total de la empresa.

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

El Banco posee al mes de Diciembre de 2018 un Patrimonio Neto total de $9.799 millones de pesos, cuya composición accionaria se encuentra encabezada por el Gobierno Nacional y por fideicomisos con participación del Banco Nación, que alcanzan una participación total del

53.1%. El restante 46.9% se encuentra distribuido entre entidades públicas y privadas entre las cuales se destacan The Bank of New York (6.06%), IRSA (4.93%) y ANSES (4.94%).



Fuente: web del Banco Hipotecario

Accionista	Acciones	% del Capital
Gobierno Argentino / BNA como fiduciario del FAFFIR	664,526,141	44.30%
BNA como fiduciario del PPP	57,009,279	3.80%
BNA como fiduciario del FAFFIR	75,000,000	5.00%
The Bank of New York	90,905,000	6.06%
Tyrus S.A.	75,000,000	5.00%
Ritelco S.A.	75,000,000	5.00%
E-Commerce Latina S.A.	75,000,000	5.00%
Banco Hipotecario S.A.	34,644,161	2.30%
Irsa Inversiones y Representaciones S.A.	73,939,835	4.93%
Inversora Bolivar S.A.	74,945,000	5.00%
ANSES	74,037,265	4.94%
Palermo Invest S.A.	74,804,237	4.99%
Total Agrupados (4223)	55,386,329	3.68%
Total	**1,500,000,000**	**100.00%**

Fuente: web del Banco Hipotecario

A lo largo de su historia, el Banco Hipotecario ha pasado por diferentes etapas, desde su fundación en el año 1896 bajo la presidencia de Julio Argentino Roca inicio sus actividades como una entidad estatal con el objetivo de facilitar y fomentar el otorgamiento de préstamos para la adquisición de viviendas y contribuir con el Estado Nacional brindando soluciones a la problemática de déficit habitacional. El auge y la expansión de sus actividades ocurrió principalmente entre los años 1945 y 1955 durante los planes quinquenales bajo la presidencia de Perón, sin embargo entre los años 1983 y 1987 entró en crisis y estuvo cerca de detener sus actividades, situación que terminó derivando en la privatización del Banco en 1997 que finalmente pasó a organizarse como una Sociedad Anónima consolidándose como un banco comercial y abandonando lentamente su función social original.

RESULTADOS, RENTABILIDAD E INDICADORES

A continuación se realiza un resumen de los resultados y principales indicadores del Banco Hipotecario desde el año 2011 en adelante:

Balance EERR de "Gestión" en Pesos									
BANCO HIPOTECARIO	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018	
Ingresos Financieros	1,380	1,864	2,802	4,810	6,416	7,888	9,694	17,448	
Intereses por Préstamos	917	1,437	2,141	3,614	4,561	5,830	7,171	10,485	60%
Intereses por Títulos/FF/ON	400	381	627	1,154	1,825	2,021	2,386	6,109	35%
Ajustes	26	16	8	17	7	17	118	839	5%
Otros Ingresos	37	30	26	24	23	20	18	15	0%
Egresos Financieros	782	1,029	1,506	2,806	3,823	5,817	6,289	13,083	
Intereses por Ctas Vista	1	1	2	2	3	3	127	1,025	8%
Intereses por PF	470	587	837	1,666	2,309	3,350	2,177	3,474	27%
Intereses por ON / Otros Dep	157	183	309	536	729	1,442	2,707	5,493	42%
Ajustes	0	0	0	0	0	9	180	1,030	8%
Otros Egresos	153	257	359	602	782	1,013	1,098	2,053	16%
Cargos por Incobrabilidad	59	103	160	255	261	324	477	1,005	
Margen Financiero	539	733	1,136	1,749	2,331	1,747	2,928	3,361	
Ingresos por Servicios	512	654	829	1,200	1,750	2,242	3,272	3,738	
Egresos por Servicios	159	203	318	432	679	841	1,326	1,288	
Gastos de Administración	752	954	1,295	1,986	2,776	3,515	4,187	4,850	
Gastos al Personal	455	585	800	1,191	1,671	2,050	2,490	2,956	61%
Resto de Gastos	297	369	495	795	1,105	1,465	1,697	1,895	39%
Resultado Operativo	141	230	352	532	626	-367	688	961	
Utilidades Diversas	298	288	341	500	1,105	1,396	1,510	2,004	
Participaciones	126	142	222	320	716	1,038	1,135	1,204	60%
Otras Utilidades	172	147	120	180	389	358	375	800	40%
Pérdidas Diversas	187	174	196	274	401	414	605	764	
Resultado Filiales en el exterior	0	0	0	0	0	0	0	0	
Resultado antes IIGG	252	344	498	758	1,330	615	1,593	2,200	
Impuesto a las Ganancias	0	0	77	208	244	0	0	149	
Resultado Neto	252	344	421	550	1,086	615	1,593	2,051	
ROE	8.5%	10.9%	12.3%	13.3%	23.4%	10.8%	24.3%	24.1%	
ROA	2.3%	2.7%	2.5%	2.3%	3.6%	1.6%	3.3%	2.9%	
P/E	8.8	5.6	6.3	11.9	7.8	15.1	12.8	8.6	
EPS	0.2	0.2	0.3	0.4	0.7	0.4	1.1	1.4	
Margen por Servicios / Gastos	47%	47%	39%	39%	39%	40%	46%	51%	
Capitalización Bursátil (Mill de $)	2,220	1,920	2,670	6,525	8,475	9,270	20,400	17,625	
Cotización de la acción	1.48	1.28	1.78	4.35	5.65	6.18	13.60	11.75	
Cant Acciones (Mill)	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	
Dividendos (Mill de $)		102	31		43			200	

Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA, Bolsar y Yahoo Finance

A partir de la evolución del balance y de los principales ratios en los últimos años se pueden destacar los siguientes puntos:

- Los intereses por préstamos constituyen la principal fuente de ingresos del Banco seguidos por los títulos públicos
- El 50% de los egresos financieros puede asociarse a la emisión de obligaciones negociables como principal fuente de financiamiento (considerando tanto los intereses

como los ajustes vinculados a emisiones en UVA), relegando a un segundo lugar a los intereses por depósitos (35% entre plazo fijo y cuentas vista)

- A partir de 2016 se observa una mejora en el ratio de margen por servicios respecto a los gastos de administración por el menor crecimiento de los egresos
- Los gastos al personal con el 61% constituyen el principal componente de los gastos de administración
- Los ingresos por participaciones en otras sociedades superan los egresos totales por pérdidas diversas
- El impuesto a las ganancias contribuyó fuertemente a que los resultados presentados fueran superiores. El documento de disciplina de mercado del Banco Hipotecario informa un saldo a favor por impuestos diferidos de $1,000 millones de pesos vigente al 31 de diciembre de 2018.
- En los últimos 8 años se realizaron pagos de dividendos por un total de $376 millones de pesos (3.8% del patrimonio neto actual)
- El ROE y el ROA son sensiblemente inferiores al promedio del sistema financiero
- Se observa una mejora en los últimos 2 años del ratio EPS (ganancias por acción)

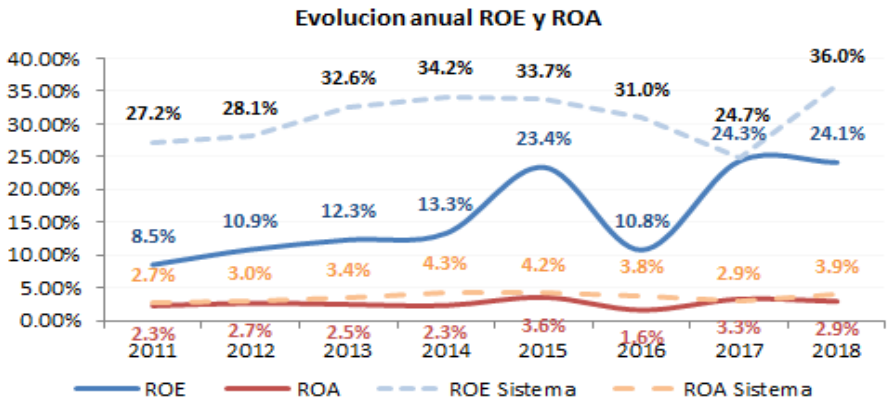
A los efectos de establecer una medida de comparación se evalúa al Banco Hipotecario frente al sistema financiero, al top-10 de bancos privados y a la totalidad de bancos privados en el sistema.

El rendimiento del Banco Hipotecario medido a través de los indicadores de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) y rentabilidad sobre el activo (ROA) se ubican por debajo del promedio del sistema financiero, del total de bancos privados y del top 10 de bancos privados.

	Hipotecario	Sistema Financiero	TOP 10 Bancos Privados	Total de Bancos Privados
ROE (%)	24,12	35,98	50,29	37,33
ROA (%)	2,93	3,93	7,44	4,39

Fuente: BCRA, Datos a Diciembre 2018

Durante prácticamente la totalidad del período analizado, el ROE y el ROA de Banco Hipotecario se ubicaron por debajo del promedio del sistema financiero.



Fuente: BCRA

El grado de apalancamiento es de 6.98 veces el patrimonio neto, superando el promedio del Top 10 de bancos privados, pero ubicándose debajo del sistema financiero y del total de bancos privados.

	Hipotecario	Sistema Financiero	TOP 10 Bancos Privados	Total de Bancos Privados
Apalancamiento	6,98	8,51	5,82	7,82

Las tasas implícitas sobre las carteras totales de préstamos y de depósitos muestran que los productos activos del Banco Hipotecario poseen un rendimiento que supera la media del sistema, mientras que por otra parte el costo de fondeo es superior por la mayor proporción de depósitos a plazo fijo que encarece el financiamiento respecto al total de depósitos.

	Hipotecario	Sistema Financiero	TOP 10 Bancos Privados	Total de Bancos Privados
Tasa Implicita Préstamos Totales (%)	28,09	23,66	33,60	25,76
Tasa Implicita Depósitos Totales (%)	18,65	12,33	8,20	10,77

La índices de cartera irregular (en situación 3 o mayor) son superiores al total de bancos privados, mientras que presenta un menor ratio de cobertura (previsiones sobre cartera irregular).

	Hipotecario	Sistema Financiero	TOP 10 Bancos Privados	Total de Bancos Privados
Cartera Irregular (S. Privado)	3,80	2,97	3,08	3,00
Previsiones sobre Cartera Irregular	73,52	120,20	97,36	105,58
Cartera Irregular / Total de Financiaciones	3,76	2,82	2,92	2,89
Cargos por Incobrabilidad / Activo (%)	1,43	1,33	1,54	1,55

Respecto de la eficiencia, se presentan dos situaciones diferentes, por un lado el índice de eficiencia[5] (absorción de gastos con volumen de negocio) es peor a la media del sistema, mientras que por otro lado el ratio de cobertura de gastos con comisiones netas muestra un mejor desempeño que el resto de los bancos.

	Hipotecario	Sistema Financiero	TOP 10 Bancos Privados	Total de Bancos Privados
Comisiones Netas / Gastos De Adm	50.2%	30.8%	37.7%	36.5%
Gastos en Personal / Gastos de Adm	57,41	53,33	51,44	48,93
Absorción de Gastos con Vol de Negocio	7,13	4,46	6,80	4,88

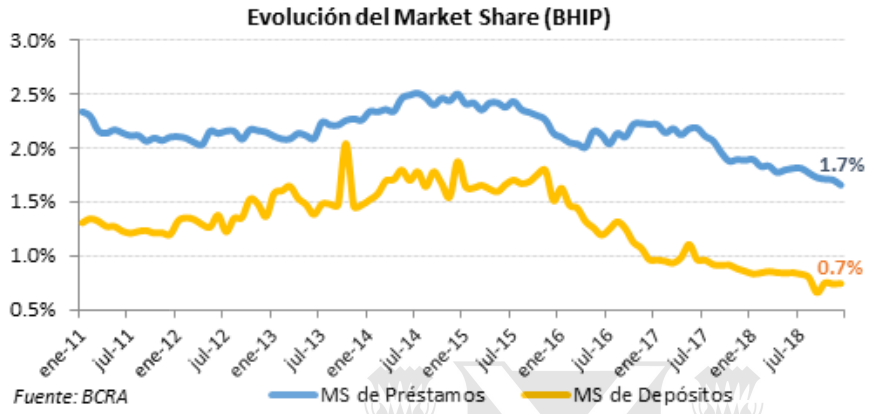
A partir del análisis realizado, se puede concluir que en los últimos años el desempeño del Banco Hipotecario se ha ubicado por debajo del promedio del sistema financiero en su conjunto, pudiendo sintetizarse de la siguiente manera:

- Menores ratios de rentabilidad durante prácticamente la totalidad del período analizado (ROE y ROA)
- Peores índices de cobertura y de cartera irregular
- Mayor costo de captación de los depósitos

[5] Absorción de Gastos con volumen de negocios: total de Flujo de Gastos de Administración / [ingresos financieros – Egresos financieros + Ingresos por servicios – egresos por servicios]

CUOTA DE MERCADO

Las carteras de préstamos y depósitos alcanzan al mes de diciembre de 2018 el total de $37.763 y $30.402 millones de pesos respectivamente, en términos de participación en el sistema financiero representa una cuota de mercado del 1.7% y 0.7%. Al analizar la evolución en los últimos años se observa una tendencia a la baja que se inicia a principios del año 2016 con mayor impacto en depósitos que en préstamos, luego de haber alcanzado los valores máximos entre fines de 2013 y 2014.



Al analizar la apertura de la cuota de mercado de préstamos, se observa que los productos del Banco Hipotecario con mayor penetración en el mercado son Otros Préstamos (7.2%), Tarjetas de Crédito (3.5%), Préstamos Personales (1.7%) e Hipotecarios (2.1%). En este último caso, la tendencia en el producto emblema del banco es claramente descendente, la participación se reduce pasando de representar un 6% del mercado en el año 2011 hasta llegar al 2.1% a finales de 2018. Se puede mencionar que la situación actual tiene una fuerte vinculación con el auge del mercado de préstamos ajustables por UVA que en los años 2016 y 2017 incrementaron fuertemente las colocaciones, propiciando una mayor competencia entre bancos comerciales que hasta ese momento no participaban activamente en ese mercado. Por otra parte, el resto de las líneas se ubican por debajo del 0.6%, con presencia prácticamente marginal en préstamos al sector público, prendarios y documentos.

MARKET SHARE	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	dic 2018
Préstamos + Leasing	**2.1%**	**2.1%**	**2.2%**	**2.5%**	**2.1%**	**2.2%**	**1.9%**	**1.6%**
Préstamos	**2.1%**	**2.1%**	**2.3%**	**2.5%**	**2.1%**	**2.2%**	**1.9%**	**1.7%**
Sector Público	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.1%
Sector Financiero	2.7%	6.0%	5.2%	2.8%	1.2%	2.0%	1.0%	0.6%
Sector Privado	2.3%	2.2%	2.4%	2.7%	2.3%	2.3%	1.9%	1.7%
Adelantos	2.1%	2.3%	1.6%	1.8%	0.6%	0.3%	1.0%	0.4%
Documentos	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1%	0.2%	0.2%	0.0%
Hipotecarios	6.0%	5.1%	4.9%	4.8%	4.6%	4.3%	2.5%	2.1%
Prendarios	0.1%	0.2%	0.1%	0.1%	0.7%	0.8%	0.0%	0.0%
Personales	1.4%	1.6%	1.9%	2.0%	1.8%	2.0%	1.8%	1.7%
Tarjetas	4.4%	4.3%	4.7%	5.2%	4.6%	4.7%	4.1%	3.5%
Otros Préstamos	5.5%	4.3%	5.1%	6.6%	5.6%	6.4%	6.3%	7.2%
Prefinanciaciones	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Leasing	**0.0%**	**0.2%**	**0.6%**	**1.0%**	**1.0%**	**1.1%**	**0.8%**	**0.6%**

Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

La cuota de mercado de los depósitos presenta una tendencia descendente que se refleja en los depósitos del sector público y en los plazos fijos del sector privado. En términos de relevancia, plazo fijo (1.2%) y cuentas corrientes del sector privado (0.9%) son los productos con los mayores porcentajes de participación.

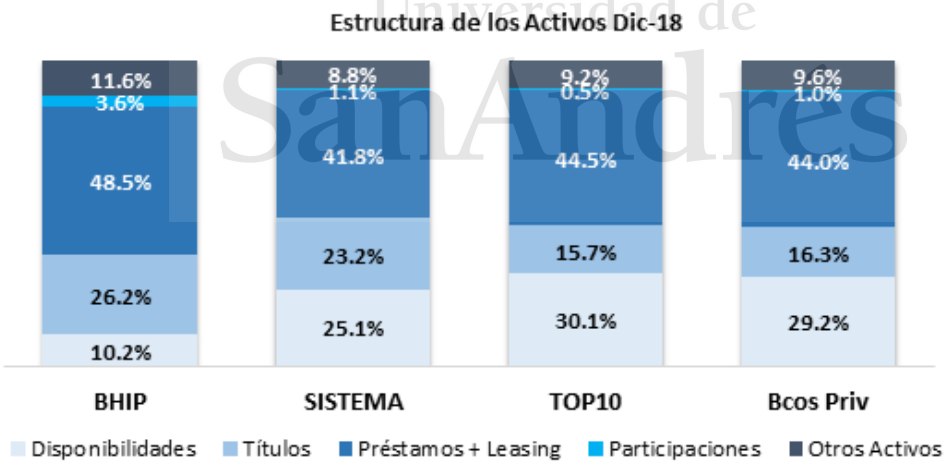
MARKET SHARE	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018
Depósitos	**1.2%**	**1.4%**	**1.5%**	**1.9%**	**1.5%**	**1.0%**	**0.9%**	**0.7%**
Sector Público	1.8%	1.8%	2.0%	3.5%	2.3%	0.6%	0.5%	0.3%
Sector Financiero	1.1%	0.9%	0.9%	0.9%	0.5%	0.2%	2.7%	0.8%
Sector Privado	1.0%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%	1.1%	0.9%	0.8%
Cuenta corriente	0.2%	0.6%	0.6%	0.5%	0.3%	0.3%	0.7%	0.9%
Caja de Ahorros	0.5%	0.6%	1.0%	1.2%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%
Plazo Fijo	1.7%	1.9%	1.8%	1.8%	2.0%	2.0%	1.5%	1.2%
Otros Depósitos	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%	0.2%	0.4%	0.3%

Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

ESTRUCTURA DE ACTIVOS Y PASIVOS

La estructura de balance y la composición de activos y pasivos se detallan a partir de la información publicada por el BCRA (últimos estados contables disponibles a Diciembre de 2018). A los efectos de establecer una medida de comparación se evalúa al Banco Hipotecario frente al sistema financiero, al top-10 de bancos privados y a la totalidad de bancos privados en el sistema.

Los activos y pasivos totales alcanzan los $78.190 y $68.391 millones de pesos respectivamente, contando con un Patrimonio Neto de $9.799 millones.



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA (dic-18)

Respecto a los activos, las principales diferencias se encuentran en las carteras de activos rentables (préstamos y títulos públicos), que en términos porcentuales superan al promedio del sistema financiero y a los bancos privados (totales y top-10).

En primera instancia parece ser más eficiente al operar con una menor proporción de disponibilidades que sus competidores, aunque se debe tener en cuenta que puede tratarse de una situación estacional, ya que los balances se presentan en saldos de cierre de fin de mes, mientras que la integración de efectivo mínimo se realiza mediante saldos promedio

mensuales. Asimismo, la fuerte presencia de obligaciones negociables como fuente de financiamiento permite reducir en parte la integración debido a que los porcentajes de exigencia requeridos por el regulador (BCRA) son menores durante las primeras etapas y se incrementan gradualmente conforme se acerca el vencimiento de la emisión.

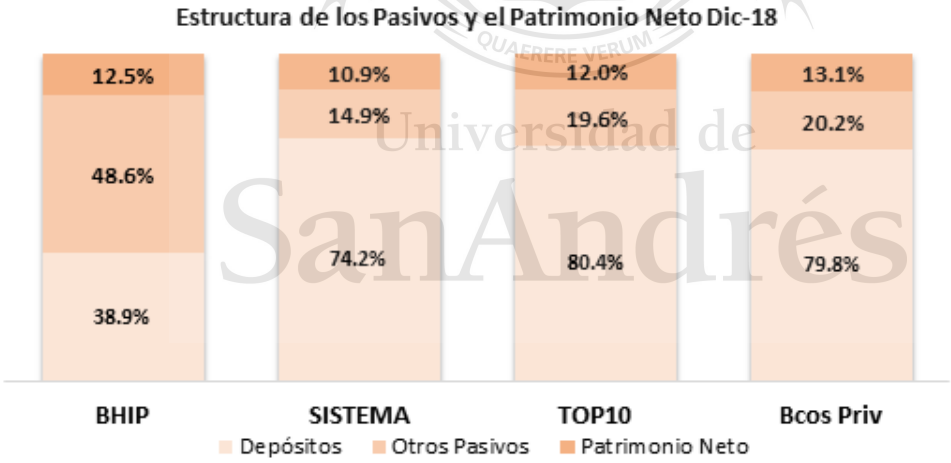
Las participaciones en otras sociedades[6] (3.6%) son levemente superiores a sus competidores, entre las compañías se encuentran:

- Tarshop (80%)
- BHN Sociedad de Inversión (99.9%)
- BH Valores (95%)
- BACS (62.27)

El 15 de Noviembre de 2018, Banco Hipotecario informó a la Comisión Nacional de Valores (CNV) la adquisición del 20% restante de Tarshop, con lo que la participación asciende al 100%.

Respecto a la composición de los pasivos, la estructura de financiamiento difiere fuertemente de los promedios del sistema financiero y los bancos privados, con una mayor proporción de otros pasivos (48.6%) y un menor promedio de depósitos (38.9%). El 72% de los otros pasivos corresponden a emisiones de obligaciones negociables por lo que se puede concluir que el Banco Hipotecario se financia en un 50% con depósitos y el 50% restante con obligaciones.

El Patrimonio Neto (12.5%) presenta valores similares al TOP-10 (12.0%) y al promedio de Bancos Privados (13.1%).

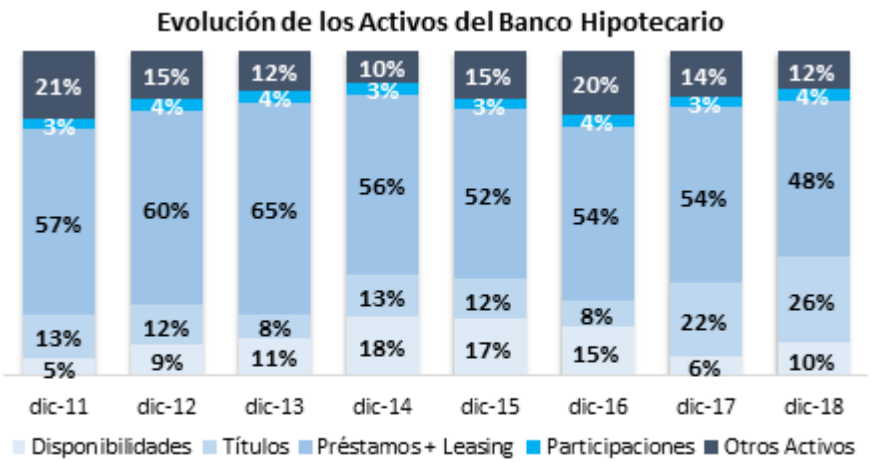


Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA (dic-18)

EVOLUCION DE LA COMPOSICIÓN DE ACTIVOS Y PASIVOS

En los últimos años no se han producido grandes variaciones ni cambios en la estructura de los activos del Banco Hipotecario, el principal rubro corresponde a préstamos que concentra el 48% del total, seguido por títulos (26%) que en los últimos 2 años incremento su participación respecto a disponibilidades y otros activos, en parte impulsado por los cambios en el Régimen de Efectivo Mínimo del BCRA que permite realizar parte de la integración en pesos con títulos públicos (encaje remunerado con los bonos TN20 y Letras de Liquidación del BCRA).

[6] Las Empresas y los porcentajes de participación fueron obtenidos de la Memoria Anual del Banco Hipotecario.

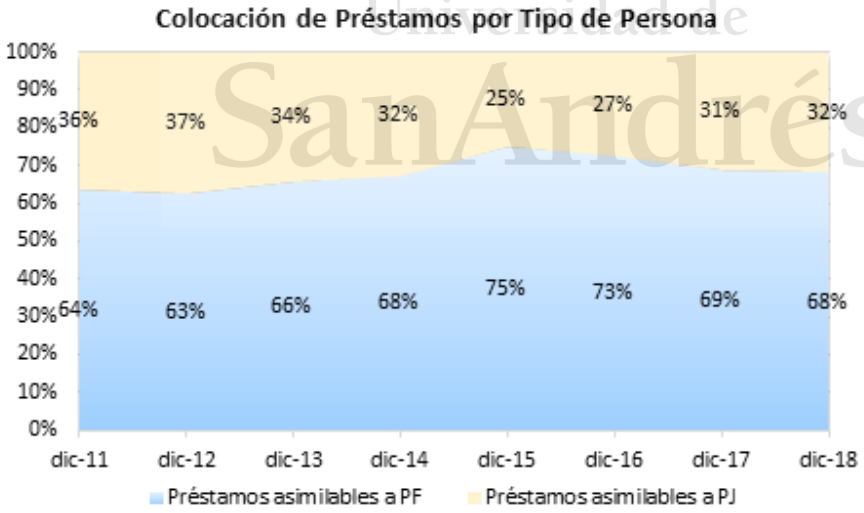


Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

A los efectos de analizar la composición de la cartera de préstamos se ha procedido a segmentar la misma en función del tipo de persona (física o jurídica) a quien se encuentran dirigidas:

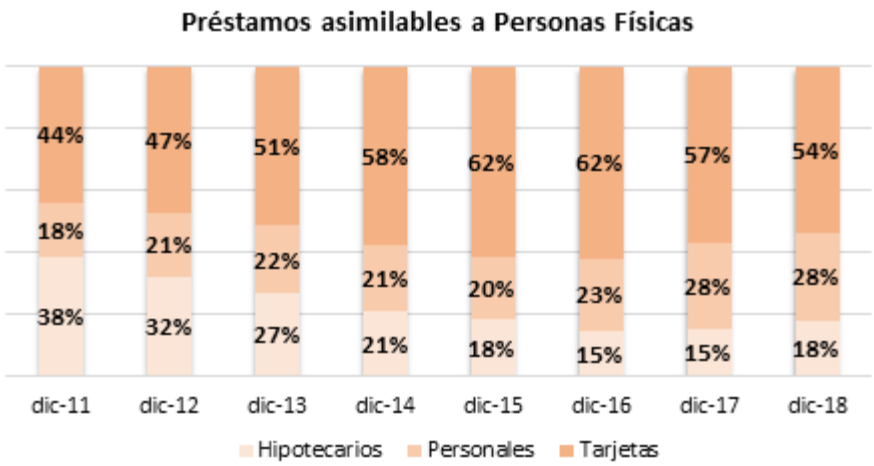
- Préstamos asimilables a personas físicas: Hipotecarios, Tarjetas de Crédito y Préstamos Personales
- Préstamos asimilables a personas jurídicas: Adelantos, Documentos, Otros Préstamos, Leasing, Sector Público y Sector Financiero

La mayor parte de las colocaciones están destinadas a personas físicas con el 68% del total, mientras que el 32% restante corresponde a personas jurídicas, que ha incrementado su participación desde el año 2015 (25%) en adelante.



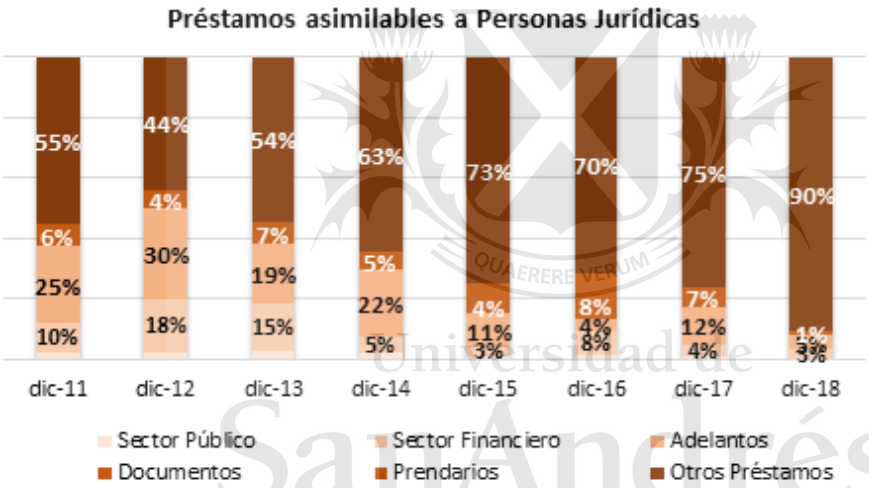
Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Dentro de los préstamos a personas físicas, tarjetas de crédito (54%) y préstamos personales (28%) encabezan las colocaciones, mientras que los préstamos hipotecarios vieron reducida su participación disminuyendo del 38% en 2011 al 18% en 2018.



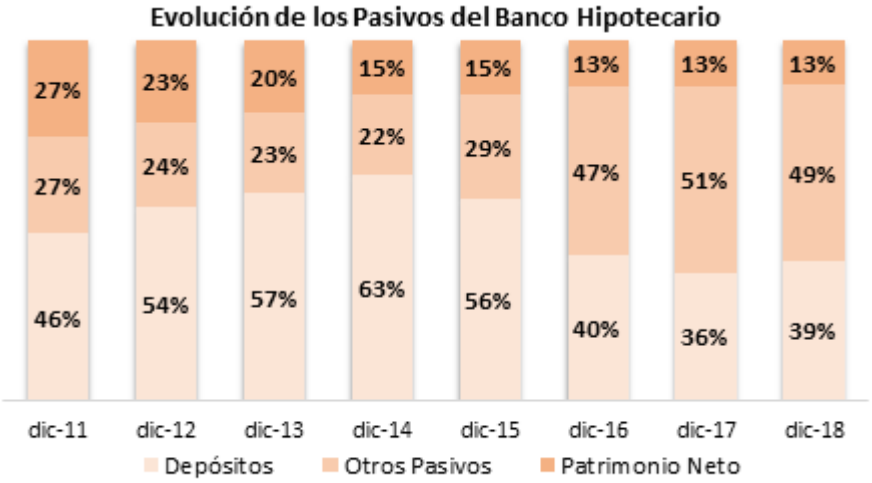
Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Dentro de los préstamos a personas jurídicas, se destaca la mayor participación de otros préstamos que prácticamente concentra las colocaciones alcanzando el 90% del total, seguido por adelantos con el 5%. La tendencia ascendente se intensifica en los últimos años.



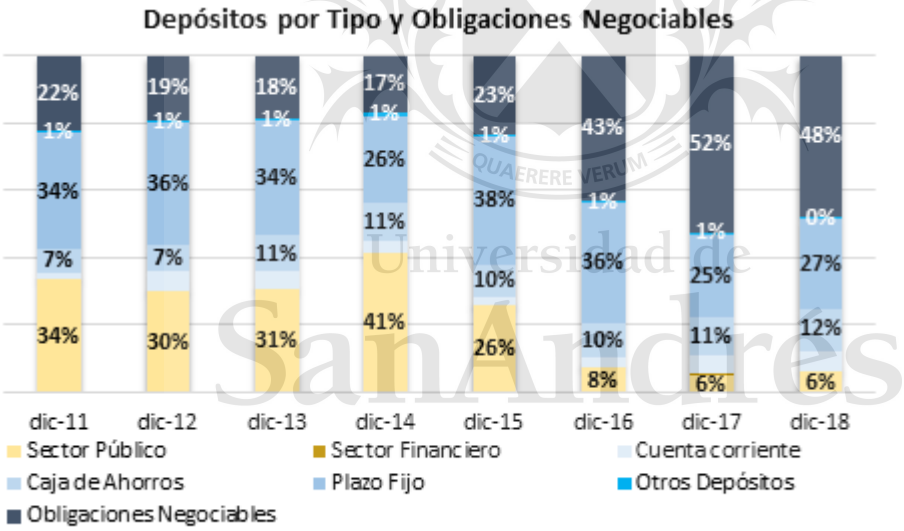
Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Por otra parte, la composición de los pasivos se vio modificada sustancialmente en los últimos años a partir del mayor financiamiento mediante la emisión de obligaciones negociables, que se ven reflejados en las líneas de otros pasivos que pasan del 27% en 2011 al 49% en 2018.



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

En la apertura por tipo de depósito, las obligaciones negociables constituyen la principal fuente de financiamiento creciendo del 22% al 48% en 2018, seguidas por los depósitos a plazo fijo (27%) y en caja de ahorros (12%). El producto con mayor descenso en la participación son los depósitos del sector público que pasan de representar un tercio del financiamiento en 2011 al 6% en 2018.



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Al cierre del mes de diciembre de 2018, las obligaciones negociables emitidas alcanzan un total de $27.329 millones de pesos, a continuación se detallan las emisiones por tipo de moneda y características:

Emisiones Locales					
PESOS					
XXXV	224,698,000	10-feb-16	36 meses	B + 499 bps	10-feb-19
XXXIX	262,350,000	18-ago-16	36 meses	B + 349 bps	18-ago-19
XLII	627,638,000	20-feb-17	36 meses	b + 320 bps	20-feb-20
XLV	57,121,000	08-may-17	36 meses	b + 298 bps	08-may-20
XLVI	412,054,000	09-ago-17	18 meses	Piso 3M 26,75% /b + 425 bps	09-feb-19
XLIX	521,873,000	14-feb-18	24 meses	B + 360 bps	14-feb-20
UVA					
XLIII	53,421,770	08-may-17	36 meses	2,75%	08-may-20
L	23,239,373	14-feb-18	48 meses	4,9%	14-feb-22
DOLARES					
XLVII	$ 6,233,000.00	09-ago-17	24 meses	4,00%	09-ago-19

Emisiones Internacionales				
PESOS				
XL	4,012,676,000	B + 250 bps / Piso 18%	12-Jul-19 / 12-Oct-19 / 12-Ene-20	
XLVIII	6,596,626,000	B + 400 bps / Piso 17%	07-May-22 / 07-Ago-22 / 07-Nov-22	
DOLARES				
XXIX	334,054,000	USD	9,75%	30/11/2020

Fuente: web del Banco Hipotecario

Las emisiones en pesos emitidas tanto local como internacionalmente pagan un interés correspondiente a Badlar más un spread promedio de 3.48%, mientras que las restantes emisiones devengan UVA más un 3% de interés y un 9.64% para las colocaciones en dólares.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

VALUACION DEL BANCO HIPOTECARIO POR FLUJO DE FONDOS

BALANCES PARA GESTIÓN

Con el objetivo de facilitar la estimación de los flujos de fondos libres para los accionistas, se realizaron adaptaciones sobre los estados contables del Banco Hipotecario generando un nuevo balance de "gestión" que será utilizado como base para las proyecciones.

Balance ESP de "Gestión" en Pesos								
BANCO HIPOTECARIO	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018
Activo	11,963	15,191	19,283	29,336	36,637	47,143	58,975	78,190
Disponibilidades	**685**	**1,487**	**2,302**	**5,513**	**6,625**	**7,441**	**3,940**	**8,490**
Efectivo	330	502	810	1,178	834	1,767	1,097	3,242
Integración (Efect. Mínimo)	354	985	1,492	4,335	5,791	5,674	2,843	5,248
Títulos Públicos y Privados	**1,603**	**1,873**	**1,448**	**3,736**	**4,480**	**3,676**	**13,171**	**20,507**
Préstamos + Leasing	**6,829**	**9,120**	**12,504**	**16,346**	**19,161**	**25,380**	**32,070**	**37,889**
Pmos asimilables a PF	4,399	5,775	8,264	11,074	14,379	18,514	22,263	26,198
Pmos asimilables a PJ	2,512	3,456	4,356	5,421	4,918	7,075	10,131	12,259
Int Dev a cobrar / Aj NIIF	73	82	128	192	240	258	287	582
Previsiones	-155	-193	-245	-340	-376	-467	-611	-1,150
Participaciones	**410**	**571**	**798**	**992**	**1,230**	**1,665**	**2,000**	**2,801**
Otros Activos	**2,436**	**2,140**	**2,230**	**2,749**	**5,142**	**8,981**	**7,793**	**8,502**
Pasivo	8,750	11,735	15,436	24,939	31,197	41,087	51,325	68,391
Depósitos	**5,544**	**8,135**	**11,076**	**18,361**	**20,487**	**19,044**	**21,006**	**30,402**
Sector Público	**2,378**	**2,991**	**4,143**	**9,101**	**6,820**	**2,537**	**2,399**	**3,625**
Sector Financiero	**12**	**9**	**10**	**15**	**9**	**10**	**163**	**102**
Sector Privado	**3,155**	**5,135**	**6,923**	**9,245**	**13,658**	**16,497**	**18,444**	**26,675**
Cuenta corriente	*131*	*608*	*704*	*774*	*670*	*937*	*2,222*	*3,560*
Caja de Ahorros	*506*	*744*	*1,448*	*2,485*	*2,525*	*3,330*	*4,996*	*7,085*
Plazo Fijo	*2,427*	*3,624*	*4,572*	*5,698*	*10,089*	*11,628*	*10,733*	*15,155*
Otros Depósitos	*65*	*102*	*127*	*156*	*172*	*318*	*291*	*277*
Int y Dif Cot deveng a pagar	*25*	*57*	*72*	*132*	*201*	*285*	*202*	*598*
Obligaciones Negociables	**1,555**	**1,872**	**2,480**	**3,702**	**6,086**	**13,972**	**22,697**	**27,329**
Otras financiaciones	**1,651**	**1,728**	**1,880**	**2,876**	**4,624**	**8,071**	**7,622**	**10,660**
Patrimonio Neto	3,212	3,456	3,847	4,397	5,441	6,056	7,650	9,799
Resultado del Ejercicio	252	344	421	550	1,086	615	1,593	2,051

Modificaciones a los estados contables:

- Disponibilidades: se realizó la apertura del rubro en 2 grupos, por un lado el efectivo "operativo" que el Banco necesita para operar diariamente en sus sucursales y por el otro las cuentas que corresponden a la integración realizada para cumplir con el régimen de efectivo mínimo, a las cuales se adicionaron las cuentas de garantía en el BCRA (contabilizadas en el rubro O.C.I.F) que también forman parte de la integración.
- Préstamos: se incorporaron los saldos correspondientes a Leasing (que se contabilizan en el rubro créditos por arrendamientos financieros) y se agruparon los productos de acuerdo al tipo de persona (física o jurídica) al que se encuentran dirigidos. Los saldos

Universidad de San Andrés

correspondientes a intereses devengados a cobrar, intereses documentados, ajustes NIIF y cargos no aplicados fueron agrupados en una única línea.

- Otros Activos: incluye O.C.I.F. (excepto las cuentas de garantías en el BCRA), créditos diversos, bienes de uso, bienes diversos, bienes intangibles y partidas pendientes de imputación
- Obligaciones Negociables: contiene los saldos vinculados a obligaciones negociables (con y sin oferta pública) comprendidas en los rubros O.O.I.F. y Obligaciones Subordinadas
- Otras Financiaciones: incluye O.O.I.F. (excepto las obligaciones negociables), obligaciones diversas, previsiones y partidas pendientes de imputación

Balance EERR de "Gestión" en Pesos

BANCO HIPOTECARIO	Dic 2011	Dic 2012	Dic 2013	Dic 2014	Dic 2015	Dic 2016	Dic 2017	Dic 2018
Ingresos Financieros	1,380	1,864	2,802	4,810	6,416	7,888	9,694	17,448
Intereses por Préstamos	**917**	**1,437**	**2,141**	**3,614**	**4,561**	**5,830**	**7,171**	**10,485**
Intereses por Préstamos a PF	484	681	990	1,673	2,313	3,197	3,591	8,224
Intereses por Préstamos a PJ	434	756	1,151	1,942	2,248	2,633	3,580	2,261
Intereses por Títulos/FF/ON	**400**	**381**	**627**	**1,154**	**1,825**	**2,021**	**2,386**	**6,109**
Ajustes	**26**	**16**	**8**	**17**	**7**	**17**	**118**	**839**
Otros Ingresos	**37**	**30**	**26**	**24**	**23**	**20**	**18**	**15**
Egresos Financieros	782	1,029	1,506	2,806	3,823	5,817	6,289	13,083
Intereses por Ctas Vista	*1*	*1*	*2*	*2*	*3*	*3*	*127*	*1,025*
Intereses por PF	*470*	*587*	*837*	*1,666*	*2,309*	*3,350*	*2,177*	*3,474*
Intereses por ON / Otros Dep	*157*	*183*	*309*	*536*	*729*	*1,442*	*2,707*	*5,493*
Ajustes	*0*	*0*	*0*	*0*	*0*	*9*	*180*	*1,030*
Otros Egresos	**153**	**257**	**359**	**602**	**782**	**1,013**	**1,098**	**2,053**
Cargos por Incobrabilidad	59	103	160	255	261	324	477	1,005
Margen Financiero	**539**	**733**	**1,136**	**1,749**	**2,331**	**1,747**	**2,928**	**3,361**
Ingresos por Servicios	512	654	829	1,200	1,750	2,242	3,272	3,738
Egresos por Servicios	159	203	318	432	679	841	1,326	1,288
Gastos de Administración	752	954	1,295	1,986	2,776	3,515	4,187	4,850
Gastos al Personal	*455*	*585*	*800*	*1,191*	*1,671*	*2,050*	*2,490*	*2,956*
Resto de Gastos	*297*	*369*	*495*	*795*	*1,105*	*1,465*	*1,697*	*1,895*
Resultado Operativo	**141**	**230**	**352**	**532**	**626**	**-367**	**688**	**961**
Utilidades Diversas	298	288	341	500	1,105	1,396	1,510	2,004
Participaciones	*126*	*142*	*222*	*320*	*716*	*1,038*	*1,135*	*1,204*
Otras Utilidades	*172*	*147*	*120*	*180*	*389*	*358*	*375*	*800*
Créd Recuperados	*133*	*88*	*47*	*59*	*75*	*115*	*121*	*158*
Prev Desafectadas	*4*	*11*	*10*	*7*	*168*	*65*	*30*	*163*
Otras Utilidades	*34*	*48*	*63*	*114*	*146*	*178*	*225*	*479*
Pérdidas Diversas	187	174	196	274	401	414	605	764
Resultado Filiales en el exterior	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado antes IIGG	**252**	**344**	**498**	**758**	**1,330**	**615**	**1,593**	**2,200**
Impuesto a las Ganancias	0	0	77	208	244	0	0	149
Resultado Neto	**252**	**344**	**421**	**550**	**1,086**	**615**	**1,593**	**2,051**

- Ingresos Financieros: se agruparon en 4 líneas, en primer lugar provenientes de préstamos (asimilables a personas físicas y jurídicas), en segundo lugar con origen en títulos, fideicomisos financieros u obligaciones negociables, en tercer lugar ajustes UVA y CER y finalmente otros ingresos por operaciones a término, opciones y otros conceptos no vinculables directamente a los grupos anteriores.

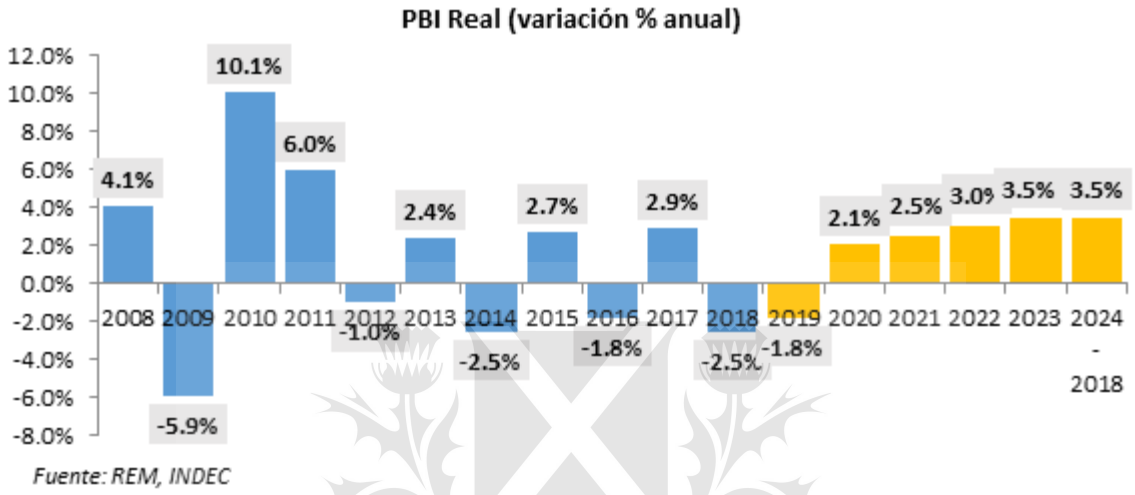
- Egresos Financieros: se agruparon en 5 líneas, en primer lugar provenientes de depósitos vista, en segundo lugar con origen en depósitos a plazo fijo, en tercer lugar obligaciones negociables, en el cuarto lugar ajustes UVA y CER y finalmente otros egresos que comprende impuestos, aportes al fondo de garantía, diferencias de cotización y pérdidas por títulos.
- Gastos de administración: con la separación de los gastos al personal del Banco del resto de las erogaciones
- Utilidades Diversas: la apertura del rubro fue realizada diferenciando los ingresos por participaciones en otras sociedades del resto de las utilidades (créditos recuperados, previsiones desafectadas y otros conceptos).

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

ESCENARIO MACROECONÓMICO

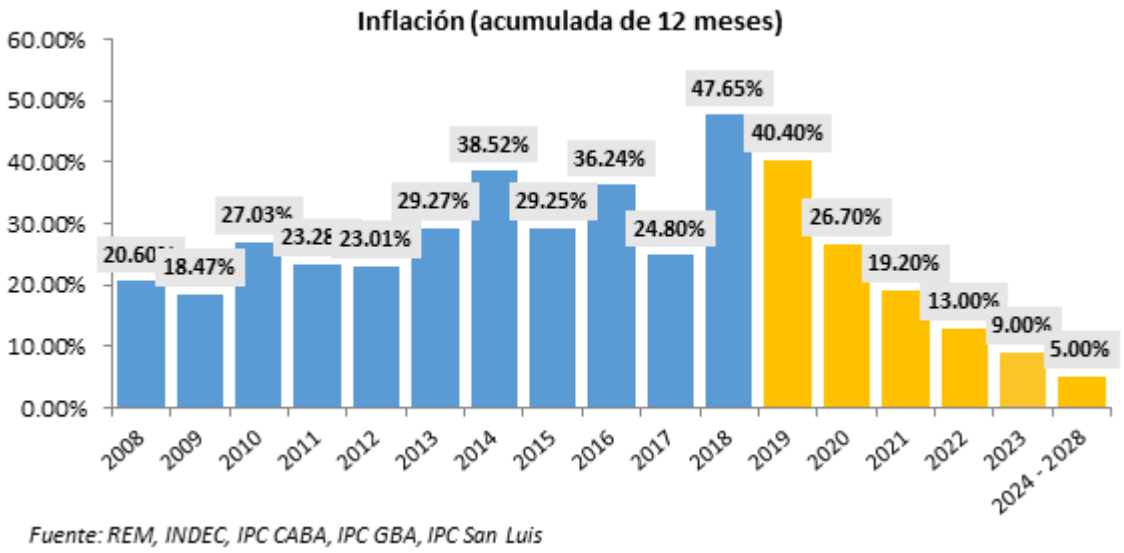
PBI REAL

El crecimiento económico medido a partir de la variación del PBI Real se proyectó en línea con el Reporte de Expectativas Económicas Globales elaborado por la OCDE en el mes de mayo de 2019. Dicho relevamiento contiene las proyecciones para el período 2019-2020, mientras que para los años posteriores se estimó un crecimiento escalonado hasta el 3.5% en el 2023 que se mantuvo constante hasta el final del período proyectado.



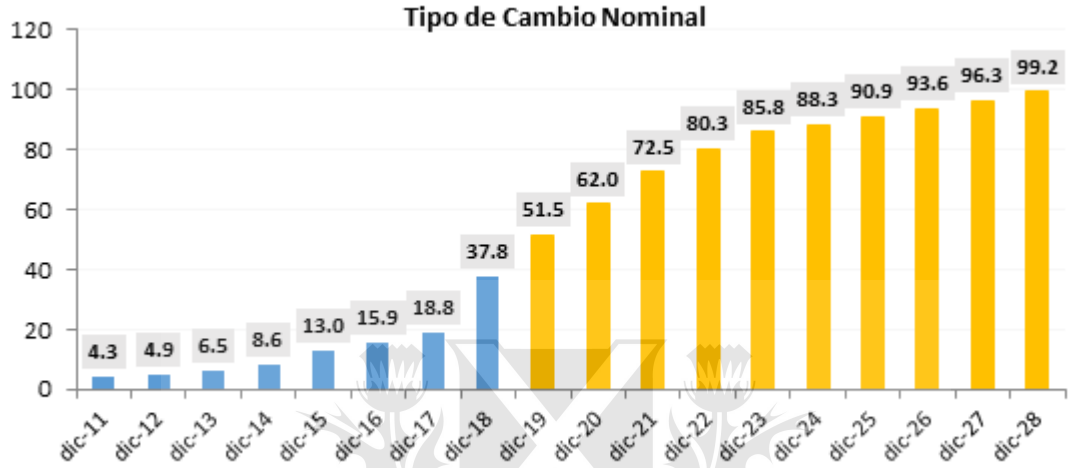
INFLACIÓN

La inflación fue proyectada tomando como referencia el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) elaborado por el BCRA en el mes de mayo de 2019, que prevé una baja gradual hasta el 19.2% en 2021. Para los períodos siguientes se propone una baja escalonada de la misma hasta llegar a un 5% en el año 2024 que se mantiene constante hasta el fin de la proyección. El supuesto base es que finalmente se logra reducir la inflación pero en plazos más largos y con una velocidad menor.

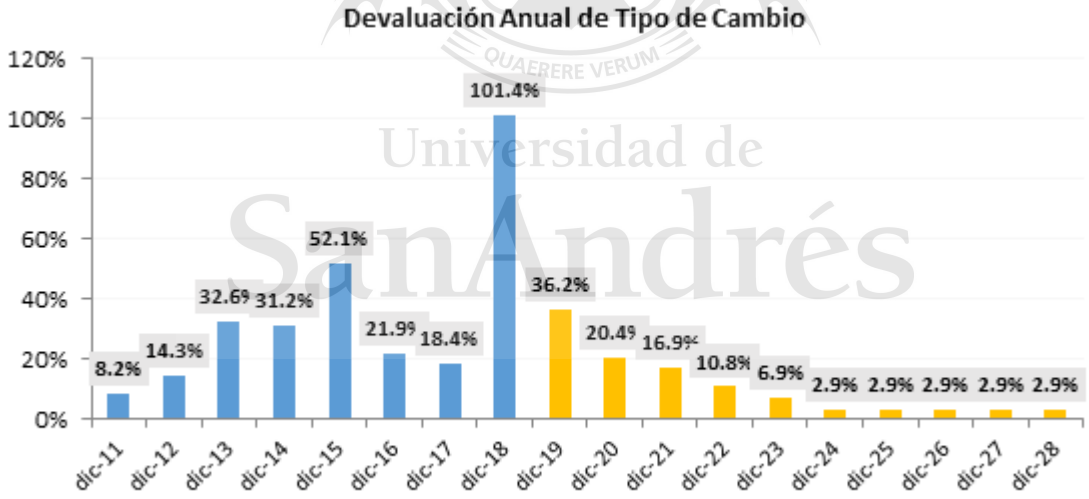


TIPO DE CAMBIO

Las variaciones del tipo de cambio se proyectaron en base al REM de mayo de 2019, que estima un tipo de cambio de $51.5 para 2019 y de $62.0 para 2020 representando una devaluación nominal del 36.2% y del 20.4% respectivamente. Para los años siguientes se estima una devaluación real nula del tipo de cambio que fue proyectada en función a la inflación Argentina y la inflación de los Estados Unidos (constante en 2% anual para el período).



Fuente: REM, BCRA tipo de cambio Com, A 3500 y elaboración propia



Fuente: REM, BCRA Tipo de Cambio Com, A 3500

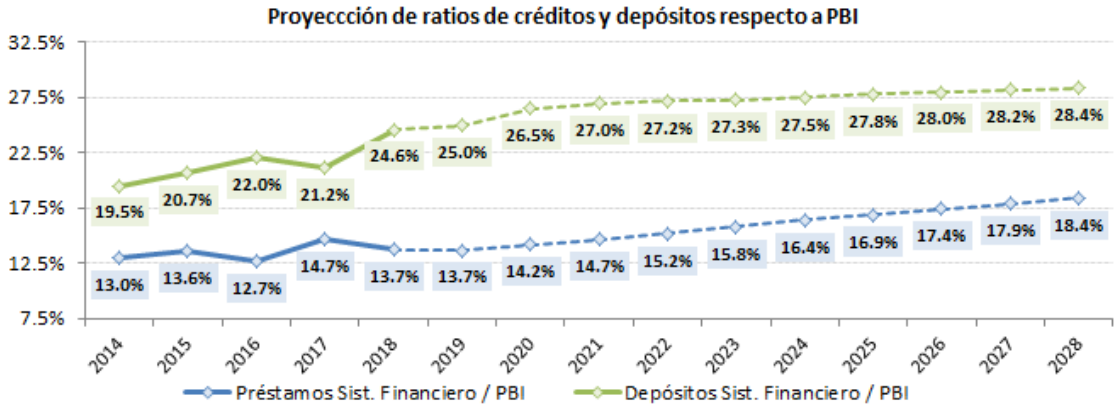
SISTEMA FINANCIERO

Los créditos y depósitos del sistema financiero se determinaron a partir de la proyección de los siguiente ratios:

- Créditos del Sistema Financiero / PBI Nominal
- Depósitos del Sistema Financiero / PBI Nominal

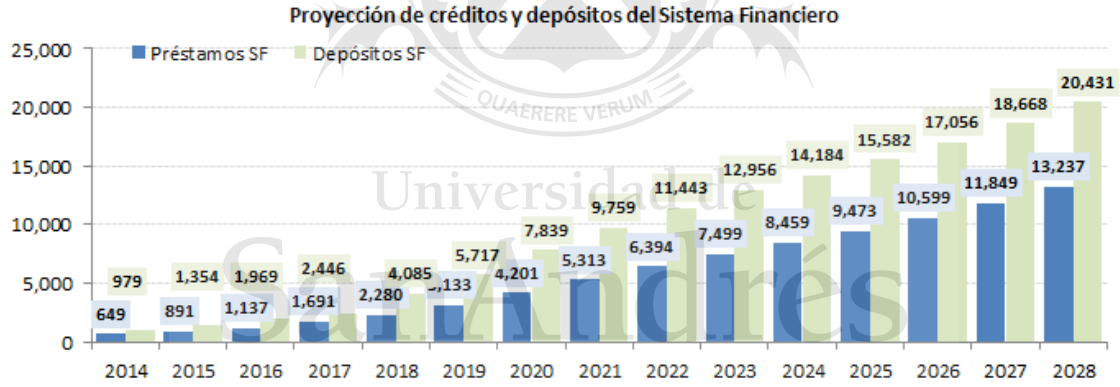
La metodología utilizada para su construcción consiste en la determinación del PBI Nominal a partir de los crecimientos del PBI real detallados anteriormente, utilizando el nivel definido de inflación como deflactor del PBI.

Para la proyección de los créditos y de los depósitos del Sistema Financiero se propone un ratio respecto al PBI que crece escalonadamente hasta alcanzar el 28.4% y el 18.4% respectivamente. En ambos casos el crecimiento de los ratios acompaña la mejora planteada en el nivel de actividad.



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA e INDEC

El total de créditos del sistema financiero asciende a $13.327 billones de pesos mientras que los depósitos alcanzan los $20.431 billones de pesos en 2028.



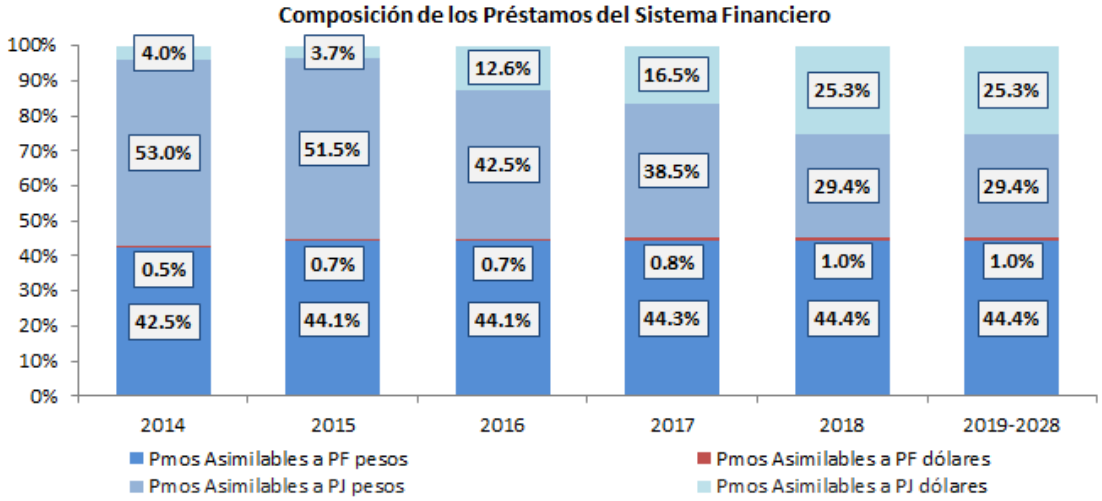
Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Respecto a la composición de la cartera de préstamos del sistema financiero, los mismos fueron clasificados, agrupados y proyectados de la siguiente manera:

- Préstamos asimilables a Personas Físicas en moneda pesos
- Préstamos asimilables a Personas Físicas en moneda extranjera
- Préstamos asimilables a Personas Jurídicas en moneda pesos
- Préstamos asimilables a Personas Jurídicas en moneda extranjera

En los últimos años, desde la apertura de la balanza comercial y la eliminación de las restricciones en el mercado de cambios a finales de 2015 se observa una caída sostenida de los préstamos correspondientes a personas jurídicas en pesos que se contrapone con el crecimiento de los préstamos hacia el mismo segmento pero en moneda dólar.

Para la realización de la valuación se propone que la composición de los préstamos del sistema financiero se mantenga constante de acuerdo a los últimos datos obtenidos correspondientes al año 2018.



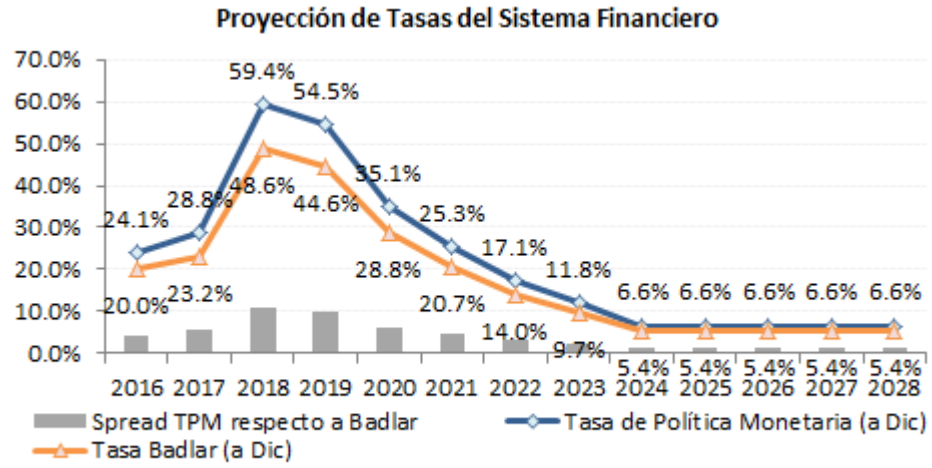
Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

TASA DE POLITICA MONETARIA Y TASA BADLAR

Para la determinación del nivel de tasas del sistema financiero se utilizaron para los años 2019 y 2020 las tasas de Letras de Liquidación informadas en el REM del BCRA (54.5% y 35.1% respectivamente). Para los años siguientes el supuesto base es la continuidad de las tasas reales positivas respecto a la inflación anual, dicha relación permanece constante en 1.32 a partir de 2020 (último dato del REM). La relación entre la tasa de política monetaria y la tasa Badlar se mantuvo constante a partir del año 2020 (último dato del REM) en 1.22.

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Tasa de Política Monetaria (a	28.8%	59.4%	54.5%	35.1%	25.3%	17.1%	11.8%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
Tasa Badlar (a Dic)	23.2%	48.6%	44.6%	28.8%	20.7%	14.0%	9.7%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
Spread TPM respecto a Badla	5.6%	10.7%	9.8%	6.3%	4.6%	3.1%	2.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
TPM / Badlar	1.24	1.22	1.22	1.22	1.22	1.22	1.22	1.22	1.22	1.22	1.22	1.22
TPM / Inflación	1.16	1.25	1.35	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32	1.32
Inflación Anual	24.8%	47.7%	40.4%	26.7%	19.2%	13.0%	9.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%

Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA e INDEC



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA e INDEC

Resumen de las Principales Variables del escenario económico

					Proyecciones									
Variable	**2015**	**2016**	**2017**	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	**2024**	**2025**	**2026**	**2027**	**2028**
PBI Real	**721**	**708**	**729**	**710**	**697**	**711**	**729**	**751**	**777**	**805**	**833**	**862**	**892**	**923**
Crec % Anual	2.7%	-1.8%	2.9%	-2.6%	-1.8%	2.1%	2.5%	3.0%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
Tipo de Cambio	**13.01**	**15.85**	**18.77**	**37.81**	**51.50**	**62.00**	**72.45**	**80.27**	**85.78**	**88.30**	**90.90**	**93.57**	**96.32**	**99.16**
Deval. % Anual	52.1%	21.9%	18.4%	101.4%	36.2%	20.4%	16.9%	10.8%	6.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
Inflación Anual	**29.2%**	**36.2%**	**24.8%**	**47.7%**	**40.4%**	**26.7%**	**19.2%**	**13.0%**	**9.0%**	**5.0%**	**5.0%**	**5.0%**	**5.0%**	**5.0%**
Tasa de Política Monetaria (a Dic)	**32.3%**	**24.1%**	**28.8%**	**59.4%**	**54.49%**	**35.1%**	**25.3%**	**17.1%**	**11.8%**	**6.6%**	**6.6%**	**6.6%**	**6.6%**	**6.6%**
Tasa Badlar (a Dic)	**27.5%**	**20.0%**	**23.2%**	**48.6%**	**44.65%**	**28.8%**	**20.7%**	**14.0%**	**9.7%**	**5.4%**	**5.4%**	**5.4%**	**5.4%**	**5.4%**
Préstamos Sist. Financiero	**891**	**1,137**	**1,691**	**2,280**	**3,133**	**4,201**	**5,313**	**6,394**	**7,499**	**8,459**	**9,473**	**10,599**	**11,849**	**13,237**
Crec % Anual	37.2%	27.6%	48.7%	34.8%	37.4%	34.1%	26.5%	20.3%	17.3%	12.8%	12.0%	11.9%	11.8%	11.7%
Préstamos Sist. Financiero / PBI	**13.6%**	**12.7%**	**14.7%**	**13.7%**	**13.7%**	**14.2%**	**14.7%**	**15.2%**	**15.8%**	**16.4%**	**16.9%**	**17.4%**	**17.9%**	**18.4%**
Market Share de Préstamos	**2.2%**	**2.2%**	**1.9%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.7%**	**1.7%**
MS de Préstamos Asimilables a PF	3.5%	3.5%	2.8%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
MS de Préstamos Asimilables a PJ	1.0%	1.1%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
Depósitos Sist. Financiero	**1,354**	**1,969**	**2,446**	**4,085**	**5,717**	**7,839**	**9,759**	**11,443**	**12,956**	**14,184**	**15,582**	**17,056**	**18,668**	**20,431**
Crec % Anual	38.3%	45.4%	24.2%	67.0%	40.0%	37.1%	24.5%	17.3%	13.2%	9.5%	9.9%	9.5%	9.5%	9.4%
Depósitos Sist. Financiero / PBI	**20.7%**	**22.0%**	**21.2%**	**24.6%**	**25.0%**	**26.5%**	**27.0%**	**27.2%**	**27.3%**	**27.5%**	**27.8%**	**28.0%**	**28.2%**	**28.4%**
Market Share de Depósitos	**1.5%**	**1.0%**	**0.9%**	**0.74%**	**0.74%**	**0.74%**	**0.74%**	**0.74%**	**0.74%**	**0.74%**	**0.74%**	**0.74%**	**0.74%**	**0.74%**

Fuente: INDEC, BCRA y elaboración propia

Universidad de SanAndrés

PROYECCION DEL FLUJO DE FONDOS

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

A continuación se detalla la metodología, supuestos y estimaciones utilizadas para la proyección de los rubros correspondientes a los activos y pasivos del balance de gestión.

DISPONIBILIDADES
El rubro correspondiente a disponibilidades se proyectó en 2 líneas:

- "Efectivo"
- "Integración de Efectivo Mínimo"

En el caso del efectivo, comprende:

- Disponibilidades en poder de las sucursales, necesarias para la operatoria habitual del Banco
- Efectivo en transportadoras de caudales
- Saldos disponibles en cuentas de corresponsalía en otras entidades financieras (del país y del exterior).

Para su proyección se analizó la evolución del ratio histórico de "efectivo / depósitos" para cada una de las monedas. Respecto a pesos se proyectó un ratio del 2.8% (promedio de los últimos 3 años) ya que históricamente no presenta fuertes variaciones, mientras que para dólares se utilizó el ratio de 30.7% (promedio del último año) ya que en los últimos años su comportamiento muestra un alto grado de volatilidad.

Moneda Pesos	**dic-18**	**dic-19**	**dic-20**	**dic-21**	**dic-22**	**dic-23**		**dic-28**
Efectivo	681	1,015	1,418	1,765	2,056	2,337		3,739
Depósitos	24,307	35,650	49,795	61,988	72,215	82,062		131,292
Ratio	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%		2.8%

Moneda Dólares	**dic-18**	**dic-19**	**dic-20**	**dic-21**	**dic-22**	**dic-23**		**dic-28**
Efectivo	2,561	2,126	2,915	3,629	4,255	4,818		7,598
Depósitos	6,095	6,915	9,482	11,803	13,840	15,671		24,711
Ratio	42.0%	30.7%	30.7%	30.7%	30.7%	30.7%		30.7%

A lo largo de 2018 el BCRA modifico en numerosas ocasiones el régimen de "Efectivo Mínimo", entre los principales cambios se pueden mencionar:

- Incremento de los encajes para los distintos tipos de depósitos (plazo fijo, depósitos vista y otras obligaciones)
- Incorporación de los Encajes Remunerados: permite que las entidades puedan integrar parte del encaje en pesos con Letras de Liquidación del BCRA y con el bono TN20, con las siguientes particularidades para cada tipo de depósito:
    - Plazo Fijo en Pesos a 30 días de plazo:
        - Stock al 30/09/18: permite integrar en títulos hasta el 13% (sobre la exigencia total)
        - Incrementos respecto al 30/09: permite integrar en títulos hasta el 100% (sobre la exigencia total del 38%)

- Depósitos Vista: permite integrar en títulos hasta el 8% (sobre la exigencia total del 45%)

Asimismo, el BCRA a través de distintos programas y franquicias (como los préstamos a MiPyMes y los consumos con Tarjetas de Crédito del programa "Ahora 12") incentiva a los Bancos permitiendo que a medida que incrementan sus colocaciones de este tipo, puedan tomarse descuentos sobre los porcentajes de exigencia de encajes establecidos en la regulación, de forma tal que los saldos que los Bancos inmovilizan para su cumplimiento son menores a los regulatorios.

A continuación se detallan por tipo de moneda y tipo de depósito los porcentajes exigidos por el ente regulador y los porcentajes cuya integración se permite que sea realizada mediante Títulos Públicos (Bono TN20 y Letras de Liquidación del BCRA).

	Mon Local		Mon Ext
	% Exig	Int en Títulos	% Exig
Plazo Fijo (30D)	25%	13%	10%
Dep Vista	45%	8%	25%
Otras Obligaciones	45%	-	23%

Fuente: BCRA Textos Ordenados de Efectivo Mínimo

Para las proyecciones de la integración en pesos se realizaron los siguientes supuestos:

- Plazo Fijo en Pesos: encaje del 12% (25% regulatorio – 13% integrable en títulos)
- Dep. Vista en Pesos: encaje del 37% (45% regulatorio –8% integrable en títulos)
- Otras Obligaciones en pesos: encaje del 45%

El supuesto base principal es que la diferencia entre lo realmente integrado y la exigencia regulatoria corresponde a encajes remunerados que se encuentran incluidos dentro de la cartera de Títulos Públicos que excede largamente a la exigencia teórica.

Para los años posteriores, a partir de la recuperación económica, se supone una reducción gradual del porcentaje exigido como integración hasta llegar en 2028 a representar un 8.5% de los depósitos, alcanzando valores similares al año 2015.

Moneda Pesos	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	→	dic-28
Integración EM	3,816	5,867	7,696	8,961	9,717	10,221		11,102
Depósitos	24,307	35,650	49,795	61,988	72,215	82,062		131,292
Ratio	15.7%	16.5%	15.5%	14.5%	13.5%	12.5%		8.5%

Las proyecciones de la integración en moneda extranjera se realizaron utilizando el promedio del último año (23.5%) respecto a los depósitos en dólares, valor que muestra estabilidad en los últimos 2 años y difiere significativamente de períodos anteriores.

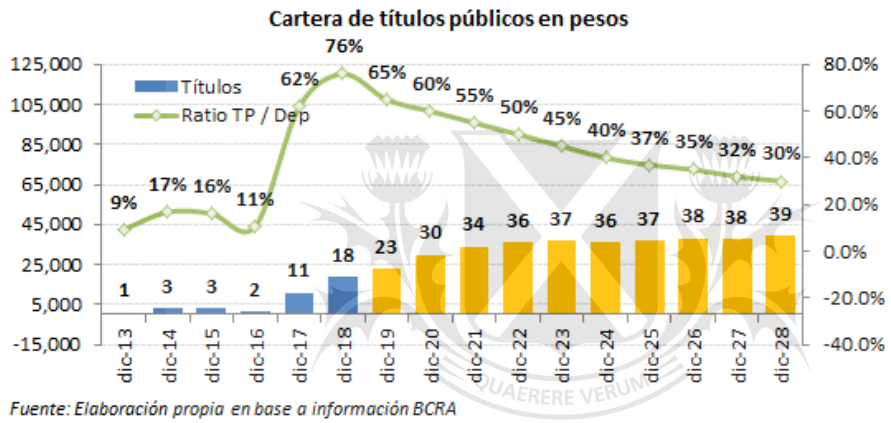
Moneda Dólares	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	→	dic-28
Integración EM	1,432	1,625	2,228	2,773	3,252	3,682		5,806
Dep.	6,095	6,915	9,482	11,803	13,840	15,671		24,711
Ratio	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%		23.5%

TITULOS PUBLICOS Y PRIVADOS

Las carteras de títulos públicos y privados fueron proyectadas estableciendo como supuesto principal que la recuperación económica del país planteada en el escenario base otorga al Banco un mayor incentivo para colocar sus excedentes de fondos en préstamos a personas físicas y jurídicas, desincentivando en parte las colocaciones en títulos. El total de títulos en pesos alcanza en el año 2028 los $39.388 millones de pesos.

Moneda Pesos	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23		dic-28
Títulos	18,469	23,173	29,877	34,093	36,107	36,928		39,388
Depósitos	24,307	35,650	49,795	61,988	72,215	82,062		131,292
Ratio TP / Dep	76.0%	65.0%	60.0%	55.0%	50.0%	45.0%		30.0%

La relación entre títulos y depósitos en pesos se reduce gradualmente hasta alcanzar el 30% en 2028 (partiendo del 76% en 2018)



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Para los títulos en dólares, dada su menor significatividad respecto al total de activos del Banco y la fuerte volatilidad observada en los últimos años, la proyección se realizó utilizando como referencia el ratio títulos / depósitos en dólares que se estableció en un 34% para todo el período proyectado. De esta manera, la cartera alcanza en el año 2018 los $8.262 millones de pesos.

Moneda Dólares	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23		dic-28
Tíitulos	2,038	2,312	3,170	3,946	4,627	5,239		8,262
Dep.	6,095	6,915	9,482	11,803	13,840	15,671		24,711
Ratio	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%	33.4%		33.4%

PRESTAMOS

Los préstamos se proyectaron a partir de la definición de la cuota de mercado del Banco Hipotecario respecto de la evolución del total de préstamos del sistema financiero argentino (detallado en el apartado escenario macroeconómico).

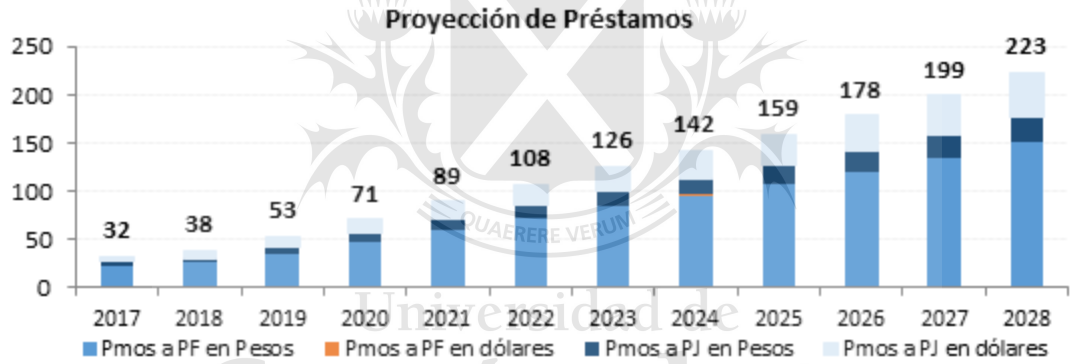
Se proyecta que la participación en el mercado total de préstamos permanecerá constante durante los 10 años correspondientes a la proyección. El supuesto principal es que no se realizaran grandes erogaciones en publicidad y marketing, ni se abrirán nuevas sucursales que puedan permitir una recuperación respecto a los últimos años, pero la incorporación y mejora planteada en el relanzamiento de canales alternativos como el Homebanking le permite retener el posicionamiento actual a partir de la simplificación de la operatoria habitual y la incorporación de nuevos servicios con ventajas para los clientes (ej.: mejores cotizaciones,

tasas diferenciales y la posibilidad de hacerse cliente del Banco directamente por los canales alternativos).

	Cuota de Mercado de los Préstamos					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019 a 2028
Total de Préstamos	2.5%	2.2%	2.2%	1.9%	1.7%	1.7%
Pmos a PF	*3.8%*	*3.5%*	*3.5%*	*2.8%*	*2.5%*	*2.5%*
Pmos a PF en Pesos	4.1%	3.8%	3.5%	2.9%	2.5%	2.5%
Pmos a PF en dólares	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
Pmos a PJ	*1.4%*	*1.0%*	*1.1%*	*1.1%*	*1.0%*	*1.0%*
Pmos a PJ en Pesos	1.2%	0.8%	0.7%	0.6%	0.4%	0.4%
Pmos a PJ en dólares	0.2%	0.2%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%

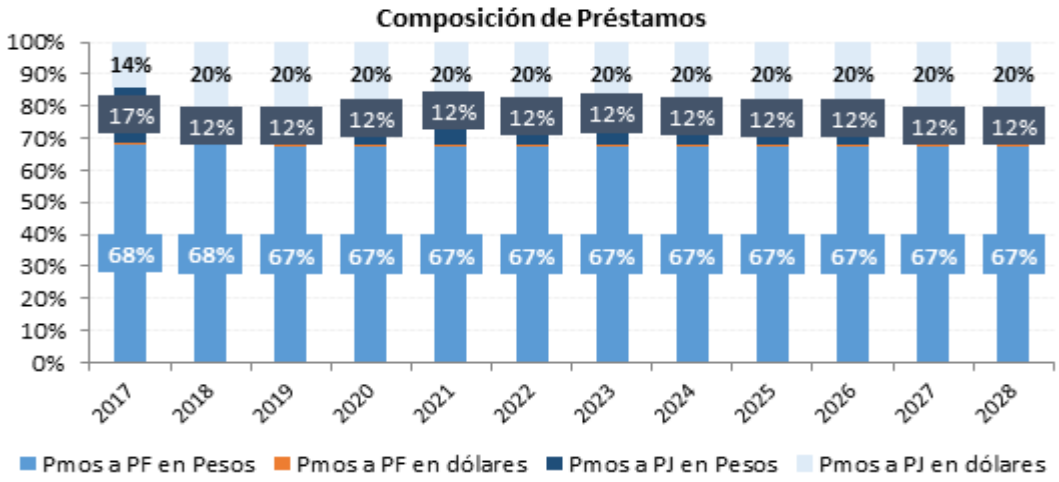
Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

La cartera total en 2028 asciende a $222.649 millones de pesos, de los cuales $150.200 corresponden a préstamos a PF en pesos, $26.754 a préstamos a PJ en pesos, $44.831 a préstamos a PJ en dólares y $864 a préstamos a PF en dólares.



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Respecto a la composición de la cartera por tipo de préstamo, se producen leves variaciones, los dirigidos a personas físicas en pesos descienden del 68% inicial al 67% en 2028, mientras que los préstamos a personas jurídicas en pesos y los nominados en dólares se mantienen en el 12% y 20% respectivamente.



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Los intereses a devengar y ajustes NIIF se estimaron como el 1.4% del total de préstamos vinculados a personas físicas y jurídicas, valor correspondiente a la relación existente en el año 2018.

PREVISIONES POR PRÉSTAMOS

El cálculo de las proyecciones de las previsiones se detalla en el apartado previsiones y cargos por incobrabilidad en el estado de resultados.

DEPOSITOS

A diferencia de los préstamos, los depósitos se proyectaron en 2 etapas:

- En la primera etapa se estimó su crecimiento en función de la cuota de mercado esperada para los años analizados respecto del total de depósitos del sistema.
- En la segunda etapa, dado que la cuenta de depósitos a plazo fijo se utiliza como ajuste para el cierre de balance, una vez proyectadas todas las líneas del estado de resultados, estado de situación patrimonial y obtenidos los flujos de fondos libres para los accionistas, se realizó el ajuste sobre esta cuenta con el objetivo de eliminar las diferencias obtenidas en las proyecciones y cerrar el balance cumpliendo con la ecuación básica patrimonial de que el activo debe ser igual al pasivo menos el patrimonio neto.

Dado que el ajuste se realiza mediante la cuenta de depósitos a plazo fijo en pesos, su sola modificación tiene impacto sobre diferentes partes del balance que se deben tener en cuenta para un correcto cálculo del cierre, entre ellas se destacan:

- Mayores egresos por intereses de plazo fijo dada la mayor cartera
- Mayores saldos en disponibilidades por el efectivo operativo y los encajes regulatorios
- Mayores egresos por el fondo de garantía de los depósitos
- Impacto en otros rubros cuyas carteras o resultados tienen vinculación con el total de depósitos en pesos o el volumen de negocio en las proyecciones realizadas en este trabajo, entre ellas se puede mencionar los títulos públicos, las obligaciones negociables en pesos, otros activos, etc.

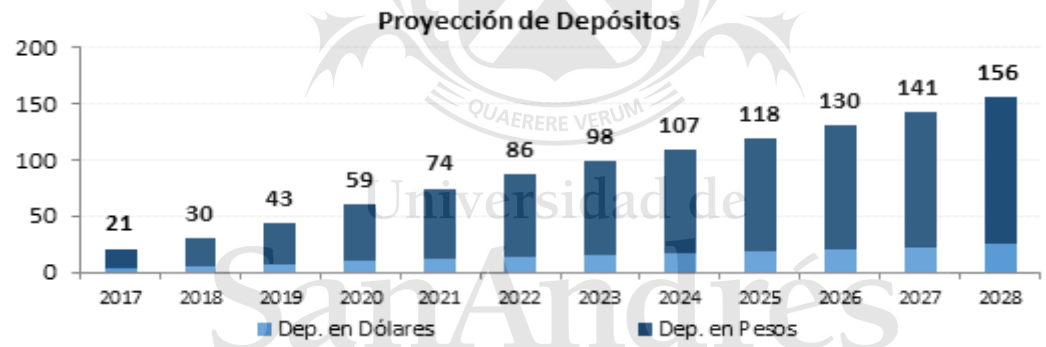
Al igual que con los préstamos, se proyecta que la participación en el mercado total de depósitos permanecerá constante durante los 10 años correspondientes a la proyección. El

supuesto principal es que no se realizaran grandes erogaciones en publicidad y marketing, ni la apertura de nuevas sucursales que puedan permitir una recuperación respecto a los últimos años, pero la incorporación y mejora planteada en el relanzamiento de canales alternativos como el Homebanking le permite retener el posicionamiento actual a partir de la simplificación de la operatoria habitual y la incorporación de nuevos servicios con ventajas para los clientes (ej.: tasas diferenciales).

	Cuota de Mercado de los Depósitos					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019 a 2028
Total de Depósitos	**1.9%**	**1.5%**	**1.0%**	**0.86%**	**0.74%**	**0.74%**
Dep. en Pesos	***1.8%***	***1.4%***	***0.8%***	***0.72%***	***0.60%***	***0.60%***
Plazo Fijo (inc. Ajuste)	0.5%	0.7%	0.5%	0.38%	1.29%	1.29%
Dep. Vista	0.3%	0.2%	0.2%	0.25%	0.72%	0.72%
Sector Financiero	0.0%	0.0%	0.0%	0.00%	0.22%	0.22%
Sector Público	0.9%	0.5%	0.1%	0.08%	0.47%	0.47%
Dep. en Dólares	***0.1%***	***0.1%***	***0.2%***	***0.14%***	***0.15%***	***0.15%***

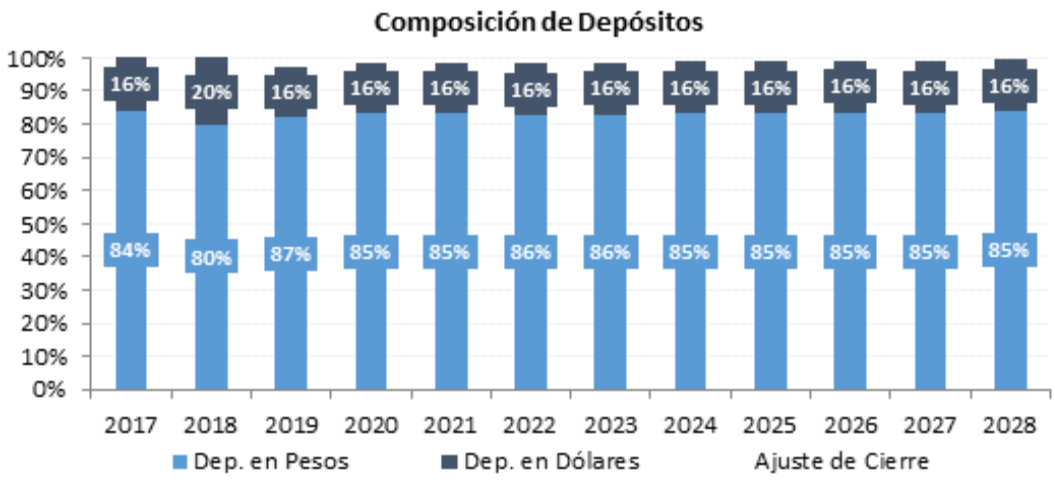
Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

La depósitos totales a 2028 ascienden a $156.003 millones de pesos, de los cuales $131.292 corresponden a depósitos pesos y $24.711 a depósitos en dólares.



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Respecto a la composición, los depósitos en pesos crecen del 80% al 85% mientras que los depósitos en dólares caen del 20% al 16%.



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

PARTICIPACIONES

Los saldos de participaciones en filiales y otras sociedades fueron estimados a partir del cálculo del ratio respecto al total del volumen de negocio en pesos del Banco, entendiendo como tal la totalidad de los préstamos y depósitos. Dado el crecimiento observado en los últimos años se optó por proyectar un crecimiento de acuerdo a la tendencia reciente hasta llegar a un ratio del 6.7% a finales de 2028. Las participaciones alcanzan en 2028 un total de $20.587 millones de pesos (partiendo de un total de $2.801 millones de pesos en 2018).

Moneda Pesos	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23		dic-28
Participaciones	2,801	3,990	5,464	7,263	9,089	11,062		20,587
Vol de Negocio	54,280	76,725	105,080	132,056	156,712	181,350		307,270
Ratio	5.2%	5.2%	5.2%	5.5%	5.8%	6.1%		6.7%

OTROS ACTIVOS

La proyección del rubro se realizó agrupando los conceptos de acuerdo a sus características y aplicando diferentes drivers para su estimación:

- Bienes de Uso/Intangibles/Diversos
- O.C.I.F. / Créditos Diversos / Partidas Pendientes

En el primer caso, las partidas se ajustaron por la inflación anual definida en el escenario económico, mientras que en el segundo caso las partidas se estimaron utilizando la metodología descripta para las participaciones en otras sociedades, es decir como un porcentaje del volumen de negocio del Banco. El total de otros activos en pesos alcanza en el año 2028 los $29.620 millones de pesos, de los cuales $16.046 corresponden a bienes de uso, diversos e intangibles y $13.574 a O.C.I.F y créditos diversos.

Universidad de San Andrés

Moneda Pesos	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23		dic-28
Bs Uso/Div/Int	4,814	6,759	8,563	10,208	11,535	12,573		16,046
Inflación Proy		40.4%	26.7%	19.2%	13.0%	9.0%		5.0%

Moneda Pesos	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23		dic-28
Resto OA	2,398	3,389	4,642	5,834	6,923	8,011		13,574
Vol de Negocio	54,280	76,725	105,080	132,056	156,712	181,350		307,270
Ratio	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%		4.4%
Total OA	**7,212**	**10,148**	**13,205**	**16,041**	**18,458**	**20,584**		**29,620**

Los otros activos en dólares se ajustaron por la devaluación anual del tipo de cambio definida en el escenario económico, suponiendo un crecimiento real medido en dólares del 0%, alcanzando los $3.384 millones de pesos en el año 2028.

Moneda Dólares	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23		dic-28
Otos Activos	1,290	1,758	2,116	2,473	2,739	2,927		3,384
Devaluación Proy		36.2%	20.4%	16.9%	10.8%	6.9%		2.9%

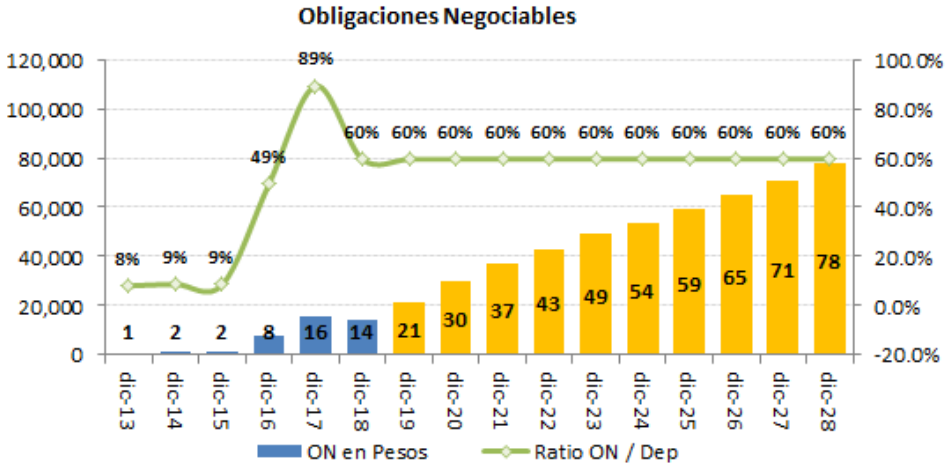
OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Banco Hipotecario se caracteriza por financiar una importante parte de sus actividades mediante la emisión de obligaciones negociables (en moneda pesos, dólares y también en UVA).

Para la proyección de la cartera en pesos se utilizó el ratio de ON/Depósitos, que se mantuvo constante en el 59.5% con el objetivo de no alterar significativamente la composición de los pasivos del balance. Por otra parte, se distinguieron las emisiones realizadas en pesos de las correspondientes a UVA, proyectando el stock contemplando los vencimientos de las distintas emisiones. El segundo supuesto central de la estimación radica en que para que el ratio se mantenga constante, se supone que los vencimientos son renovados/ampliados mediante emisiones en pesos (tanto emisiones en pesos o en UVA a su vencimiento se renueva/amplían en moneda pesos).

Moneda Pesos	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23		dic-28
ON en Pesos	14,463	21,212	29,628	36,884	42,969	48,828		78,120
Depósitos	24,307	35,650	49,795	61,988	72,215	82,062		131,292
Ratio ON / Dep	59.5%	59.5%	59.5%	59.5%	59.5%	59.5%		59.5%

El total de obligaciones negociables en pesos alcanza en el año 2028 los $78.120 millones de pesos, partiendo de una cartera de inicio de $14.463 millones de pesos en 2018.



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Para las emisiones en dólares se aplicaron supuestos similares, los saldos de inicio se ajustaron por la variación del tipo de cambio y al vencimiento de cada una de las emisiones son renovadas pero con un crecimiento real total del 0% medido en dólares. Por este motivo, la relación ON/Depósitos se reduce en el período proyectado.

Moneda Dólares	**dic-18**	**dic-19**	**dic-20**	**dic-21**	**dic-22**	**dic-23**	→	**dic-28**
ON en Dólares	12,866	13,763	16,569	19,363	21,451	22,923		26,499
Depósitos	6,095	6,915	9,482	11,803	13,840	15,671		24,711
Ratio	211.1%	199.0%	174.7%	164.0%	155.0%	146.3%		107.2%

OTRAS FINANCIACIONES

Las otras financiaciones en pesos corresponden a O.O.I.F., obligaciones diversas, previsiones y partidas pendientes. La proyección de saldos se realizó mediante el cálculo del ratio respecto al volumen de negocios del Banco, que se definió contante en 17.6% (ratio correspondiente al año 2018). El total de las otras financiaciones en pesos asciende a $54.144 millones de pesos en 2028..

Moneda Pesos	**dic-18**	**dic-19**	**dic-20**	**dic-21**	**dic-22**	**dic-23**	→	**dic-28**
Otras Finan.	9,565	13,520	18,516	23,269	27,614	31,956		54,144
Vol de Negocio	54,280	76,725	105,080	132,056	156,712	181,350		307,270
Ratio	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%		17.6%

Al igual que los otros activos en dólares, las otras financiaciones en la misma moneda se ajustaron por la devaluación del tipo de cambio, suponiendo un crecimiento real del 0%, llegando a un total de $2.873 millones de pesos en 2028.

Moneda Dólares	**dic-18**	**dic-19**	**dic-20**	**dic-21**	**dic-22**	**dic-23**	→	**dic-28**
Otras Finan.	1,095	1,492	1,796	2,099	2,326	2,485		2,873
Devaluación Proy		36.2%	20.4%	16.9%	10.8%	6.9%		2.9%

ESTADO DE RESULTADOS

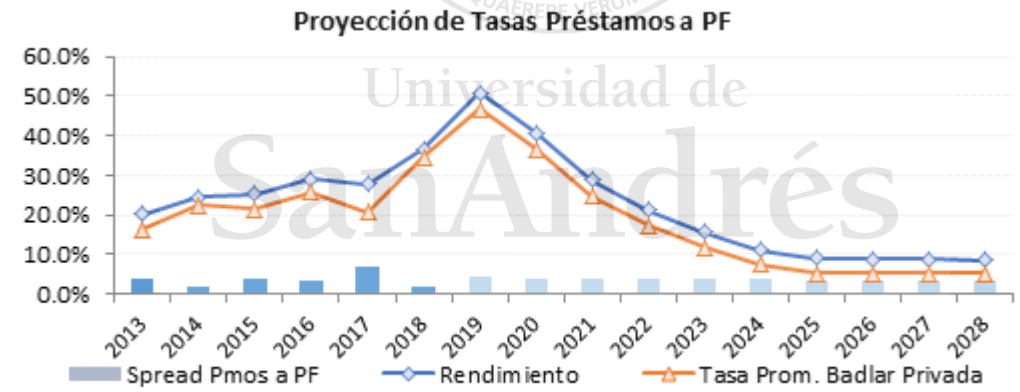
A continuación se detalla la metodología, supuestos y estimaciones utilizadas para la proyección de los ingresos y egresos por intereses, comisiones, cargos, otros resultados e impuesto a las ganancias.

INTERESES POR PRÉSTAMOS

Las tasas activas correspondientes a préstamos se proyectaron en función de la tasa Badlar más un spread en relación al tipo de préstamo (asimilable a persona física o jurídica). La tasa Badlar se obtuvo como el promedio entre la tasa de diciembre del año proyectado y del año anterior, definidas en el escenario económico. El objetivo de la reducción gradual del spread es reflejar en las tasas de colocación de préstamos el ajuste proveniente de la baja de tasas del sistema financiero planteada en el escenario económico. Las carteras se obtuvieron como el promedio entre los saldos de diciembre del año proyectado y del año anterior.

Para los préstamos a personas físicas se utilizó un spread del 4.2% que surge del promedio de los últimos 3 años respecto a Badlar, y para los años siguientes se propuso una leve baja escalonada que lo lleva a valores del 3.3%.

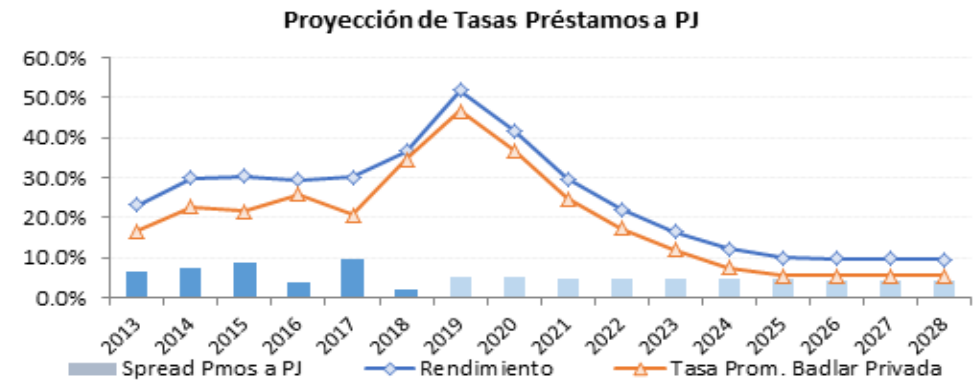
Moneda Pesos	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2028
Prést. a PF (Cart Prom Anual)	24,812	30,798	41,608	53,978	66,423	78,822	142,327
Intereses + Aj	9,063	15,652	16,976	15,506	14,108	12,327	12,338
Rendimiento	36.5%	50.8%	40.8%	28.7%	21.2%	15.6%	8.7%
Tasa Prom. Badlar Privada	34.5%	46.6%	36.7%	24.7%	17.4%	11.9%	5.4%
Spread Pmos a PF	2.0%	4.2%	4.1%	4.0%	3.9%	3.8%	3.3%



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Para los préstamos a personas jurídicas se utilizó un spread del 5,0% que refleja el promedio de los últimos 3 años respecto a Badlar, y para los años siguientes s. propuso una leve baja escalonada que lo lleva a valores del 4,1%.

Moneda Pesos	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2028
Prést. a PJ (Cart Prom Anual)	4,826	5,424	7,411	9,615	11,831	14,040	25,352
Intereses	1,766	2,803	3,087	2,844	2,614	2,316	2,414
Rendimiento	36.6%	51.7%	41.7%	29.6%	22.1%	16.5%	9.5%
Tasa Prom. Badlar Privada	34.5%	46.6%	36.7%	24.7%	17.4%	11.9%	5.4%
Spread Pmos a PJ	2.1%	5.0%	4.9%	4.8%	4.7%	4.6%	4.1%



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

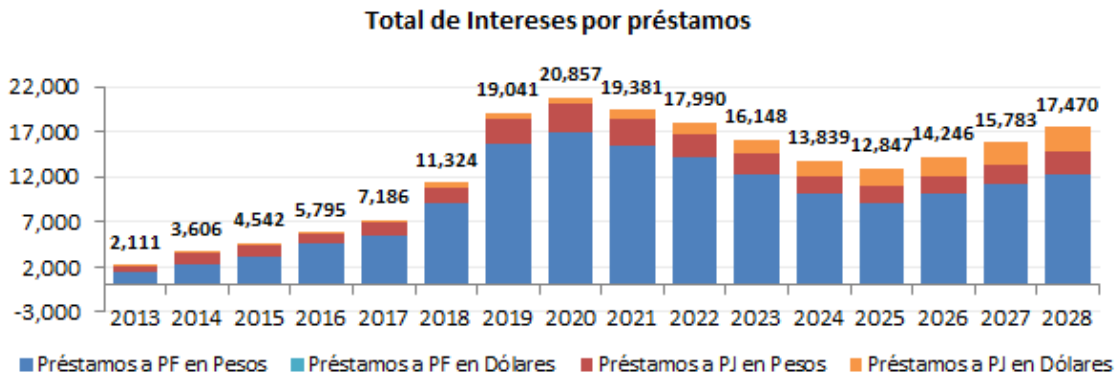
Para los préstamos en dólares a personas jurídicas se mantuvo la tasa promedio de devengamiento del último año (6.4%) para todo el período proyectado, mientras que para personas físicas en dólares se mantuvo el 0.1% histórico.

Moneda Dólares	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	→	**2028**
Prést. a PF (Cart Prom Anual)	151	178	239	311	382	454		819
Intereses	0	0	0	0	0	0		1
Rendimiento	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%		0.1%

Moneda Dólares	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	→	**2028**
Prést. a PJ (Cart Prom Anual)	7,744	9,177	12,419	16,111	19,826	23,526		42,481
Intereses	495	587	794	1,030	1,268	1,504		2,716
Rendimiento	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%		6.4%

El total de intereses por préstamos llega a $17.470 millones de pesos en el último año proyectado, de los cuales el 71% ($12.338) corresponde a préstamos a personas físicas en pesos, el 14% ($2.414) a préstamos a personas jurídicas en pesos y el 16% ($2.716) restante a préstamos a personas jurídicas en dólares.

Respecto a la composición, los préstamos a PF en pesos caen del 80% inicial al 71%, los préstamos a PJ en pesos caen del 15% al 14% y los destinados a PJ en dólares crecen del 5% al 15%.



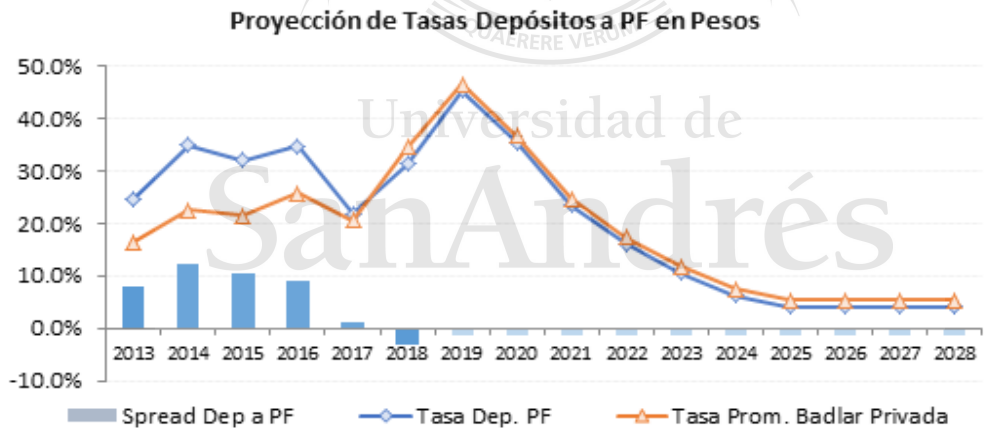
Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

INTERESES POR DEPOSITOS

Al igual que con los préstamos, las tasas pasivas correspondientes a depósitos a plazo fijo se proyectaron en función de la tasa Badlar propuesta en el escenario económico para cada uno de los años, más un spread calculado en función del comportamiento de los últimos años. La tasa Badlar se obtuvo como el promedio entre la tasa de diciembre del año proyectado y del año anterior, definidas en el escenario económico. Las carteras sobre las que se aplicaron las tasas proyectadas se obtuvieron como el promedio entre los saldos de diciembre del año proyectado y del año anterior.

Para los depósitos a plazo fijo se utilizó un spread de -1,3% que surge del promedio de los últimos 2 años respecto a Badlar. El supuesto base es que al mantener en el tiempo la estructura de financiamiento en pesos compuesta por plazo fijo y obligaciones negociables, este último financiamiento le permite continuar operando con una tasa de plazo fijo levemente inferior a la tasa Badlar.

Moneda Pesos	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2028
Dep. PF (Prom Anual)	11,048	16,348	23,367	30,333	36,544	42,055	67,392
Intereses	3,456	7,417	8,283	7,120	5,879	4,452	2,774
Tasa Dep. PF	31.3%	45.4%	35.4%	23.5%	16.1%	10.6%	4.1%
Ajuste de Cierre PF (Cartera Prom)		-1,240	-791	-984	-1,621	-1,542	-543
Intereses Aj de Cierre PF		-563	-280	-231	-261	-163	-22
Tasa Prom. Badlar Privada	34.5%	46.6%	36.7%	24.7%	17.4%	11.9%	5.4%
Spread Dep a PF	-3.3%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.3%	-1.3%



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Para los depósitos vista, se ajustó la tasa de devengamiento del último año por la variación porcentual anual de la tasa Badlar proyectada.

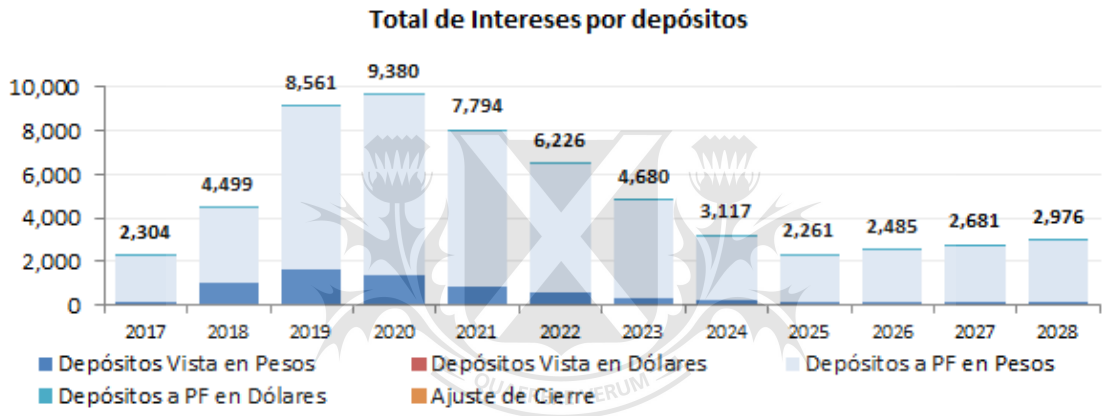
Moneda Pesos	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2028
Dep. Vista	8,006	12,153	16,664	20,744	24,323	27,541	43,429
Intereses	1,023	1,686	1,352	873	573	350	163
Tasa Dep. Vista	28.7%	37.9%	28.9%	18.6%	12.2%	7.4%	3.4%

Para los depósitos a plazo fijo en dólares se utilizó la tasa promedio de devengamiento del último año (1.0%) para todo el período proyectado, mientras que para depósitos vista en dólares se mantuvo el 0.1% histórico de devengamiento.

Moneda Dólares	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2028
Dep. Vista	3,927	4,456	6,110	7,606	8,919	10,099		15,924
Intereses	2	2	3	4	5	5		8
Tasa Dep. Vista	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%		0.1%

Moneda Dólares	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2028
Dep. PF (Prom Anual)	1,744	1,910	2,326	2,721	3,088	3,531		5,394
Intereses	18	19	23	27	31	35		54
Tasa Dep. PF	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%		1.0%

El total de egresos por depósitos llega a $2.976 millones de pesos en el último año proyectado, de los cuales el 93% ($2.774) corresponde a depósitos a plazo fijo en pesos, el 5% ($163) a depósitos vista en pesos y el 2% ($54) restante a depósitos a plazo fijo en dólares.

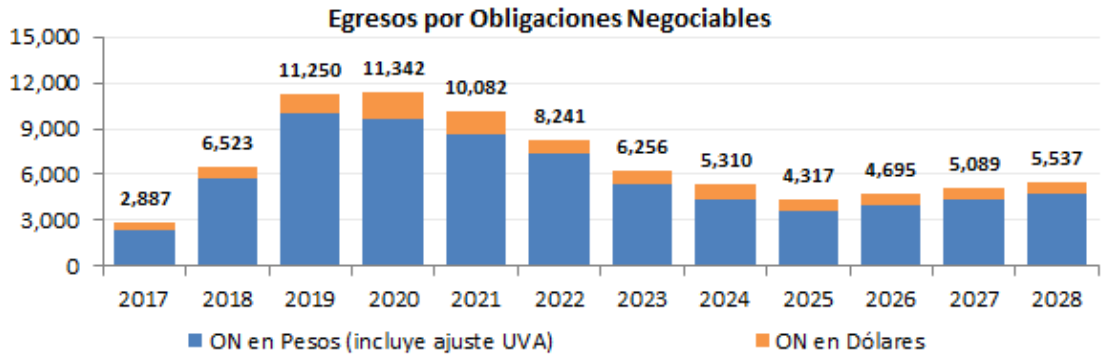


Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

INTERESES POR OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Para la determinación de los resultados se tomaron los siguientes supuestos:

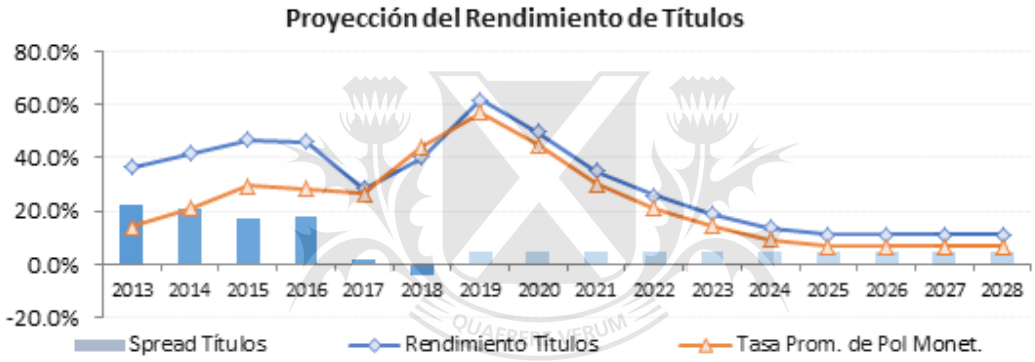
- ON en pesos: devengan Badlar + spread promedio actual (3.5%), a su vencimiento se renuevan a Badlar +1.5%
- ON ajustable por UVA: devengan la inflación anual más un 3%, a su vencimiento se renuevan en pesos a Badlar +1.5%.
- ON en dólares: devenga tasa actual (9.6%), a su vencimiento se renuevan al 4% (tasa de la última emisión local en dólares)



RENDIMIENTO DE TITULOS PUBLICOS Y PRIVADOS

Para la determinación del resultado por títulos públicos y privados en pesos se utilizó como tasa de referencia la tasa de política monetaria histórica (conformada por las Lebac a 90 días hasta finales de 2018 y luego Letras de Liquidación del BCRA) a los efectos de establecer un diferencial o spread promedio que sea representativo de los rendimientos obtenidos por el Banco. De esta manera, sobre la tasa de política monetaria proyectada para cada uno de los años se estableció un spread del 5.0% que decrece gradualmente hasta alcanzar el 4.4%.

Moneda Pesos	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2028
Títulos (Cart Prom Anual)	14,735	20,821	26,525	31,985	35,100	36,518	38,678
Rdo por Títulos	5,927	12,893	13,174	11,164	9,035	6,893	4,247
Rendimiento Títulos	40.2%	61.9%	49.7%	34.9%	25.7%	18.9%	11.0%
Tasa Prom. de Pol Monet.	44.1%	56.9%	44.8%	30.2%	21.2%	14.5%	6.6%
Spread Títulos	-3.9%	5.0%	4.9%	4.7%	4.6%	4.4%	4.4%



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

Para los títulos públicos y privados en dólares, se calculó el retorno promedio de los últimos 3 años (2.3%) que se mantuvo contante para los años correspondientes a la proyección.

Moneda Dólares	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2028
Títulos (Cart Prom Anual)	2,634	2,175	3,170	3,558	4,287	4,933	7,905
Rdo por Títulos	-26	50	72	81	98	112	180
Rendimiento Títulos	-1.0%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%

En ambos casos las carteras sobre las que se aplicaron las tasas proyectadas se obtuvieron a partir del promedio entre los saldos de diciembre del año proyectado y del año anterior.

El total de ingresos por títulos públicos y privados alcanza en el año 2028 los $4.427 millones de pesos de los cuales el 96% corresponde posiciones en pesos y el 4% restante a posiciones en dólares.

OTROS INGRESOS FINANCIEROS

Dentro de los otros ingresos financieros se incluyen los obtenidos por opciones, operaciones a término y otros ingresos, conforme a su baja significatividad respecto al total de ingresos financieros en los últimos años (menos del 1%) los mismos fueros estimados como un porcentual (0.03%) respecto al total del volumen de negocios, entendiendo como tal la suma del total de préstamos y depósitos proyectados para cada uno de los años.

Moneda Pesos	2018	2019	2020	2021	2022	2023	→	2028
Otros Ingresos	15	22	30	38	45	52		88
Vol de Negocio	54,280	76,725	105,080	132,056	156,712	181,350		307,270
Rendimiento Títulos	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%		0.0%

El total de otros ingresos financieros alcanza los $88 millones en 2028.

OTROS EGRESOS FINANCIEROS

Dentro de esta línea se incluyen los egresos por impuestos y los correspondientes al Fondo de Garantía de los Depósitos.

Los egresos por impuestos fueron calculados como un porcentaje total (7.4%) respecto a la base imponible que en este caso se encuentra conformada por el total de ingresos financieros sin incluir los resultados por títulos públicos y los obtenidos por diferencias de cambio. El ratio del 7.4% que se mantiene para los años proyectados es el correspondiente a 2018 que muestra estabilidad en los últimos períodos.

Los cargos correspondientes al Fondo de Garantía de los Depósitos se proyectaron como la relación entre la línea y el total de depósitos (en pesos y en dólares), dada la estabilidad en los últimos períodos el porcentaje utilizado fue 0.1%.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	→	2028
Fondo de Gtía	44	21	30	37	43	49		78
Total de Depósitos	30,402	42,565	59,277	73,791	86,055	97,733		156,003
Ratio	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%		0.1%
Impuestos	836	1,401	1,535	1,427	1,326	1,191	→	1,290
IIFF sin Títulos	11,340	19,063	20,887	19,418	18,035	16,200		17,557
Ratio	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%		7.4%

El total de otros egresos financieros alcanza los $1,369 millones en 2028, de los cuales $78 corresponden al fondo de garantía y $1,290 a impuestos.

DIFERENCIAS DE COTIZACION

Para la estimación del resultado por reevalúo de la posición en moneda extranjera, se obtuvo la exposición del Banco para cada uno de los años de la proyección y se la multiplicó por la variación del tipo de cambio en cada uno de los períodos. La particularidad de la línea es que si bien en los últimos años el resultado anual era de pérdida, a partir de 2023 esta situación cambia a partir de que los préstamos en moneda extranjera crecen a una velocidad mayor que el financiamiento proveniente de plazo fijo y obligaciones negociables.

Como parte de los controles respecto a las regulaciones vinculadas con la Posición Global de Moneda Extranjera, se verificó que la exposición en moneda extranjera se ubicara dentro de los límites establecidos por el BCRA.

Moneda Pesos	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2028
Dif de Cotización	-810	-1,244	-565	-320	-87	249		1,015

AJUSTES

En las líneas de ajuste se encuentran representados los resultados por las colocaciones y las obligaciones que ajustan su capital por la variación de las UVA (Unidad de Valor Adquisitivo) correspondientes a préstamos hipotecarios y obligaciones negociables emitidas.

En el caso de los ingresos financieros los mismos se obtuvieron como un porcentaje sobre los intereses provenientes de los préstamos a personas físicas mientras que en el caso de las obligaciones negociables corresponde al reevalúo de la obligaciones expresadas en UVA por la variación de la inflación anual hasta la fecha de vencimiento final de ellas en el año 2022.

Moneda Pesos	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2028
IIFF Ajustes	839	1,449	1,571	1,435	1,306	1,141		1,142
EEFF Ajustes	1,030	1,242	1,125	640	261	0		0

PREVISIONES Y CARGOS POR INCOBRABILIDAD

Los cargos por incobrabilidad fueron determinados tomando en cuenta la variación de las previsiones por préstamos del activo y los fallidos netos, es decir los activos que fueron dados de baja en el período netos de los recuperos de capital obtenidos. Para la estimación de los cargos se realizaron los siguientes supuestos:

- La variación de las previsiones anuales (en pesos y en dólares) se establecieron tomando el ratio del último año respecto al total de préstamos en cada una de las monedas. El mismo desciende gradualmente en base al supuesto de que la mejora del escenario económico impacta de manera positiva en las previsiones y cargos por incobrabilidad
- Para los fallidos netos las estimaciones se realizaron mediante la utilización del ratio promedio histórico de los últimos 3 años entre fallidos netos y total de previsiones para cada una de las monedas.

Los saldos de previsiones y los cargos de incobrabilidad estimados fueron los siguientes:

QUAERERE VERUM
Universidad de San Andrés

Moneda Pesos	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2028
Saldo de Previsiones	**1,032**	1,414	1,685	1,989	2,223	2,406	3,539
Δ Previsiones	442	1,414	1,685	1,989	2,223	2,406	3,539
Fallidos Netos	515	752	896	1,058	1,182	1,280	1,882
Cargos por Inc.	**957**	**2,166**	**2,581**	**3,047**	**3,405**	**3,685**	**5,421**
Previsiones / Pmos	3.4%	3.4%	3.0%	2.8%	2.6%	2.4%	2.0%
Fallidos / Previsiones	49.9%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%	53.2%
Préstamos en Pesos	**30,562**	**41,882**	**56,156**	**71,028**	**85,481**	**100,242**	**176,954**

Moneda Dólares	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2028
Saldo de Previsiones	**118**	93	110	121	124	120	211
Δ Previsiones	96	93	110	121	124	120	211
Fallidos Netos	-48	-21	-25	-27	-28	-27	-48
Cargos por Inc.	**48**	**72**	**86**	**94**	**96**	**93**	**163**
Previsiones / Pmos	1.5%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%
Fallidos / Previsiones	-40.9%	-22.5%	-22.5%	-22.5%	-22.5%	-22.5%	-22.5%
Préstamos en Dólares	**7,895**	**10,815**	**14,502**	**18,342**	**22,074**	**25,886**	**45,696**

COMISIONES NETAS

Para la determinación de los ingresos y egresos por servicios se analizaron las relaciones históricas de estos rubros respecto al total de préstamos, al total de depósitos y al total del volumen de negocios del Banco (préstamos + depósitos). Finalmente, se decidió utilizar el ratio respecto al total de préstamos que presentaba una mayor estabilidad que el resto de las opciones analizadas.

- Ingresos por Servicios: se estimaron utilizando el ratio del último año respecto al total de préstamos.
- Egresos por Servicios: se estimaron a partir del ratio respecto al total de préstamos del último año, el ratio empeora levemente en cada uno de los períodos acompañando el crecimiento de la cartera de préstamos.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2028
Ing por Servicios en pesos	3,687	5,053	6,775	8,569	10,312	12,093	21,347
Egr por Servicios en pesos	1,281	1,756	2,369	3,014	3,648	4,304	7,818
Comisiones Netas	**2,405**	**3,296**	**4,406**	**5,555**	**6,664**	**7,789**	**13,529**
Préstamos	30,562	41,882	56,156	71,028	85,481	100,242	176,954
IxS / Pmos	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%	12.1%
ExS / Pmos	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.3%	4.3%	4.4%
	2018	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**	
Ing por Servicios en dólares	51	72	99	129	160	193	396
Egr por Servicios en dólares	6	9	12	15	19	22	44
Comisiones Netas	**45**	**63**	**87**	**114**	**141**	**171**	**352**
Préstamos	7,895	10,815	14,502	18,342	22,074	25,886	45,696
IxS / Pmos	0.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.9%
ExS / Pmos	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

GASTOS DE ADMINISTRACION

Los gastos de administración se proyectaron de acuerdo a su origen, realizando la distinción entre los provenientes del personal del Banco y el resto de ellos.

- Gastos al Personal: se obtuvo la cantidad de personal a diciembre de cada año para el cálculo de un costo promedio por empleado que se proyectó anualmente ajustándolo por la inflación definida en el escenario económico.
- Resto de Gastos: se definió como el 67.9% del total de gastos correspondientes al personal del Banco, dicho valor corresponde al promedio observado en los últimos 3 años.

Moneda Pesos	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**		**2028**
Gtos. Al Personal	2,956	4,150	5,258	6,267	7,082	7,719		10,101
Cant Personal	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950	1,950		1,950
Costo x Personal	1,516	2,128	2,696	3,214	3,632	3,959		5,052
Inflación Proy		40.4%	26.7%	19.2%	13.0%	9.0%		5.0%
Otros Gastos	1,895	2,818	3,571	4,256	4,809	5,242		6,860
OG / GA	64.1%	67.9%	67.9%	67.9%	67.9%	67.9%		67.9%
Gastos de Adm	**4,850**	**6,968**	**8,828**	**10,523**	**11,891**	**12,961**		**16,960**

UTILIDADES DIVERSAS

Dentro de las utilidades diversas se encuentran los resultados por participaciones, créditos recuperados, previsiones desafectadas y otras utilidades, a continuación se detallan los supuestos utilizados para su proyección:

- Resultados por Participaciones: se utilizó el rendimiento promedio respecto a la línea de participaciones del Activo, el valor utilizado fue el 49.9% correspondiente al promedio de los últimos 2 años (se debe tener en cuenta que los últimos 4 años presentaron rendimientos anuales promedio superiores al 43%).
- Créditos Recuperados / Previsiones Desafectadas y Otras Utilidades: fueron estimadas como un porcentaje sobre los préstamos en moneda pesos, en los 3 casos se utilizó el ratio correspondiente al último año (5%).

Moneda Pesos	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**		**2028**
Participaciones	2,801	3,990	5,464	7,263	9,089	11,062		20,587
Rdo Participaciones	1,204	1,989	2,724	3,621	4,532	5,516		10,265
Ratio %	43.0%	49.9%	49.9%	49.9%	49.9%	49.9%		49.9%

Moneda Pesos	**2018**	**2019**	**2020**	**2021**	**2022**	**2023**		**2028**
Otras Utilidades	1,564	2,144	2,886	3,657	4,410	5,182		9,185
Préstamos	29,973	41,075	55,285	70,068	84,497	99,288		175,978
Ratio %	5%	5%	5%	5%	5%	5%		5%

PERDIDAS DIVERSAS

Las pérdidas diversas fueron estimadas como un porcentaje sobre los préstamos en moneda pesos, para ello se utilizó el ratio correspondiente al último año (3%).

Moneda Pesos	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2028
Pérdidas Diversas	764	1,047	1,410	1,786	2,154	2,532		4,487
Préstamos	29,973	41,075	55,285	70,068	84,497	99,288		175,978
Ratio %	3%	3%	3%	3%	3%	3%		3%

IMPUESTO A LAS GANANCIAS

El impuesto se determinó a partir de la aplicación de una alícuota del 30% sobre el resultado antes de la aplicación del Impuesto a las Ganancias, la particularidad de la línea es que el Banco cuenta con un activo por impuesto diferido que a diciembre de 2018 alcanza un saldo a favor por $1,000 millones de pesos de acuerdo al documento de Disciplina de Mercado.

De cara a la proyección, el saldo a favor de $1,000 millones de pesos se consume totalmente en el primer año por lo que la alícuota de 2019 alcanza el 7%, mientras que en los años restantes permanece constante en el 30%.

Moneda Pesos	2018	2019	2020	2021	2022	2023		2028
Rdo antes IIGG	2,200	5,720	7,069	6,714	7,291	8,135		14,930
IIGG	149	716	2,121	2,014	2,187	2,440		4,479
Alícuota %	7%	13%	30%	30%	30%	30%		30%

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

ANALISIS DE LOS BALANCES PROYECTADOS

Con el objetivo de brindar una visión integral de las proyecciones detalladas en los apartados precedentes, se analizan los principales aspectos a nivel global del Estado de Situación Patrimonial, Estado de Resultados y los principales indicadores estimados para Banco Hipotecario.

Balance ESP de "Gestión" en Pesos

BANCO HIPOTECARIO	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021	Dic 2022	Dic 2023	Dic 2024	Dic 2025	Dic 2026	Dic 2027	Dic 2028
Activo	**78,190**	**104,001**	**138,022**	**169,558**	**197,139**	**223,312**	**243,904**	**267,421**	**293,102**	**319,421**	**351,755**
Disponibilidades	**8,490**	**10,633**	**14,257**	**17,129**	**19,281**	**21,059**	**22,199**	**23,408**	**24,590**	**25,659**	**28,245**
Efectivo	3,242	3,141	4,333	5,394	6,312	7,155	7,842	8,617	9,444	10,321	11,337
Integración (Efect. Mínimo)	5,248	7,491	9,924	11,734	12,969	13,903	14,357	14,791	15,146	15,338	16,908
Títulos Públicos y Privados	**20,507**	**25,485**	**33,047**	**38,040**	**40,735**	**42,167**	**41,793**	**42,971**	**45,018**	**45,518**	**47,650**
Préstamos + Leasing	**37,889**	**51,988**	**69,932**	**88,612**	**106,837**	**125,512**	**141,806**	**159,060**	**177,972**	**198,969**	**222,270**
Pmos asimilables a PF	26,198	35,755	47,940	60,636	72,975	85,576	96,532	108,104	120,958	135,228	151,064
Pmos asimilables a PJ	12,259	16,943	22,718	28,734	34,581	40,552	45,744	51,227	57,318	64,081	71,585
Int Dev a cobrar / Aj NIIF	582	798	1,070	1,353	1,628	1,909	2,154	2,412	2,699	3,017	3,370
Previsiones	-1,150	-1,507	-1,795	-2,110	-2,346	-2,525	-2,622	-2,684	-3,003	-3,357	-3,750
Participaciones	**2,801**	**3,990**	**5,464**	**7,263**	**9,089**	**11,062**	**12,952**	**15,078**	**16,738**	**18,504**	**20,587**
Otros Activos	**8,502**	**11,906**	**15,321**	**18,514**	**21,197**	**23,512**	**25,155**	**26,905**	**28,784**	**30,770**	**33,004**
Pasivo	**68,391**	**92,552**	**125,786**	**155,407**	**180,414**	**203,924**	**222,749**	**243,505**	**266,089**	**289,031**	**317,639**
Depósitos	**30,402**	**42,565**	**59,277**	**73,791**	**86,055**	**97,733**	**107,298**	**117,955**	**129,545**	**141,232**	**156,003**
Sector Público	**3,625**	**5,376**	**7,372**	**9,177**	**10,761**	**12,184**	**13,338**	**14,653**	**16,039**	**17,555**	**19,213**
Sector Financiero	**102**	**122**	**167**	**208**	**244**	**277**	**303**	**333**	**364**	**399**	**436**
Sector Privado	**26,675**	**37,067**	**51,737**	**64,406**	**75,050**	**85,272**	**93,657**	**102,969**	**113,142**	**123,279**	**136,354**
Cuenta corriente	*3,560*	*5,404*	*7,410*	*9,224*	*10,815*	*12,246*	*13,406*	*14,728*	*16,120*	*17,644*	*19,311*
Caja de Ahorros	*7,085*	*9,443*	*12,948*	*16,119*	*18,899*	*21,400*	*23,427*	*25,737*	*28,170*	*30,833*	*33,745*
Plazo Fijo	*15,155*	*20,927*	*29,606*	*36,855*	*42,746*	*48,695*	*53,616*	*58,979*	*64,992*	*70,578*	*78,676*
Otros Depósitos	*277*	*387*	*531*	*661*	*775*	*878*	*961*	*1,056*	*1,156*	*1,265*	*1,385*
Int y Dif Cot deveng a pagar	*598*	*906*	*1,242*	*1,547*	*1,813*	*2,053*	*2,248*	*2,469*	*2,703*	*2,958*	*3,238*
Obligaciones Negociables	**27,329**	**34,975**	**46,197**	**56,247**	**64,420**	**71,751**	**77,234**	**83,262**	**89,812**	**96,342**	**104,619**
Otras financiaciones	**10,660**	**15,012**	**20,312**	**25,369**	**29,940**	**34,441**	**38,217**	**42,288**	**46,732**	**51,457**	**57,016**
Patrimonio Neto	**9,799**	**11,449**	**12,236**	**14,151**	**16,724**	**19,388**	**21,155**	**23,917**	**27,013**	**30,390**	**34,116**
Resultado del Ejercicio	**2,051**	**5,004**	**4,949**	**4,699**	**5,104**	**5,694**	**5,389**	**6,377**	**7,592**	**8,950**	**10,451**

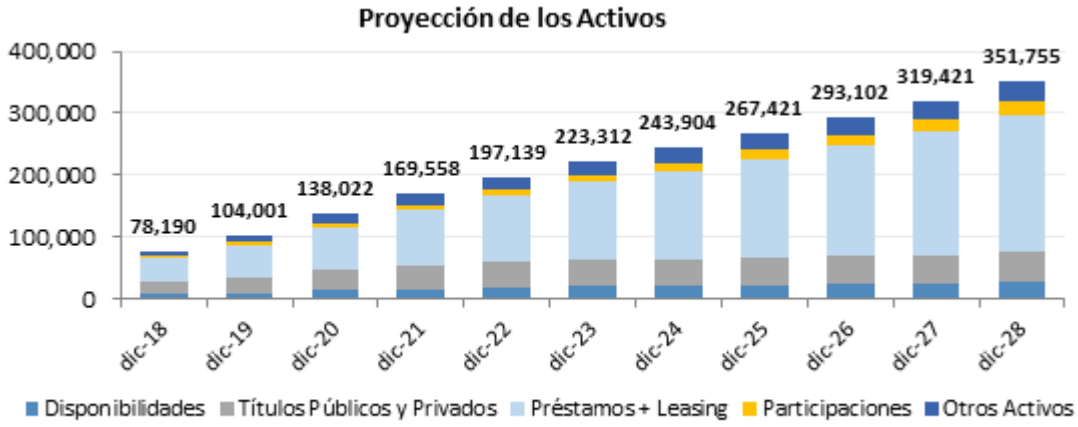
Los Activos alcanzan en el año 2028 el total de $351.755 millones de pesos, al analizar su evolución dentro de los 10 años de proyección, inician con un fuerte crecimiento en los primeros años (33% en 2019, 33% en 2020 y 23% en 2021), para luego estabilizarse en los últimos 5 años en el 10% anual.

	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28
Total de Activos	78,190	104,001	138,022	169,558	197,139	223,312	243,904	267,421	293,102	319,421	351,755
Variación %	33%	33%	33%	23%	16%	13%	9%	10%	10%	9%	10%

Entre las principales fuentes de crecimiento de los primeros años se destacan las disponibilidades (25%) que crecen fuertemente por la suba de encajes de finales del año anterior para luego reducirse gradualmente, los préstamos (37%) a partir de la mejora propuesta del ratio créditos del sistema financiero / PBI nominal. Por último, los títulos públicos se incrementan (24%) como consecuencia del crecimiento de los depósitos. Respecto a su composición, entre los años 2018 y 2028:

- Préstamos crece del 48% al 63%
- Títulos Públicos cae del 26% al 14%
- Disponibilidades cae del 11% al 8%
- Participaciones crece del 4% al 6%

- Otros Activos cae del 11% al 9%



Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

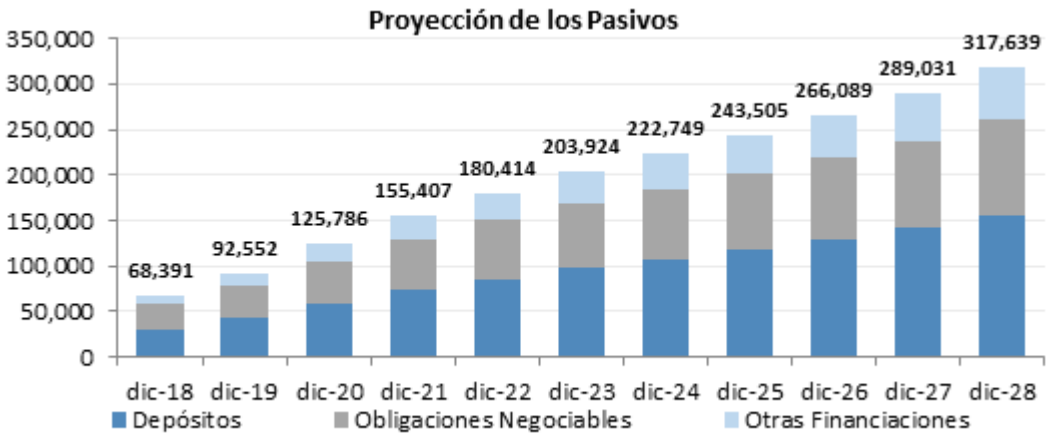
Los pasivos por su parte crecen a un mayor ritmo que los activos, ya que como parte del modelo de valuación, el patrimonio se ajusta anualmente mediante la resta del importe de los flujos de fondos libres calculados (que reciben el mismo tratamiento contable de los pagos de dividendos anuales). Dado que los resultados anuales no llegan a compensar este efecto, los pasivos crecen en un nivel superior.

Los Pasivos alcanzan en el año 2028 el total de $317.639 millones de pesos, al analizar su evolución dentro de los 10 años de proyección, inician con un fuerte crecimiento en los primeros años (35% en 2019, 36% en 2020 y 24% en 2021), para luego estabilizarse en los últimos 5 años en el 9%.

	dic-18	dic-19	dic-20	dic-21	dic-22	dic-23	dic-24	dic-25	dic-26	dic-27	dic-28
Pasivos	68,391	92,552	125,786	155,407	180,414	203,924	222,749	243,505	266,089	289,031	317,639
Variación %	33%	35%	36%	24%	16%	13%	9%	9%	9%	9%	10%
PN	9,799	11,449	12,236	14,151	16,724	19,388	21,155	23,917	27,013	30,390	34,116
Variación %	28%	17%	7%	16%	18%	16%	9%	13%	13%	13%	12%
Pasivos + PN	78,190	104,001	138,022	169,558	197,139	223,312	243,904	267,421	293,102	319,421	351,755
Variación %	33%	33%	33%	23%	16%	13%	9%	10%	10%	9%	10%

Entre las principales fuente de crecimiento de los primeros años se destacan los depósitos y las obligaciones negociables. Respecto a su composición, entre los años 2018 y 2028:

- Depósitos crece del 44% al 49%
- Obligaciones Negociables cae del 40% al 33%
- Otras Financiaciones crece del 16% al 18%



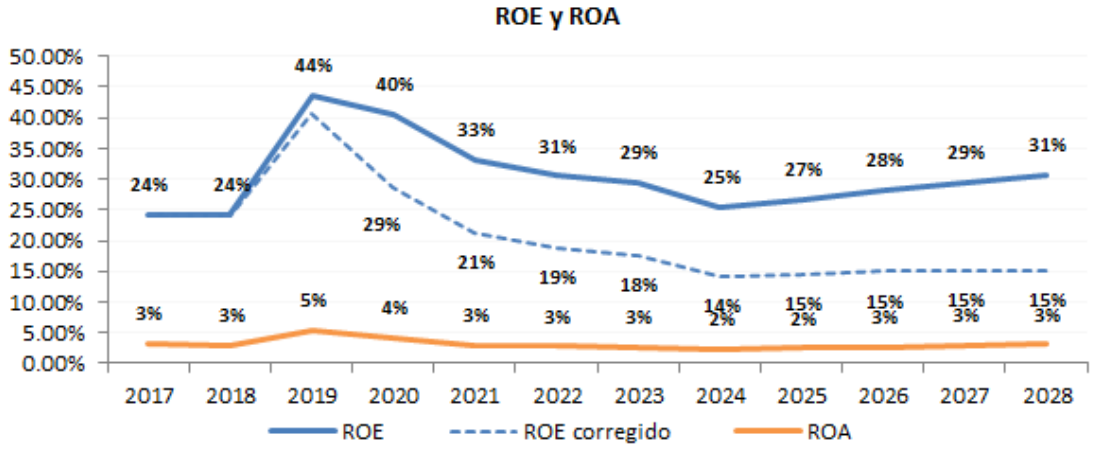
Fuente: Elaboración propia en base a información BCRA

A continuación se resumen las principales líneas con la evolución de los resultados estimados para el período de proyección:

BANCO HIPOTECARIO	Dic 2018	Dic 2019	Dic 2020	Dic 2021	Dic 2022	Dic 2023	Dic 2024	Dic 2025	Dic 2026	Dic 2027	Dic 2028
Ingresos Financieros	17,448	32,005	34,133	30,664	27,167	23,205	18,990	17,041	18,574	20,204	21,985
Intereses por Préstamos	10,485	17,592	19,286	17,945	16,684	15,007	12,899	12,002	13,311	14,749	16,328
Intereses por Títulos/FF/ON	6,109	12,942	13,246	11,245	9,132	7,006	5,093	4,130	4,256	4,342	4,427
Ajustes	839	1,449	1,571	1,435	1,306	1,141	941	845	935	1,034	1,142
Otros Ingresos	15	22	30	38	45	52	58	64	71	79	88
Egresos Financieros	13,083	22,478	22,852	19,660	15,923	11,926	9,248	7,176	7,709	8,218	8,866
Intereses por Ctas Vista	1,025	1,689	1,355	877	577	355	230	167	168	169	171
Intereses por PF	3,474	6,873	8,025	6,917	5,649	4,324	2,887	2,095	2,317	2,512	2,806
Intereses por ON / Otros Dep	5,493	10,008	10,217	9,442	7,980	6,256	5,310	4,317	4,695	5,089	5,537
Ajustes	1,030	1,242	1,125	640	261	0	0	0	0	0	0
Otros Egresos	2,053	2,667	2,130	1,784	1,455	991	821	597	529	448	353
Cargos por Incobrabilidad	1,005	2,238	2,666	3,141	3,501	3,778	3,915	3,997	4,472	4,999	5,585
Margen Financiero	3,361	7,289	8,614	7,863	7,744	7,501	5,827	5,868	6,393	6,986	7,533
Ingresos por Servicios	3,738	5,124	6,874	8,698	10,472	12,286	13,866	15,536	17,392	19,453	21,743
Egresos por Servicios	1,288	1,765	2,381	3,029	3,667	4,326	4,909	5,529	6,223	6,997	7,862
Gastos de Administración	4,850	6,968	8,828	10,523	11,891	12,961	13,678	14,433	15,231	16,072	16,960
Gastos al Personal	2,956	4,150	5,258	6,267	7,082	7,719	8,146	8,596	9,071	9,572	10,101
Resto de Gastos	1,895	2,818	3,571	4,256	4,809	5,242	5,532	5,838	6,160	6,500	6,860
Resultado Operativo	961	3,681	4,279	3,008	2,658	2,500	1,106	1,441	2,331	3,370	4,454
Utilidades Diversas	2,004	3,086	4,200	5,492	6,788	8,166	9,454	10,880	12,107	13,432	14,963
Participaciones	1,204	1,989	2,724	3,621	4,532	5,516	6,458	7,518	8,346	9,226	10,265
Otras Utilidades	800	1,097	1,476	1,871	2,256	2,651	2,996	3,362	3,762	4,206	4,698
Pérdidas Diversas	764	1,047	1,410	1,786	2,154	2,532	2,861	3,211	3,593	4,016	4,487
Resultado Filiales en el exterior	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Resultado antes IIGG	2,200	5,720	7,069	6,714	7,291	8,135	7,699	9,110	10,846	12,786	14,930
Impuesto a las Ganancias	149	716	2,121	2,014	2,187	2,440	2,310	2,733	3,254	3,836	4,479
Resultado Neto	2,051	5,004	4,949	4,699	5,104	5,694	5,389	6,377	7,592	8,950	10,451

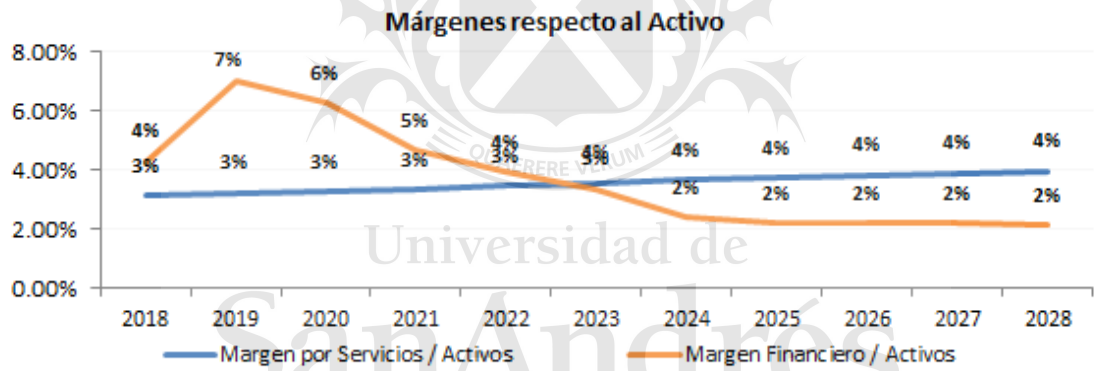
Los principales indicadores de rentabilidad evolucionan de la siguiente manera:

- ROE: se presentan 2 alternativas del mismo indicador, en el primer caso el ratio crece fuertemente en los primeros años para luego estabilizarse. En el segundo caso, se ajustó el Patrimonio Neto sin contemplar su caída por el "pago de dividendos" y el ratio cae acompañando la disminución de la inflación y la baja de tasas del sistema.
- ROA: se distinguen 2 etapas, en los primeros 6 años el indicador disminuye levemente y en los últimos 5 años recupera parte de lo perdido en los años anteriores.



Fuente: BCRA y Elaboración propia

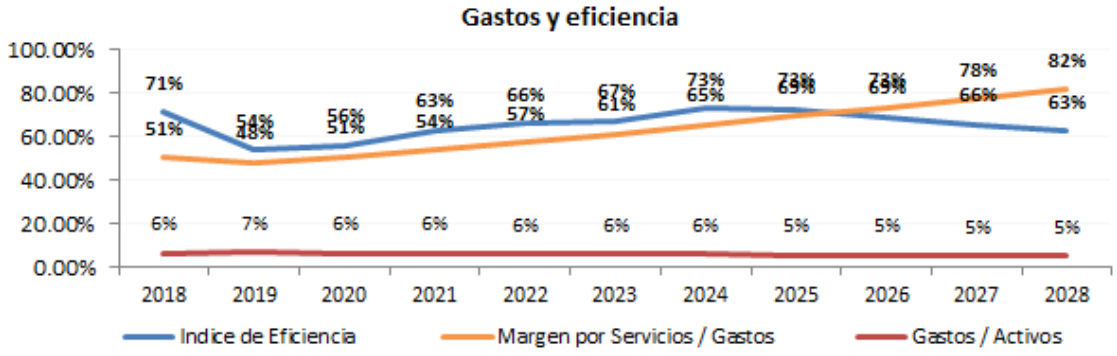
Si se analizan los ingresos separando los originados en el margen financiero de los vinculados al margen por servicios respecto al total de activos, se observa que el primero cae fuertemente en los primeros 5 años por la baja de la inflación y de las tasas del sistema financiero, mientras que el margen por servicios mejora al potenciarse con el crecimiento de la cartera de préstamos (driver utilizado para su proyección).



Fuente: BCRA y Elaboración propia

Respecto al impacto de los gastos y la eficiencia, se pueden realizar las siguientes conclusiones:

- Mejora del nivel de absorción de gastos con ingresos por servicios
- Mejora del índice de eficiencia
- Los gastos como porcentaje de los activos caen, lo que implica una mejora propiciada principalmente por el crecimiento de los préstamos en el período de proyección.



Fuente: BCRA y Elaboración propia

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

FLUJO DE FONDOS LIBRE

Para la determinación de los flujos de fondos libres tal como se mencionó anteriormente se asume como supuesto base que los resultados obtenidos por la Entidad para los períodos proyectados al cierre de cada año son distribuidos a los accionistas en forma de dividendos en efectivo, en el año siguiente al que son obtenidos.

Se entiende como dividendos en efectivo la diferencia entre el Capital con el que cuenta el Banco al finalizar cada año (medido a través de la RPC) y el Capital Mínimo determinado por el Regulador (BCRA).

Para la estimación del Capital Mínimo se determinó la exigencia total que comprende los requerimientos por:

- Riesgo de Crédito
- Riesgo de Mercado
- Riesgo Operacional

El cálculo de la exigencia por Riesgo de Crédito se simplificó a partir de la proyección de los activos ponderados por riesgo (APR) que comprenden las exposiciones dentro y fuera de balance para cada uno de los años proyectados y al valor obtenido se le aplicó el ponderador de riesgo, multiplicándolo por el 8%.

Los activos ponderados por riesgo se estimaron de forma simplificada mediante la aplicación de los ponderadores que se detallan a continuación para cada una de las exposiciones:

Exposición	Ponderador
Títulos en U$	100%
Hipotecarios	70%
Resto Pmos S. Priv	20%
Sector Financiero en $	100%
Sector Financiero en U$$	100%
Bienes de Uso	100%
Participaciones	100%

El riesgo de mercado, dada su menor incidencia en la exigencia total, se calculó como el 8.0% del total del Capital Mínimo alcanzado, valor que surge del análisis de la relación histórica entre estas variables en los últimos años.

Para el cálculo del riesgo operacional se trabajó con los ingresos brutos promedio de los últimos 36 meses, importe sobre el cual se aplicó la alícuota del 15% correspondiente a la exigencia de riesgo operacional para cada uno de los períodos proyectados.

A partir del cálculo de los riesgos de crédito, mercado y operacional se llegó a los siguientes valores que representan el capital mínimo exigido por el regulador para cada uno de los años de la proyección:

QUAERERE VERUM
Universidad de
San Andrés

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
A.P.R.	50,341	63,912	85,381	107,657	129,040	150,585	169,181	188,991	210,222	233,664	259,747
Riesgo de Crédito	4,032	5,113	6,830	8,613	10,323	12,047	13,534	15,119	16,818	18,693	20,780
Riesgo de Mercado	420	538	698	858	1,011	1,164	1,295	1,434	1,583	1,748	1,930
Riesgo Operacional	1,238	1,636	1,923	2,150	2,359	2,555	2,710	2,868	3,039	3,224	3,424
Total Exigencia	**5,690**	**7,287**	**9,452**	**11,621**	**13,693**	**15,766**	**17,539**	**19,421**	**21,440**	**23,665**	**26,134**

Fuente: Documentos de Disciplina de Mercado del Banco Hipotecario y elaboración propia

Respecto a la estimación de la Responsabilidad Patrimonial Computable se optó por simplificar el enfoque utilizando como aproximación el Patrimonio Neto calculado para cada año.
El Patrimonio Neto se obtuvo de la siguiente manera:

$$PN_t = PN_{t-1} - FFL_t + Rdo_t$$

El patrimonio del primer año de la proyección ($11.449 millones en 2019) surge del Patrimonio Neto de cierre del año 2018 ($9,799 millones), a los que se resta el flujo de fondos obtenidos que será distribuido como dividendo ($3,354 millones) y se le adiciona el resultado proyectado para el año 2019 ($5,004 millones), una vez ajustado el patrimonio se procede al cierre de balance utilizando la cuenta de Plazo Fijo definida para esa función

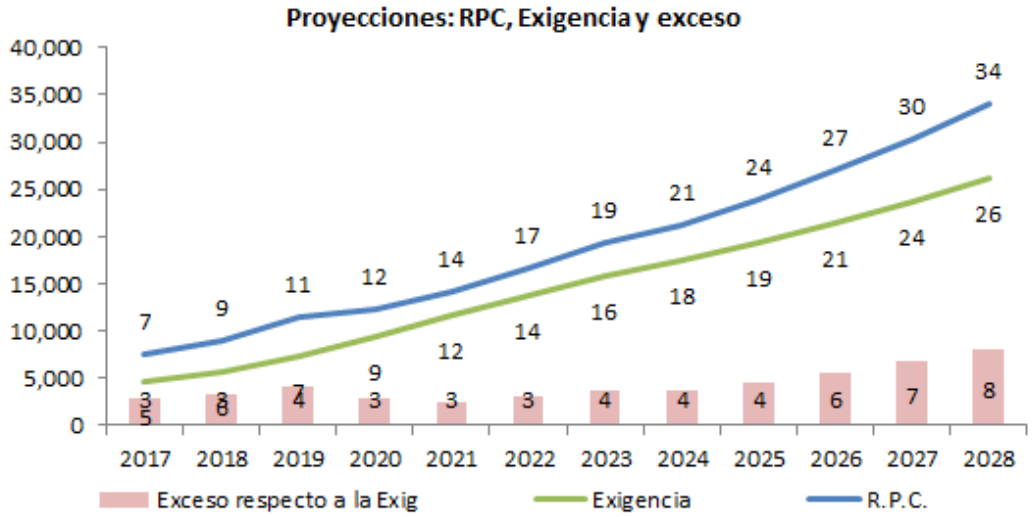
El objetivo de la corrección es evitar una posible duplicación en la estimación de los flujos de fondos libres ya que de no ajustar la R.P.C. (en este caso el Patrimonio Neto) se estarían considerando como dividendos los flujos que ya fueron distribuidos en el año anterior. A continuación se puede observar los valores alcanzados correspondientes al capital mínimo regulatorio, la responsabilidad patrimonial computable y el exceso de capital para cada año del período proyectado.

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
A.P.R.	50,341	63,912	85,381	107,657	129,040	150,585	169,181	188,991	210,222	233,664	259,747
Riesgo de Crédito	4,032	5,113	6,830	8,613	10,323	12,047	13,534	15,119	16,818	18,693	20,780
Riesgo de Mercado	420	538	698	858	1,011	1,164	1,295	1,434	1,583	1,748	1,930
Riesgo Operacional	1,238	1,636	1,923	2,150	2,359	2,555	2,710	2,868	3,039	3,224	3,424
Total Exigencia	**5,690**	**7,287**	**9,452**	**11,621**	**13,693**	**15,766**	**17,539**	**19,421**	**21,440**	**23,665**	**26,134**
PN	**9,799**	**11,449**	**12,236**	**14,151**	**16,724**	**19,388**	**21,155**	**23,917**	**27,013**	**30,390**	**34,116**
R.P.C.	**9,044**	**11,449**	**12,236**	**14,151**	**16,724**	**19,388**	**21,155**	**23,917**	**27,013**	**30,390**	**34,116**
RPC/PN	92.3%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
Exceso respecto a la Exig	**3,354**	**4,161**	**2,784**	**2,531**	**3,031**	**3,622**	**3,616**	**4,495**	**5,573**	**6,725**	**7,983**
Flujo de Fondos Libre en Pesos		**3,354**	**4,161**	**2,784**	**2,531**	**3,031**	**3,622**	**3,616**	**4,495**	**5,573**	**6,725**

Fuente: Documentos de Disciplina de Mercado del Banco Hipotecario y elaboración propia

El exceso de capital de cada año se libera a los accionistas en el año siguiente bajo la forma de dividendo en efectivo, es decir que el exceso de $3,354 obtenido en el año 2018 será el flujo de fondos libres para 2019. Dado que el dividendo representa una salida de fondos, a los efectos del modelo de valuación, el egreso es cubierto mediante una disminución del Patrimonio Neto, al igual que ocurre en la práctica con la eliminación de las reservas constituidas para los pagos a los accionistas.

A continuación se muestra la evolución anual de la exigencia por capitales mínimos, la RPC y el exceso de fondos:



QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

TASA DE DESCUENTO

El cálculo de la tasa de descuento utilizada para la valuación se realizó en moneda dólar, al igual que la determinación de los flujos de fondos a descontar (que se estimaron primeramente en pesos y luego se convirtieron al tipo de cambio proyectado). La fórmula de cálculo utilizada fue la siguiente:

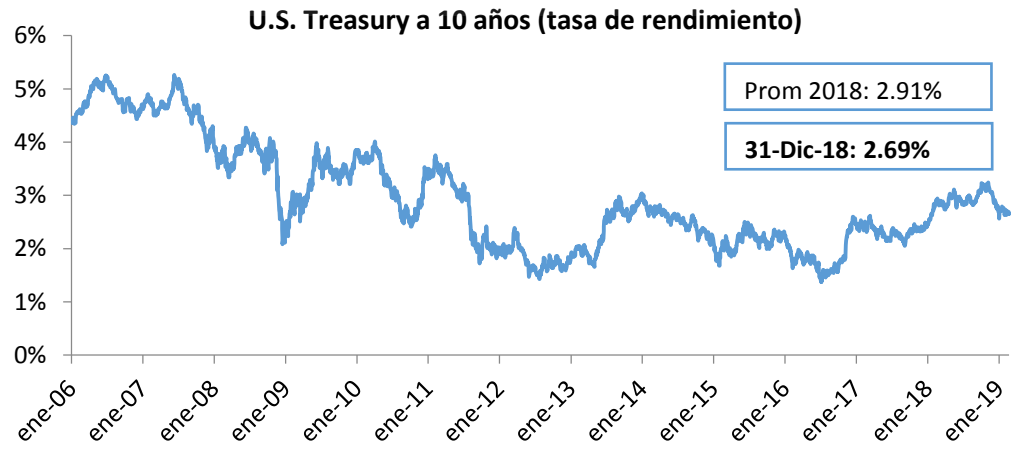
$$CO = Rf + \beta * PRM + RP$$

Dónde:
CO: Costo de Oportunidad
Rf: Tasa libre de Riesgo
β: Beta
PRM: Prima de Riesgo por el Mercado accionario
RP: Riesgo País

El supuesto central del enfoque seleccionado consiste en el cálculo del costo de oportunidad de un Banco Regional de los Estados Unidos al que se le suma una prima que refleja el riesgo país vinculado a la República Argentina.

Rf: Tasa Libre de Riesgo
Para la obtención de la tasa libre de riesgo se analizó la serie de rendimiento de los bonos del Gobierno de los Estados Unidos emitidos a un plazo de 10 años (U.S. Treasury). Al observar su comportamiento, se pueden diferenciar distintas etapas, claramente descendente entre los años 2008 y 2013, de estabilidad entre los años 2014 y 2016 y de tendencia ascendente desde 2017 hasta la actualidad, reflejando los cambios en la política monetaria de la Reserva Federal de los Estados Unidos.

La tasa al 31 de Diciembre de 2018 alcanzó un valor de 2.69%, mientras que el promedio del último año se ubicó en el 2.91%; dada la poca diferencia entre los valores y las expectativas de que la tasa se mantenga al menos en el corto plazo por la desaceleración de la economía global se opta por utilizar para este trabajo la tasa de 2.69%.



Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos

β: Beta
La Beta mide el grado de variabilidad en el rendimiento de una acción respecto a la rentabilidad promedio del mercado en el que opera, para su determinación se analizaron las

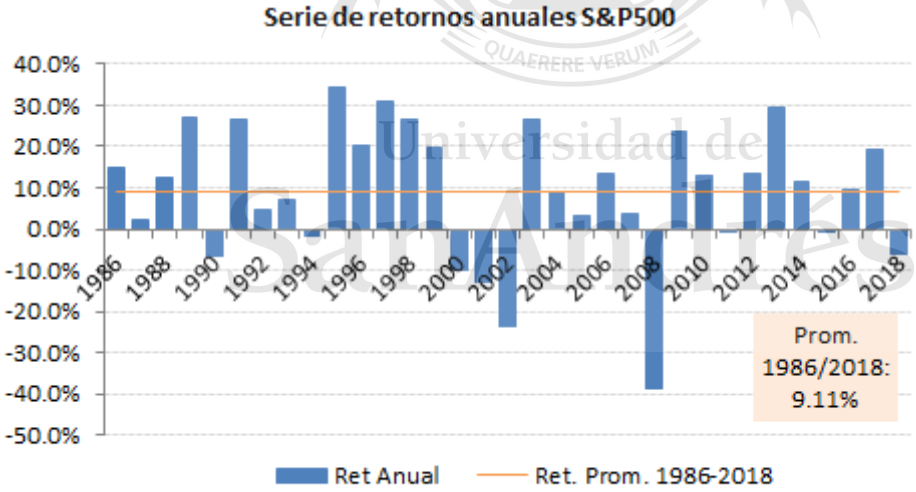
series de retornos históricas de los últimos 10 años del índice S&P 500 y de un grupo de bancos regionales de los Estados Unidos (SVB Financial, MTB Bank Corp, BB&T Corporation y U.S. Bankcorp) que concentran sus operaciones en ese país. Los cálculos fueron realizados para 1, 2, 5 y 10 años y la Beta se encuentra ponderada por la capitalización bursátil de cada uno de los bancos, a continuación se exponen los resultados obtenidos.

		Beta de Bancos Reginales EEUU respecto al S&P500				
		SVB Financial	MTB Bank Corp	BB&T Corporation	U. S. Bankcorp	***Beta Promedio Ponderada***
Ticker		SIVB	MTB	BBT	USB	
Capitalización Bursatil (USD B)		11.4	22.9	38.3	83.8	
Beta Respecto al S&P 500	*1 año (2017-18)*	*1.41*	*0.80*	*0.79*	*0.76*	*0.82*
	2 años (2016-18)	*1.55*	*0.89*	*0.87*	*0.83*	*0.90*
	5 años (2013-18)	*1.60*	*1.01*	*1.02*	*0.99*	*1.04*
	10 años (2008-18)	*1.63*	*1.26*	*1.37*	*1.37*	*1.37*

Se observa que la Beta promedio ponderada se incrementa gradualmente al incorporar los años de retornos, se decide utilizar para este trabajo la Beta Total de los últimos 10 años: 1.37.

PRM: Prima de Riesgo por el Mercado accionario

Para el cálculo de la prima por riesgo de mercado accionario, se tomó como referencia el rendimiento anual obtenido por una cartera de acciones que componen el índice S&P 500, a partir del análisis de la serie histórica anual desde el año 1986, el valor obtenido fue de 9.11%.

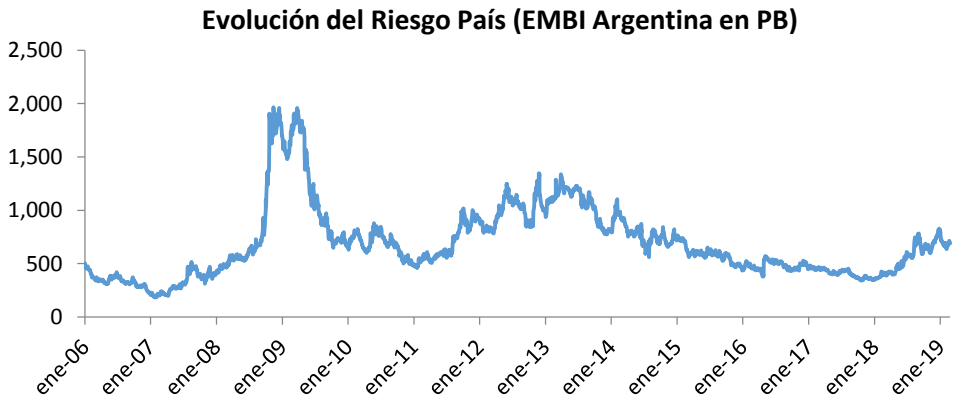


Fuente: Yahoo Finance

La prima de riesgo de mercado final es de 6.42%, surge del promedio de retornos anuales del período 1986-2018 (9.1%), al que se le resta la tasa libre de riesgo (2.69%) seleccionada en el presente trabajo.

Riesgo País

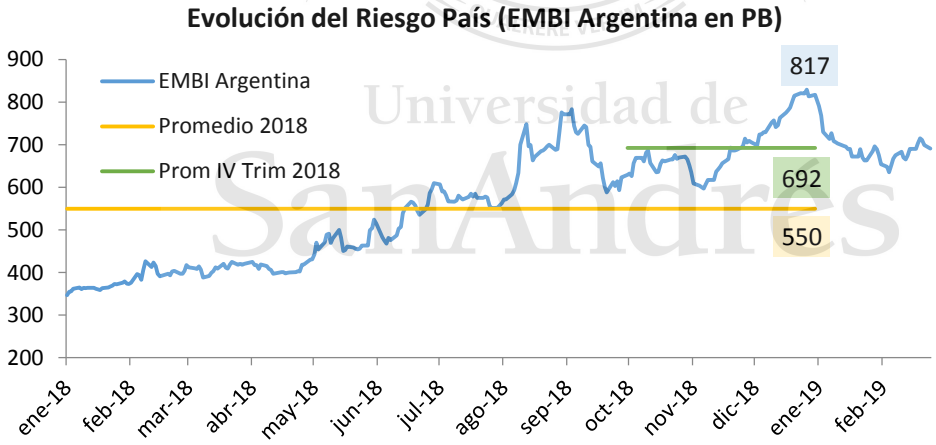
Para su determinación se tomó como referencia el índice EMBI, elaborado por el Banco JP Morgan Chase. La evolución histórica del índice muestra un claro descenso a partir de 2013, alcanzando los mínimos valores en el año 2017 (342 PB), sin embargo la tendencia se modificó significativamente a partir de 2018 con una fuerte suba vinculada a la crisis económica y cambiara de la Argentina.



Fuente: Ministerio de Finanzas, República Argentina

Se analizaron diferentes alternativas dada la volatilidad del índice en el último año, decidiendo utilizar el Riesgo País al 31 de Diciembre de 2018 para el cálculo de la tasa de descuento, quedando establecido en 817 puntos básicos.

Con la mejora del escenario económico propuesta para los 10 años de proyección es de suponer una mejora del riesgo país en el tiempo mediante una baja gradual índice EMBI para la Argentina, pero dada la dificultad de estimar en forma precisa y adecuada la trayectoria del mismo, se opta por establecerlo en el valor fijo de 817 puntos básicos y ofrecer como medida alternativa un análisis de sensibilidad frente a diferentes escenarios posibles cuantificando el impacto monetario en la valuación por flujo de fondos.



Fuente: Ministerio de Finanzas, República Argentina

<u>Determinación de la Tasa de Descuento</u>

La tasa de descuento en dólares para la valuación del Banco Hipotecario es del 19.66% valor que surge de:

$$CO = Rf + \beta * PRM + RP$$

19.66 = 2,69% + 1,37 * (9.11% - 2.69%) + 8.17%

VALUACIÓN DEL BANCO

VALUACION PARA EL PERIODO PROYECTADO

A continuación se detallan los valores obtenidos para los 10 años de proyección, desglosando los flujos de fondos en moneda pesos, el tipo de cambio utilizado para su conversión a dólares y la tasa para el descuento de los fondos.

El valor del Banco Hipotecario al 31 de Diciembre de 2018 para el período de proyección explícita es de **US$ 213 millones de dólares.**

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Flujo de Fondos Libre en Pesos	3,354	4,161	2,784	2,531	3,031	3,622	3,616	4,495	5,573	6,725
Tipo de Cambio	$ 51.5	$ 62.0	$ 72.5	$ 80.3	$ 85.8	$ 88.3	$ 90.9	$ 93.6	$ 96.3	$ 99.2
Flujo de Fondos en Dólares	65	67	38	32	35	41	40	48	58	68
Tasa de Descuento	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%	19.7%
Valor Actual en dólares	54	47	22	15	14	14	11	11	12	11
Valuación para la Proyección Explí	213									

VALOR TERMINAL

La fórmula utilizada para la determinación del valor terminal es la siguiente:

$$VT = \frac{F * (1 + c)}{(CO - c)}$$

Dónde:
F: flujos de fondos libres de 2028 expresados en dólares (último año del período de valuación explícita)
c: tasa de crecimiento a perpetuidad de los flujos de fondos en dólares
CO: Costo de Oportunidad

En el cálculo del valor terminal se utilizó como tasa de crecimiento a perpetuidad en pesos 10.4%, que representa el valor de crecimiento de la exigencia de capital en el último año de a proyección ya que los fondos crecerán en la medida que lo permitan los crecimiento de la exigencia y de la R.P.C. La conversión de la tasa de crecimiento a perpetuidad en pesos a moneda dólar se realizó mediante el ajuste por la variación del tipo de cambio a perpetuidad del escenario (definido en 2.9% para el último período), quedando definido en el 7.3%.

El valor del Banco Hipotecario para el valor terminal es de **US$ 114 millones de dólares.**

VALOR DEL BANCO

El valor total del Banco alcanzado para el 31 de Diciembre de 2018 en el presente trabajo es de **US$ 327 millones de dólares**, de los cuales el 65% corresponde al período de valuación explícita mientras que el 35% restante al valor terminal.

QUAERERE VERUM
Universidad de
San Andrés

VALUACION POR MULTIPLOS

Con el objetivo de evaluar la razonabilidad del valor obtenido mediante la valuación por flujos de fondos libres de los accionistas, se propone la realización de una valuación alternativa mediante el cálculo de los principales ratios comparables correspondientes al sistema financiero para el sector bancario:

- Price Earning
- Valor de Mercado / Valor Libro
- Valor de Mercado / Participación de mercado en volumen de negocios
- Valor de Mercado / Participación de mercado en depósitos vista

Las empresas seleccionadas para la determinación de los ratios fueron elegidas bajo la condición de que pertenezcan al sector bancario argentino y que coticen sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires:

- Santander
- BBVA
- Supervielle
- Patagonia

A continuación se detalla la metodología, los cálculos y los resultados obtenidos mediante los comparables.

PRICE EARNING

Los ratios obtenidos para los bancos seleccionados son los siguientes:

	P/E
Santander Río	6.10
SUPERVIELLE	4.82
BBVA	8.42
BANCOPATAGONIA	5.04
Promedio	**6.10**

* Fuente: Yahoo Finance

Los beneficios del Banco Hipotecario en 2018 ascendieron a $2.510 millones de pesos, si se le aplica el valor promedio de los ratios de los bancos de la muestra (6.10) se alcanza un total de $12.503 millones de pesos que convertidos a dólares a 37.8083 (cotización al 31 de Diciembre de 2018) suman un total de **US$ 331 millones de dólares**.

VALOR DE MERCADO / VALOR LIBRO

Los ratios obtenidos para los bancos seleccionados son los siguientes:

	VM / VL	ROE
Santander Río	1.56	43.6%
SUPERVIELLE	1.57	20.1%
BBVA	2.19	30.0%
BANCOPATAGONIA	1.38	58.7%

* Fuente: Yahoo Finance

El banco con el ROE que más se asemeja al Banco Hipotecario es el Supervielle, que cuenta con un valor del ratio VM/VL de 1.57, si se aplica sobre el valor libro de Banco Hipotecario a Diciembre de 2018 ($9.799 millones de pesos) arroja un total de $15.834 millones de pesos que convertidos a dólares a 37.8083 (cotización al 31/12/2018) suman un total de **US$ 407 millones de dólares**.

VALOR DE MERCADO / PARTICIPACION DE MERCADO EN VOLUMEN DE NEGOCIOS

Los ratios obtenidos para los bancos seleccionados son los siguientes:

	Cap. Bursatil	MS Volumen de Negocio	Valor por cada 100 PB de MS
Santander Río	77,250	9.8%	7,888
SUPERVIELLE	27,810	2.5%	10,912
BBVA	97,110	6.9%	14,155
BANCOPATAGONIA	29,050	2.9%	9,916
Promedio	**57,805**		**10,718**

* Fuente: Yahoo Finance

Universidad de San Andrés

Al igual que fue mencionado anteriormente, con volumen de negocios nos referimos a la suma de los préstamos y los depósitos de las entidades financieras.

Teniendo en cuenta el valor promedio por cada 100 PB de cuota de negocio es de $10.718 millones de pesos, el valor correspondiente a Banco Hipotecario con una participación del 1.07% de acuerdo a este ratio es de $11.467 millones de pesos que **en dólares alcanzan los US$ 303 millones**.

VALOR DE MERCADO / PARTICIPACION DE MERCADO EN DEPOSITOS VISTA

Los ratios obtenidos para los bancos seleccionados son los siguientes:

	Cap. Bursatil	MS Depósitos Vista	Valor por cada 100 PB de MS
Santander Río	77,250	15.0%	5,143
SUPERVIELLE	27,810	3.0%	9,394
BBVA	97,110	9.2%	10,551
BANCOPATAGONIA	29,050	3.0%	9,617
Promedio	**57,805**		**8,676**

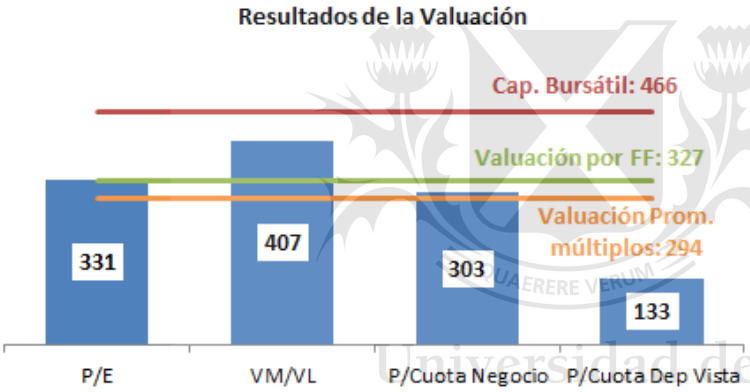
* Fuente: Yahoo Finance

Teniendo en cuenta el valor promedio por cada 100 PB de cuota de mercado de depósitos vista es de $8.676 millones de pesos, el valor correspondiente a Banco Hipotecario con una participación del 0.58% de acuerdo a este ratio es de $5.032 millones de pesos que **en dólares alcanzan los US$ 133 millones**.

A partir de los resultados obtenidos con este último ratio se puede concluir que Banco Hipotecario debido a su baja participación en el mercado de depósitos vista (inferior a su participación en el mercado de préstamos), se ve obligado a recurrir a fuentes alternativas de financiación (plazos fijos y obligaciones negociables) que implican un mayor costo de fondeo y una posición de debilidad frente a sus competidores.

VALUACION PROMEDIO POR MULTIPLOS

Las valuaciones por múltiplos comparables a partir de los distintos ratios desarrollados precedentemente arrojaron un valor total promedio de **US$ 294 millones** que se encuentra alineado con el valor obtenido mediante la valuación por descuento de flujo de fondos (**US$ 327 millones**).



Universidad de SanAndrés

ANALISIS DE SENSIBILIDAD

Con el objetivo de obtener una medida de complementación de los resultados obtenidos se propone la realización de un análisis de sensibilidad sobre las principales variables relevantes que tienen incidencia en el modelo Para ello, el análisis se realizó en 2 etapas, en primer lugar seleccionando las variables relevantes de forma individual con el objetivo de determinar si su incremento o disminución siempre dentro de parámetros lo más realistas posible afecta positivamente o negativamente la valuación. En una segunda etapa, se elaboraron 2 escenarios alternativos (optimista, pesimista) mediante un mix de las variables seleccionadas.

Dado que el escenario definido puede diferir de las expectativas del mercado, el análisis de sensibilidad permite identificar las variables que afectan los resultados del Banco y cuantificar la magnitud del desvío ante posibles variaciones en su valor. Las variables elegidas son:

- Inflación
- PBI real
- Ratio Créditos/PBI
- Tipo de cambio real
- Tasa de interés real
- Encajes en pesos
- Cuota de Mercado de Préstamos (personas físicas y personas jurídicas)
- Participación de los depósitos vista sobre el total de los depósitos
- Riesgo País

ANALISIS INDIVIDUAL DE LAS VARIABLES RELEVANTES

A continuación se detallan los resultados alcanzados con el análisis de sensibilidad y las conclusiones obtenidas.

Sensibilidad	Escenario Base		Sensibilidad ↑			Sensibilidad ↓		
Variable	Valor	Valuación	Valor	Valuación	Var %	Valor	Valuación	Var %
Inflación *	5.0%	$327	10.0%	$360	10.1%	2.0%	$308	-6.0%
PBI Real *	3.5%	$327	4.5%	$352	7.5%	1.0%	$282	-13.9%
Créditos / PBI **	17.4%	$327	19.4%	$372	13.7%	15.4%	$282	-13.8%
TC Real (devaluación) *	0.0%	$327	3.0%	$267	-18.4%	-2.0%	$346	5.7%
Tasas de interés real (TPM) *	6.6%	$327	10.0%	$354	8.1%	5.0%	$315	-3.6%
Encaje Promedio en pesos **	9.7%	$327	12.3%	$318	-2.8%	8.0%	$338	3.3%
Market Share PF **	2.5%	$327	2.8%	$363	11.0%	2.3%	$304	-7.2%
Market Share PJ **	1.0%	$327	1.3%	$365	11.5%	0.8%	$305	-6.8%
Participación Dep. Vista $ **	30.9%	$327	42.7%	$339	3.5%	21.2%	$318	-2.9%
Riesgo País ***	8.2%	$327	9.2%	$311	-4.8%	7.2%	$344	5.2%

* Valor definido para el período 2024-2028
** Valor promedio definido para el período 2024-2028
*** Valor definido para el total del período de valuación

Entre las variables que al incrementarse afectan positivamente el valor del Banco se encuentra la inflación, PBI real, ratio créditos/PBI, la tasa de interés real, la cuota de mercado de préstamos y la participación de los depósitos vista respecto al total de los depósitos. Por otra parte, un incremento en el riesgo país, la devaluación del tipo de cambio real o el nivel de encajes en pesos afectan negativamente su valor.

Al cuantificar el impacto en el resultado de la valuación frente a variaciones en el Riesgo País, se puede determinar que para cambios de 100 puntos básicos el mismo varía

aproximadamente en un 5%. Asimismo, como medida complementaria, de utilizar los índices correspondientes a los países de la región como Brasil (238 PB), Perú (98 PB) y Uruguay (166 PB), el valor ascendería a US$ 448, US$ 487 y US$ 468 millones representando una variación porcentual del 37%, 49% y 43% respectivamente. Si bien dichos valores no son de aplicación inmediata, brindan una medida de sensibilidad y permiten en cierta medida cuantificar una posible baja futura del riesgo país y su impacto positivo de cara a la valuación.

Del análisis realizado se puede concluir que:

- El valor del Banco se incrementa significativamente ante un aumento del nivel de tasas, ya sea por el nivel de inflación o por la tasa de interés real (en este caso medida a través de la tasa de política monetaria).
- Un mayor crecimiento del sistema financiero argentino o de la participación del Banco en el sistema bancario, mejora los resultados del Banco, independientemente de su origen (mejora del PBI real, ratio créditos/PBI o mayor participación en las carteras de préstamos asimilables a personas físicas o jurídicas).
- La depreciación del tipo de cambio real afecta negativamente los resultados, al reducir significativamente los flujos expresados en dólares.
- Tal como era de esperarse, un incremento en el nivel de encajes o en el riesgo país afectan negativamente la valuación.
- Por último, una mayor participación de los depósitos vista en la estructura de pasivos del Banco contribuye positivamente a la valuación, este punto se debe tener en cuenta ya que representa una de las alternativas que posee el Banco para disminuir el costo de captación actual, conformado principalmente por depósitos a plazo fijo y emisiones de obligaciones negociables por los que se paga una tasa superior que encarece el fondeo, restando competitividad frente a sus competidores. Algunas de las posibles acciones que podría impulsar el banco son una mayor publicidad en medios (incrementando en parte sus gastos de administración) orientadas a la captación de nuevos clientes y convenios (ya sea de recaudaciones o de plan sueldo) o campañas puntuales orientadas a clientes actuales con el objetivo de incrementar los niveles de depósitos vista, por ejemplo incentivando los pagos mediante débitos automáticos.

ESCENARIOS ALTERNATIVOS

A diferencia del análisis anterior donde se evaluaron las variaciones ante cambios puntuales en las variables seleccionadas, los escenarios alternativos plantean la realización de la valuación para un nuevo escenario macroeconómico que combina cambios simultáneos en más de una de ellas.

En el escenario optimista se propone un mayor crecimiento de la actividad económica (+0.5%) medida a través del PBI Real, acompañada de una mejora en el ratio de créditos / PBI (+1%) y de la cuota de mercado de las carteras de préstamos (+0.2% para asimilables a personas físicas y jurídicas), por otra parte, se plantean tasas reales positivas a partir del incremento en el nivel de la tasa de política monetaria (+2%).

En el escenario pesimista la actividad económica crece en menor medida respecto al escenario base (-2.5%), empeorando el ratio de créditos / PBI (-2%) y la inflación no se llega a controlar completamente, duplicando el nivel previsto (+5%). Por otra parte, la tasa de política monetaria se ubica por debajo de la inflación con depreciación del tipo de cambio real (+2%) y

la cuota de mercado de las carteras de préstamos cae 0.1% para asimilables a personas físicas y jurídicas.

Variable	Escenario Base	Escenario Optimista	Escenario Pesimista
Inflación *	5.0%	5.0%	10.0%
PBI Real *	3.5%	4.0%	1.0%
Créditos / PBI **	17.4%	18.4%	15.4%
TC Real (devaluación) *	0.0%	0.0%	2.0%
Tasas de interés real (TPM) *	6.6%	8.6%	9.2%
Encaje Promedio en pesos **	9.7%	9.7%	12.3%
Market Share PF **	2.5%	2.7%	2.4%
Market Share PJ **	1.0%	1.2%	0.9%
Participación Dep. Vista $ **	30.9%	30.9%	30.9%
Riesgo País ***	8.2%	8.2%	8.2%
Valuación	$328	$439	$209
		33.9%	-36.3%

* Valor definido para el período 2024-2028
** Valor promedio definido para el período 2024-2028
*** Valor definido para el total del período de valuación

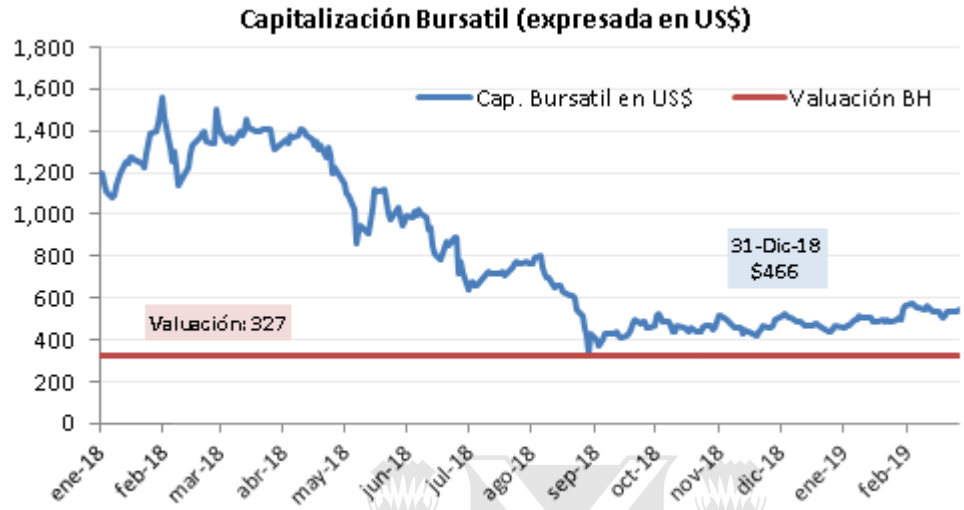
El valor alcanzado en el escenario optimista asciende a US$ 439 millones de dólares, un 33.9% por encima del escenario base (US$ 327 millones de dólares), mientras que en el escenario negativo el mismo se reduce en un 36.3%, llegando a un total de US$ 209 millones de dólares.

Fuente: Bolsar y elaboración propia

Al comparar los resultados con los obtenidos por las diferentes metodologías, se observa que el escenario optimista es incluso menor que el valor obtenido a través de la capitalización bursátil, ubicándose en una posición intermedia entre este y el correspondiente a la metodología de descuento de flujo de fondos. Por su parte, el escenario pesimista se ubica por debajo del ratio de valor de mercado sobre cuota de negocio pero supera al de valor de mercado sobre cuota de participación de los depósitos vista.

ANALISIS DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS EN LA VALUACION

El valor del paquete accionario del Banco Hipotecario al 31 de Diciembre de 2018 alcanzado en el presente trabajo asciende a US$ 327 millones de dólares, representando un 70% sobre el total de la capitalización bursátil (US$ 466 millones de dólares) a la misma fecha.



Fuente: Bolsa y elaboración propia

Entre las posibles causas para que los resultados alcanzados sean sensiblemente inferiores al valor de mercado, tal como fue mencionado anteriormente se puede destacar la falta de liquidez de la acción en su operatoria diaria en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Actualmente si bien la misma forma parte del panel general, no participa de índices como el Merval 25 que tiene en cuenta a la hora de seleccionar sus integrantes el número de operaciones realizadas y el volumen operado para la determinación del coeficiente de participación. A su vez, el volumen operado mensual de los últimos años es sensiblemente inferior al presentado por los diferentes bancos competidores que también cotizan en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, como Supervielle, BBVA y Galicia. Se puede suponer que debido a la falta de liquidez y el bajo floating de la acción, la capitalización bursátil en este caso no es una buena representación del valor de la empresa, ya que la cotización de la acción parece estar sobreestimando su precio.

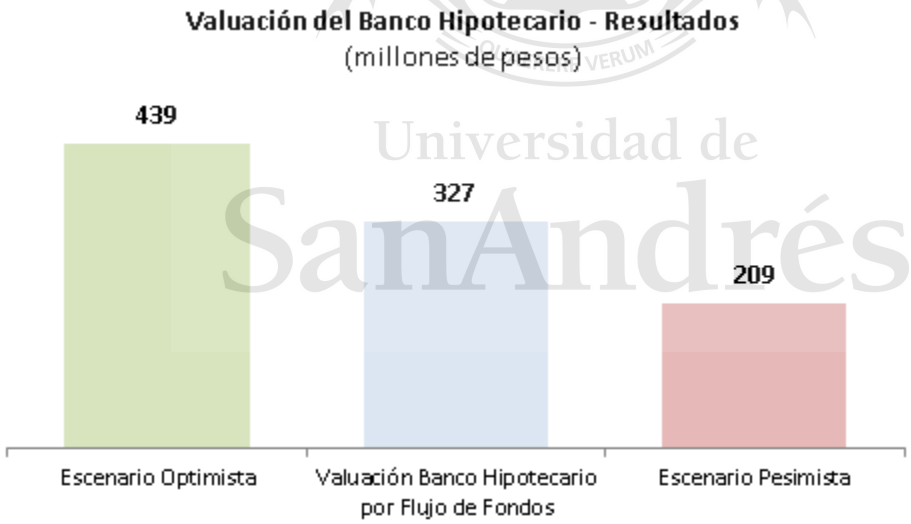
Asimismo, como medidas de alternativas se realizaron las valuaciones por múltiplos comparables que arrojaron los siguientes resultados:

	Valor	Valor Promedio
P/E	331	294
VM/VL	407	
P/Cuota Negocio	303	
P/Cuota Dep Vista	133	

La valuación promedio de US$ 294 millones de dólares se encuentra en línea con los resultados alcanzados en la valuación por flujo de fondos (US$ 327 millones de dólares). Respecto a los múltiplos analizados individualmente, el ratio VM/VL se asemeja a la capitalización bursátil, lo

cual es lógico teniendo en cuenta la naturaleza de su cálculo y el ratio P/E alcanza valores similares a la valuación por flujo de fondos. Por otra parte en los ratios vinculados a la estructura de negocio se reflejan los principales problemas que presenta el Banco Hipotecario, ya que por su estructura actual de negocio (que no se alteró significativamente en las proyecciones), la baja proporción de depósitos vista respecto a su participación en el mercado de préstamos lo lleva a fondear sus operaciones asumiendo un costo superior mediante vías alternativas como lo son la captación de depósitos a plazo fijo y la emisión de obligaciones negociables. En este último caso, dada las exigencias del mercado, el costo de fondeo se termina configurando como tasa Badlar más un spread para pesos, UVA más un spread o emisiones en dólares pagando altas tasas de interés dadas las características del Banco y la situación actual de la Argentina.

El análisis de sensibilidad llevado a cabo permitió identificar las variables que de acuerdo al modelo afectan en mayor medida el valor del Banco, ellas son el nivel de tasas (mediante la inflación y la tasa de interés real), el crecimiento de la economía y del sistema financiero (PBI real y ratio de créditos sobre PBI) y el riesgo país de la Argentina. Los resultados obtenidos a partir de los escenarios alternativos elaborados se ubicaron en un nivel intermedio entre la capitalización bursátil y el correspondiente al valor de mercado respecto a la participación en los depósitos vista, se destaca que pese al incremento en variables que contribuyen positivamente a la valuación, el resultado del escenario optimista sigue siendo inferior a la capitalización bursátil.



Universidad de SanAndrés

RESUMEN Y CONCLUSIONES

A lo largo del trabajo se llevó adelante la valuación del Banco Hipotecario a partir de metodología de descuento de flujo de fondos. Dado que los Bancos operan en un sector fuertemente regulado fue necesario tener en cuenta el marco normativo y las diferentes reglamentaciones establecidas por el BCRA para una correcta proyección, entre ellas podemos destacar:

- Régimen de Efectivo Mínimo
- Régimen de Capitales Mínimos
- Límites a la posición en moneda extranjera

El análisis de la situación actual, permitió caracterizar al Banco Hipotecario como una entidad con niveles de retorno sobre el capital (ROE), sobre los activos (ROA) y de eficiencia, por debajo de la media del sistema financiero argentino, con una estructura de financiamiento particular centrada principalmente en la emisión de obligaciones negociables y la captación de depósitos a plazo fijo. Por otra parte, en los últimos años el Banco ha perdido participación en el mercado frente a sus competidores, tanto en sus carteras de préstamos como en los depósitos vista y a plazo fijo.

Como parte de la metodología elegida, se determinaron los Flujos de Fondos Libres para los Accionistas (FCFE), como la diferencia entre el capital con el que cuenta el Banco a cada cierre de ejercicio y el capital mínimo proyectado que le exige el regulador para poder operar. El supuesto base implica que la diferencia entre estos valores es distribuida a los accionistas bajo la forma de pago de dividendos en efectivo, motivo por el cual fue necesario ajustar el patrimonio neto en cada ejercicio para evitar posibles duplicaciones. En resumen, se propuso que el Banco opere con el capital mínimo exigido por el regulador.

Para la proyección de los flujos de fondos, se tomó como punto de partida los estados contables de los últimos años que fueron transformados en balances de "gestión" para una mejor estimación de las partidas relevantes. Asimismo fue necesario definir el escenario económico y sus principales variables para los 10 años de proyección, con las dificultades de realizarlo en un contexto de recesión económica, altos niveles de inflación e inestabilidad del tipo de cambio.

Entre las tareas previas a la determinación del flujo de fondos se definieron:

- Variables macroeconómicas claves (tipo de cambio, inflación, nivel de actividad medido a partir de la variación del PBI Real)
- Variables del Sistema Financiero (evolución de créditos y depósitos, nivel de tasas Badlar y de política monetaria)
- Posicionamiento esperado de la Entidad (cuota de mercado de préstamos y depósitos)
- Estructura esperada de Activos y Pasivos
- Modelos para la proyección de las cuentas del balance y cierre patrimonial del mismo.
- Modelo de estimación de los capitales mínimos por tipo de riesgo

El valor del Banco Hipotecario alcanzado a través de la metodología de descuento de flujo de fondos fue de US$ 327 millones de dólares, alcanzando un 70% de la Capitalización Bursátil

(US$ 466 millones de dólares). A partir del análisis realizado, se llegó a la conclusión de que entre las posibles causas para que el valor obtenido sea sensiblemente inferior al valor de mercado se encuentran la falta de liquidez y el bajo floating de la acción al compararse con bancos competidores que cotizan en Bolsa, permitiendo suponer que el precio de la acción no es la mejor medida de representación del valor de la empresa.

Para complementar el trabajo y evaluar la razonabilidad de los resultados alcanzados se realizaron valuaciones del Banco utilizando la metodología de múltiplos y análisis de sensibilidad sobre las principales variables incluyendo la elaboración de escenarios alternativos.

La valuación promedio a partir de los 4 métodos de múltiplos utilizados alcanzó un promedio de US$ 300 millones de dólares que se encuentra en línea con la valuación por flujo de fondos (US$ 327 millones de dólares). A partir del análisis de los ratios vinculados al volumen de negocio, se llegó a la conclusión de que por la estructura actual de negocio (que no se alteró significativamente en las proyecciones), la baja proporción de depósitos vista respecto a su participación en el mercado de préstamos lo lleva a tener que fondear sus operaciones asumiendo un costo superior mediante vías alternativas como lo son la captación de depósitos a plazo fijo y la emisión de obligaciones negociables, afectando directamente la rentabilidad y posicionándolo en una situación de debilidad frente a otras entidades. Entre las posibles acciones que se recomiendan respecto a este punto se puede mencionar la realización de publicidad orientada a la captación de nuevos clientes/convenios (de plan sueldo o recaudaciones) y acciones de incentivo sobre los clientes actuales destinadas al incremento del volumen de depósitos vista con el que operan habitualmente (por ejemplo fomentando la utilización de débitos automáticos). Por otra parte, con el ratio price earning (P/E) se llegó a un valor similar al alcanzado en el trabajo, mientras que el de valor mercado sobre valor libro (VM/VL) tal como era de esperarse arrojó un valor similar a la capitalización bursátil, aunque con un menor resultado para la valuación total.

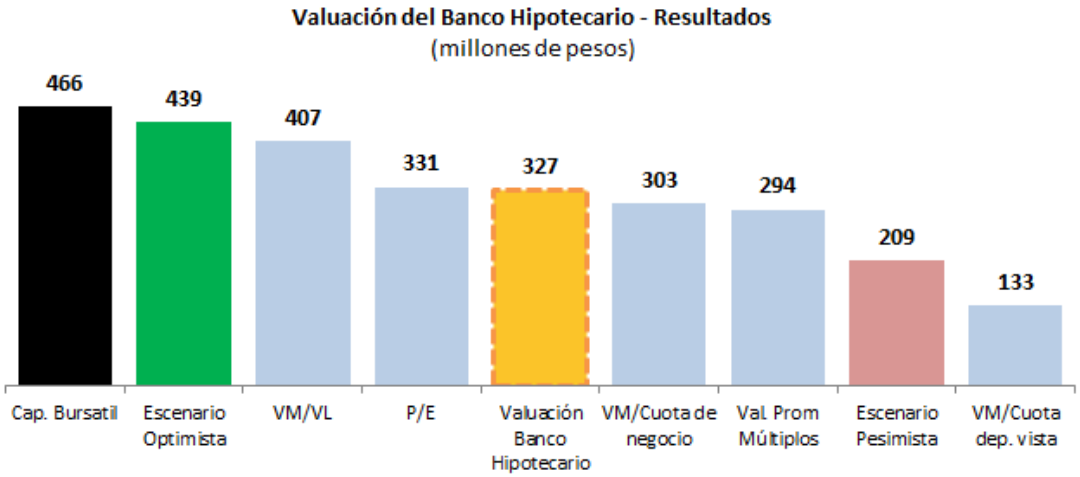
El análisis de sensibilidad permitió identificar aquellas variables que tienen un mayor impacto sobre los resultados, entre las que se destacaron principalmente las vinculadas al nivel de tasas de la economía (inflación y nivel tasas reales a partir de la tasa de política monetaria), a la participación/tamaño del sistema financiero argentino (PBI real, ratio de créditos/PBI y cuota de mercado) y el riesgo país de la Argentina.

Dada la dificultad de estimar en forma precisa y adecuada la trayectoria del riesgo país para los 10 años de la proyección se optó por cuantificar el impacto de una baja en el riesgo país frente a diferentes escenarios como la mejora puntual de 100 puntos básicos, y el valor de valuación alcanzado de utilizar los índices correspondientes a países de la región como Brasil, Perú y Uruguay. Si bien dichos valores no son de aplicación inmediata, brindan una medida de sensibilidad y permiten en cierta medida cuantificar el impacto positivo en la valuación de una futura baja en el riesgo país.

Por último, se elaboraron escenarios alternativos mediante la combinación de variables macroeconómicas, del sistema financiero y del propio Banco, con el objetivo de potenciar positiva y negativamente los resultados, siempre dentro de parámetros lo más realista posible.

A continuación se exponen los resultados alcanzados a través de las diferentes metodologías utilizadas:

Universidad de San Andrés



La valuación de US$ 327 millones de dólares se encuentra alineada con la valuación promedio por múltiplos comparables siendo razonable dadas las limitaciones estructurales mencionadas precedentemente vinculadas a la baja proporción de depósitos vista, el alto costo de captación de fondos y la falta de liquidez de la acción en su operatoria diaria en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Por otra parte, los resultados obtenidos con los escenarios alternativos se ubicaron en un nivel intermedio entre la capitalización bursátil y el valor de mercado respecto a la participación en los depósitos vista, se destaca que pese al incremento en las variables que contribuyen positivamente a la valuación, el resultado del escenario optimista sigue siendo inferior a la capitalización bursátil, que parece no ser un buen reflejo del valor actual del Banco.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

BIBLIOGRAFIA

Bibliografía de Valuación y Finanzas

- Brealey, Richard, Myers, Stewart, Allen, Franklin (2006) "Principios de Finanzas Corporativas", Mc Graw Hill
- Damodaran, Aswath (2016) "Country risk: determinants, measures and implications – The 2016 Edition", Stern School of Business
- Filgueiras, Federico (2015) "Valuación de Banco Francés", Universidad de San Andrés
- Queimaliños, Carolina (2013) "Valuación Banco Santander Colombia", Universidad de San Andrés
- Nieto, Fernando (2017) "Valuación de Banco Patagonia", Universidad de San Andrés

Documentos Financieros

- Banco Hipotecario (2018) "Memoria y Código de Gobierno Societario 2018"
- Banco Hipotecario (2018) "Estados Contables al 31 de Diciembre de 2018"
- Banco Hipotecario (2018) "Disciplina de Mercado – Informe al 31 de Diciembre de 2018"
- Banco Central de la República Argentina (2018) "Información de Entidades Financieras, Diciembre 2018"
- Banco Central de la República Argentina (2019) "Relevamiento de Expectativas de Mercado, Mayo 2019"
- OCDE (2019) "Reporte de perspectivas económicas globales"

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés