



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

**Valuación del capital accionario de Moody's
Corporation**

Autor: Santiago Canta Griotti

DNI: 40.722.395

Director del trabajo final de graduación: Fabián Bello

Capital Federal, 22/12/2021

1 RESUMEN EJECUTIVO

El presente trabajo consta de un análisis y valuación de la compañía Moody's Corporation (NYSE: MCO). La misma ofrece calificaciones crediticias a diversas entidades y soluciones de gestión de datos para industrias específicas.

A los fines del trabajo, se parte de un análisis preliminar de la compañía abordando sus líneas de productos y unidades de negocio. Posteriormente, se estudia la industria a la cual pertenece. En particular, se presta énfasis en sus dimensiones y competidores con el objeto de entender a qué externalidades y barreras de entrada se encuentra expuesta la firma, como así también comprender su posición respecto a sus competidores. Luego, se efectúa un análisis financiero de la empresa estudiando minuciosamente los estados contables y la evolución de ciertos ratios e indicadores en el tiempo a fin de llegar a conclusiones sobre su situación financiera actual e histórica. Finalmente, se realiza la valuación del capital accionario de la firma bajo dos metodologías: Flujos de caja descontados y múltiplos de valuación. La valuación se efectúa a la fecha de su último reporte anual, 30 de diciembre de 2020.

Para el primer enfoque de valuación, se optó por la metodología de flujo de fondos descontados a una tasa WACC. De esta manera, se proyectaron los flujos de fondos para los próximos cinco años sumado a un valor terminal para los años siguientes. El periodo proyectado en el flujo de caja abarca los años entre 2021 y 2025, calculando el valor terminal a partir de 2026. El resultado es una valoración entre 32.130 y 55.604 millones de dólares, donde el escenario base arroja una valoración de 38.882 millones de dólares. En particular, el escenario base arroja un resultado 25% inferior a su capitalización bursátil a la fecha de valuación, la cual es de 51.649 millones de dólares. Por su parte, el escenario optimista es el que resulta un más cercano a su capitalización bursátil, estando solo un 6,5% por encima. De acuerdo al modelo, se obtiene un valor por acción en el rango entre 171,7 y 297,1 dólares.

Para la metodología de valuación por múltiplos, se utiliza el ratio precio/beneficio (PER). Esta valuación relativa se realiza en base a empresas con características similares en las industrias de información y servicios financieros. El resultado es una valoración entre 52.967 y 64.737 millones de dólares, lo que da como resultado un valor por acción entre 282 y 345 dólares.

ÍNDICE

| | | |
|-------|--|----|
| 1 | RESUMEN EJECUTIVO..... | 1 |
| 2 | GLOSARIO..... | 4 |
| 3 | DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO..... | 6 |
| 3.1 | INTRODUCCIÓN..... | 6 |
| 3.2 | HISTORIA..... | 10 |
| 3.3 | UNIDADES DE NEGOCIO..... | 12 |
| 3.3.1 | MOODY’S SERVICIOS PARA INVERSORES..... | 15 |
| 3.3.2 | MOODY’S ANALÍTICA..... | 20 |
| 3.4 | COMPOSICIÓN ACCIONARIA..... | 22 |
| 3.4.1 | PROGRAMA DE RECOMPRA DE ACCIONES..... | 24 |
| 3.4.2 | DIVIDENDOS..... | 26 |
| 3.5 | ESTRATEGIA..... | 26 |
| 3.5.1 | EN LA CALIDAD DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS..... | 27 |
| 3.5.2 | DESARROLLO DE NUEVOS PRODUCTOS..... | 27 |
| 3.5.3 | EXPANSIÓN GEOGRÁFICA..... | 28 |
| 3.5.4 | JOINT VENTURES Y ALIANZAS ESTRATÉGICAS..... | 28 |
| 3.5.5 | ADQUISICIONES ESPECIFICAS..... | 29 |
| 3.6 | FACTORES DE RIESGO..... | 29 |
| 4 | ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA..... | 30 |
| 4.1 | CARACTERÍSTICAS GENERALES..... | 30 |
| 4.2 | HISTORIA..... | 32 |
| 4.3 | COMPETIDORES..... | 33 |
| 4.3.1 | S&P GLOBAL INC..... | 34 |
| 4.3.2 | FITCH GROUP..... | 36 |
| 4.4 | SITUACIÓN ACTUAL DE LA INDUSTRIA..... | 36 |
| 4.5 | FUNCIÓN DE LA INDUSTRIA EN LA ECONOMÍA..... | 39 |
| 4.6 | ANÁLISIS COMPETITIVO..... | 40 |
| 4.6.1 | MATRIZ DE PORTER..... | 41 |
| 4.6.2 | BARRERAS DE ENTRADA..... | 43 |
| 4.7 | CONFLICTOS DE INTERESES..... | 44 |

| | | |
|-------|---|----|
| 5 | ANÁLISIS FINANCIERO | 46 |
| 5.1 | MÁRGENES | 46 |
| 5.2 | RATIOS DE RENTABILIDAD | 49 |
| 5.2.1 | RETORNO SOBRE ACTIVOS | 50 |
| 5.2.2 | RETORNO SOBRE EL CAPITAL INVERTIDO | 50 |
| 5.3 | RATIOS CREDITICIOS | 51 |
| 5.4 | RATIOS DE LIQUIDEZ | 52 |
| 5.5 | COMPARACIÓN CON LA COMPETENCIA | 53 |
| 6 | VALUACIÓN POR FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS | 55 |
| 6.1 | PROYECCIONES | 57 |
| 6.1.1 | VENTAS | 57 |
| 6.1.2 | MÁRGENES | 59 |
| 6.1.3 | CAPITAL DE TRABAJO | 60 |
| 6.1.4 | GASTO DE CAPITAL Y DEPRECIACIÓN | 60 |
| 6.2 | TASAS DE DESCUENTO PARA FLUJOS DE FONDOS | 61 |
| 6.2.1 | TASA LIBRE DE RIESGO | 62 |
| 6.2.2 | BETA | 63 |
| 6.2.3 | PRIMA DE RIESGO | 64 |
| 6.2.4 | COSTO DEL CAPITAL ACCIONARIO | 65 |
| 6.2.5 | COSTO DE LA DEUDA | 65 |
| 6.2.6 | ESTRUCTURA DE CAPITAL | 66 |
| 6.2.7 | CÁLCULO DEL COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (WACC) | 66 |
| 6.3 | VALOR TERMINAL | 67 |
| 6.4 | VALUACIÓN | 67 |
| 7 | VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS | 69 |
| 8 | CONCLUSIONES Y COMENTARIOS FINALES | 72 |
| 9 | ANEXOS | 73 |
| 10 | BIBLIOGRAFÍA | 77 |
| 10.1 | ACADÉMICA | 77 |
| 10.2 | INFORMES INSTITUCIONALES Y PÁGINAS WEB | 77 |

2 GLOSARIO

- **CAPM:** (En inglés: “Capital Asset Pricing Model”) Modelo de valoración de activos de capital. Describe la relación entre riesgo y rendimiento esperado de activos. Se utiliza comúnmente para estimar los rendimientos esperados de determinados activos.
- **EBITDA:** (En inglés: “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”) Utilidades antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones.
- **EBIT:** (En inglés: “Earnings Before Interest and Taxes”) Utilidades antes de intereses e impuestos.
- **Benchmark:** Es un estándar con el que se puede medir el desempeño de un activo o conjunto de activos.
- **Business Intelligence:** Es un conjunto de aplicaciones y técnicas de análisis de datos enfocados a la administración y creación de conocimiento.
- **Joint Ventures:** Es un tipo de acuerdo comercial de inversión conjunta entre dos o más empresas para conformar una nueva compañía a fin de desarrollar una actividad conjunta entre las partes.
- **CAGR:** (En inglés: “Compound Annual Growth Rate”) Tasa de crecimiento anual compuesta. Es un número que describe la tasa a la que una inversión habría crecido en un periodo si hubiera crecido a la misma tasa todos los años y las ganancias se hubieran reinvertido al final de cada año.
- **USD:** (En inglés: “United States Dollar”) Dólar estadounidense.
- **WACC:** (En inglés: “Weighted Average Cost of Capital”) Costo promedio ponderado del capital. Representa el costo de capital promedio de una empresa de acuerdo a todas sus fuentes. Expresa el rendimiento que exigen tanto los tenedores de deuda como los accionistas para proporcionar capital a la empresa.
- **ERS:** (En inglés: “Enterprise Risk Management”) Gestión de riesgos empresariales. Es un conjunto de soluciones de software para la gestión de riesgos y toma de decisiones.
- **ROA:** (En inglés: “Return of Assets”) Retorno sobre activos. Es un indicador de rentabilidad de una empresa en relación a sus activos. El mismo da una idea sobre cuán eficiente es una compañía en el uso de activos para generar beneficios.

- **ROE:** (En inglés: “Return of Equity”) Retorno sobre el capital. Es una medida de desempeño financiero que se calcula como la ganancia neta dividido el patrimonio neto. Mide la rentabilidad de una empresa y su eficiencia en la generación de beneficios.
- **YTM:** (En inglés: “Yield to Maturity”) Rendimiento al vencimiento. Es la tasa interna de rendimiento de una inversión en un bono si el inversor retiene el bono hasta su vencimiento, con todos los pagos realizados según lo programado y reinvertidos a la misma tasa.
- **PER:** (En inglés: “Price Earning Ratio”) Ratio precio beneficio. Este indicador mide la relación entre el precio de las acciones de una compañía y sus ganancias por acción.
- **Market Implied Ratings:** Es un programa de Moody’s Analítica que traduce los precios de los mercados de CDS, bonos y acciones al lenguaje de calificaciones estándar de Moody’s.
- **Expected Default Frequency:** Es una medida de crédito desarrollada por Moody’s Analítica que mide la probabilidad de que una empresa no cumpla con los pagos dentro de un período determinado.
- **RiskAnalyst:** Es un software desarrollado por Moody’s para obtener una visión integral y coherente del riesgo de contraparte de una empresa.

3 DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

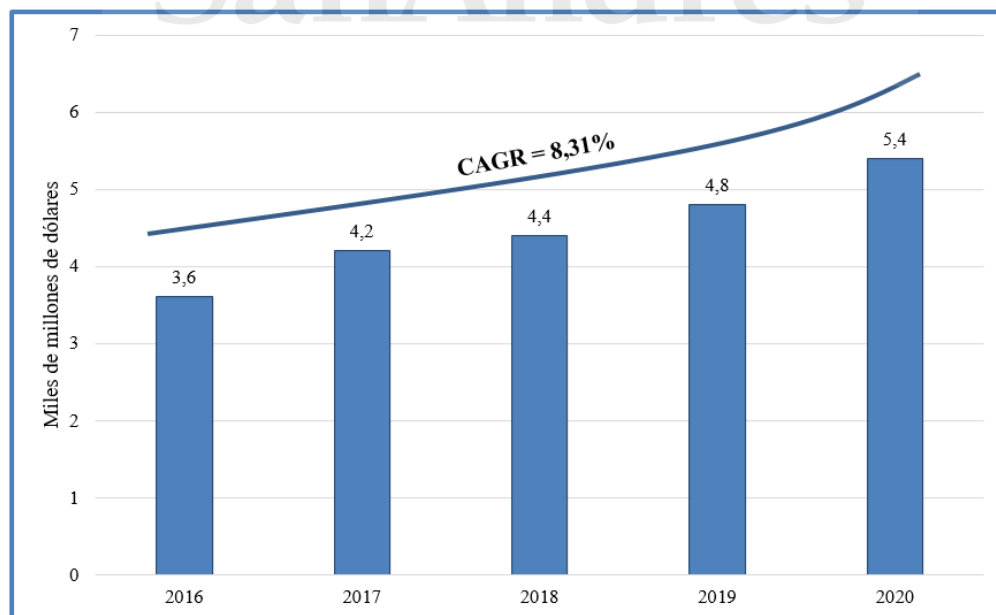
3.1 INTRODUCCIÓN

Moody's Corporation (en adelante “Moody’s”) es una compañía con sede central en Manhattan, Nueva York. Esta se dedica a la evaluación de riesgos en diversas entidades a fin de permitir a las organizaciones e inversores tomar mejores decisiones. La firma provee calificaciones crediticias, servicios de asesoramiento e investigación y soluciones de software para la administración de riesgos en diversas industrias. La compañía divide sus operaciones en dos unidades de negocio. La primera es Moody’s Servicios para Inversores, la cual provee calificaciones crediticias, investigación y análisis de riesgos. La segunda, se denomina Moody’s Analítica y ofrece herramientas para mediar y gestionar el riesgo junto a soluciones de software y análisis de datos.

La compañía presentó en su último ejercicio del año 2020 ventas por 5,4 mil millones de dólares y 2,4 mil millones de dólares de EBIT.

Como se observa en el gráfico 1, las ventas de Moody’s gozan de una tendencia alcista en los últimos cinco años. En el periodo observado, se obtiene un CAGR de 8,31% y un crecimiento acumulado del periodo de 49,16%.

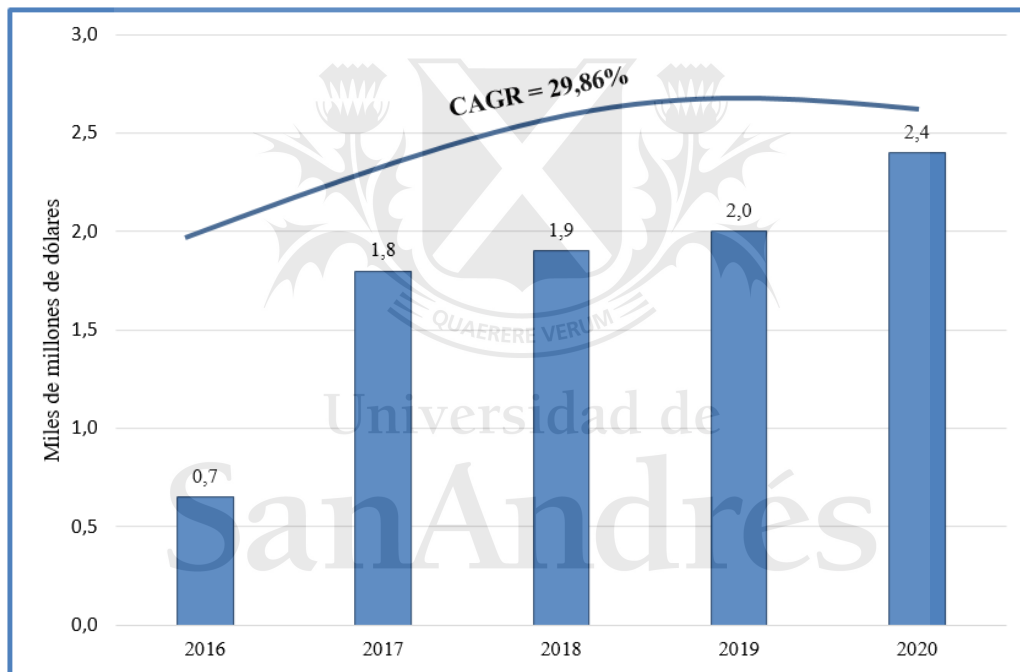
Gráfico 1: Evolución de ventas anuales Moody’s Corporation



Fuente: Elaboración propia en base a Moody’s Corporation 10k reporte anual.

Al ser una compañía centrada principalmente en servicios, las depreciaciones y amortizaciones no son montos relevantes. En efecto, se define obviar la exposición de su EBITDA, ensañando si su EBIT a continuación en el gráfico 2. El EBIT de la compañía tiene una tendencia alcista al igual que las ventas. El crecimiento acumulado del periodo es 243%. El cálculo del CAGR para el periodo arroja un resultado de 29,86% de acuerdo con el gráfico 2. No obstante, este se encuentra distorsionado por una partida extraordinaria en el año 2016 que reduce ampliamente los resultados de la firma. Al ajustar y calcular el CAGR desde el año 2015, donde la firma no presenta resultados extraordinarios, el mismo arroja un valor de 9,86%.

Gráfico 2: Evolución anual del EBIT de Moody's Corporation



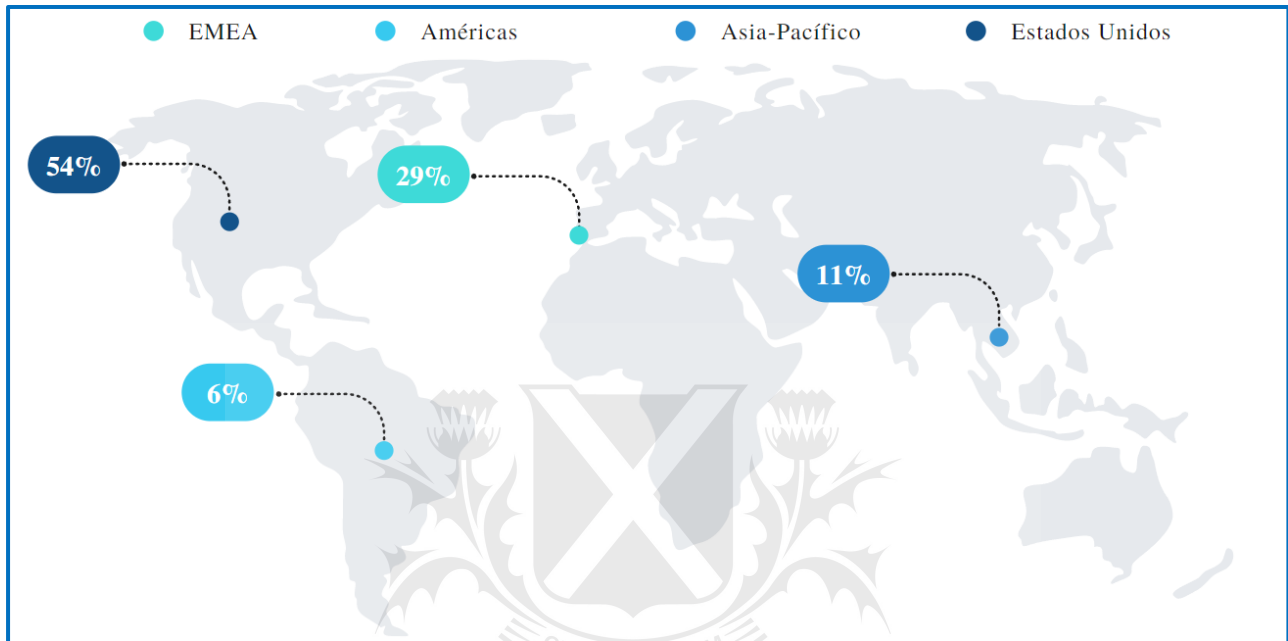
Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

En la actualidad Moody's es una empresa global con presencia en 33 países y más de 11.000 empleados. Su principal mercado es Estados Unidos, donde se concentra el 54% de sus ventas. La firma agrupa sus operaciones en el extranjero en tres regiones: EMEA¹, Américas y Asia-Pacífico.

¹ Las siglas EMEA hacen referencia a Europa, Oriente Medio y África.

Estas mismas en conjunto proporcionan el 46% de las ventas de la compañía, siendo EMEA la principal con un 29% de participación en ventas.

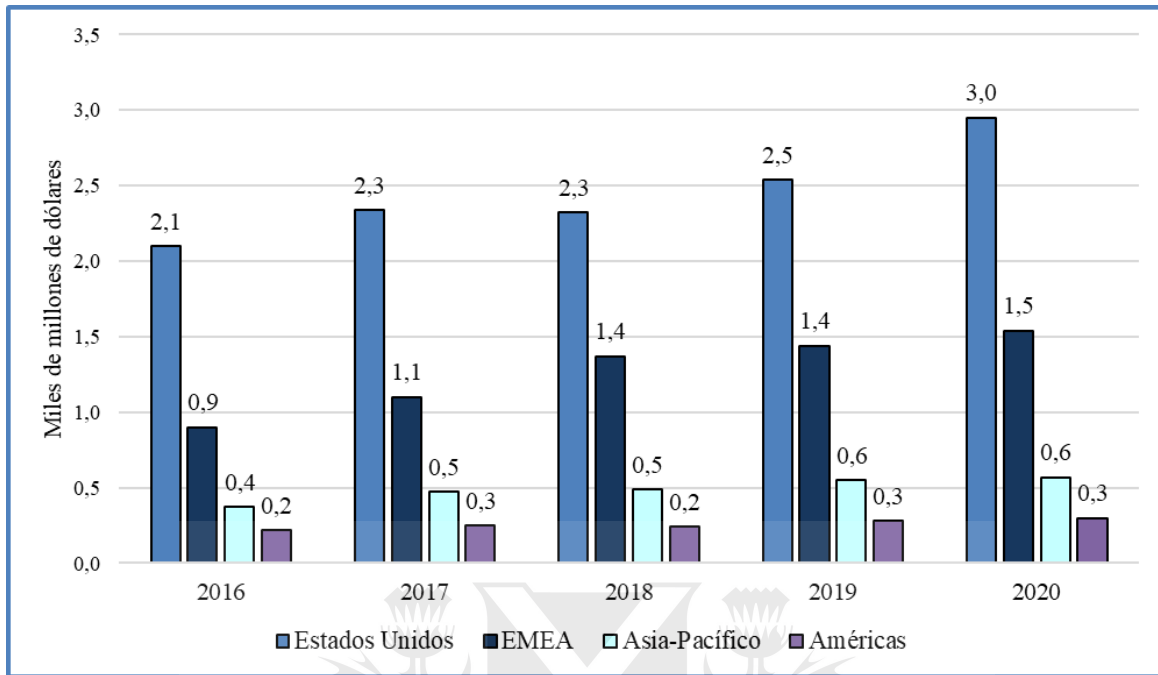
Gráfico 3: Zonas geográficas y sus participaciones en las ventas de Moody's Corporation



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Moody's es una compañía que ha alcanzado cierto grado de madurez en una industria tradicional. No obstante, la firma tiene amplias posibilidades de crecimiento como lo ha demostrado en los últimos años. Las ventas de Moody's gozan de un crecimiento sostenido sin interrupciones en los últimos cinco años como enseña el grafico 1. La incorporación de nuevos productos dentro de la unidad de negocio Moody's Analítica y la expansión en mercados emergentes le permitieron a Moody's aumentar sus ventas un 12,5% en el último año, lo cual es una tasa considerablemente alta teniendo en cuenta la crisis sanitaria en dicho año.

Gráfico 4: Evolución en las ventas de Moody's Corporation por región



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

En los últimos cinco años se observa un crecimiento sustancial en cada una de las regiones donde Moody's mantiene operaciones. Estados Unidos, que concentra el 54% de las ventas, crece a un CAGR del 8,9% en los últimos cinco años, lo cual es señal de que aún no es un mercado saturado. La región que mayor crecimiento tuvo en los últimos años es EMEA, la cual agrupa países europeos y africanos, obteniendo un CAGR del 14,4% como muestra la tabla 1.

Tabla 1: CAGR últimos 5 años por región de ventas

| Región | CAGR |
|----------------|-------|
| Estados Unidos | 8,9% |
| Asia-Pacífico | 11,4% |
| Américas | 8,1% |
| EMEA | 14,4% |

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

3.2 HISTORIA

La empresa fue fundada por John Moody en el año 1909. John fue un empresario con una visión sobre las necesidades insatisfechas de la comunidad inversora y sector financiero. Basándose en su evaluación de las necesidades del mercado, John Moody & Company publicó un Manual de valores industriales en 1900. El manual proporcionó información y estadísticas sobre acciones y bonos de instituciones financieras, agencias gubernamentales, empresas manufactureras, mineras, de servicios públicos y de alimentos. El éxito fue tal, que, en dos meses la publicación se había agotado. En 1903, la circulación se había disparado y el Manual de Moody era conocido de costa a costa de los Estados Unidos.

Cuando el mercado de valores se derrumbó en 1907, la compañía de Moody's no tenía el capital adecuado para sobrevivir y se vio obligado a vender su negocio.

John Moody regresó al mercado financiero en 1909 con una nueva idea: en lugar de simplemente recopilar información sobre la propiedad, la capitalización y la gestión de las empresas, ahora ofrecía a los inversores un análisis de obligaciones negociables. Su empresa publica un libro que analizaba exclusivamente empresas ferroviarias de la época y sus bonos. Estos libros ofrecían conclusiones concisas sobre la calidad de estas compañías y sus obligaciones. Es en esta etapa, donde la firma comienza a utilizar símbolos de calificación de letras adoptados del sistema de calificación mercantil y crediticia que habían sido utilizados por las firmas de informes crediticios desde fines del siglo XIX. Moody había entrado ahora en el negocio de analizar las acciones y los bonos de los ferrocarriles estadounidenses y, con este esfuerzo, se convirtió en el primero en calificar los valores del mercado público.

En 1909, "Análisis de Moody's para inversiones ferroviarias" describió a los lectores los principios analíticos que Moody usó para evaluar las operaciones, administración y finanzas de un ferrocarril. El nuevo manual encontró rápidamente un lugar en manos de los inversores. En 1913 amplió su base de empresas analizadas, lanzando su evaluación de empresas industriales. Para entonces, las "calificaciones de Moody's" se habían convertido en un factor determinante en el mercado de bonos.

El 1914, Moody's comenzó a ampliar la cobertura de las calificaciones a los bonos emitidos por ciudades estadounidenses y para el año 1924, las calificaciones de la compañía cubrían casi el 100% del mercado de bonos de los Estados Unidos².

Moody's continuó publicando y monitoreando las calificaciones durante la Gran Depresión, cuando las tasas de incumplimiento de los bonos se dispararon, pero pocos bonos obtuvieron calificaciones altas por los pagos atrasados de Moody's.

En el año 1962 Moody's fue adquirida por Dun & Bradstreet (NYSE: DNB), una empresa que ofrecía también información crediticia y comercial de diferentes compañías para la toma de decisiones. Luego de la adquisición, Moody's siguió operando como empresa independiente.

En la década de 1970, las calificaciones de Moody's se ampliaron aún más al mercado de papel comercial y a los depósitos bancarios. También en la década de 1970, las principales agencias de calificación, incluida Moody's, definieron modificar el modelo de negocio. Estas comenzaron la práctica de cobrar tanto a los emisores como a los inversores por los servicios de calificación. El motivo de este cambio fue, y es, que los emisores deben pagar por el valor sustancial que ofrecen las calificaciones objetivas en términos de acceso al mercado. Además, se reconoció que el alcance y la complejidad cada vez mayores de los mercados de capitales exigían una dotación de personal con niveles de compensación más altos que los que se podían recibir únicamente de las suscripciones a publicaciones.

La década de los años 90 fue bastante agitada para la compañía. En 1994, la empresa no obtuvo beneficios y en 1995 y 1996 hubo rumores de una reforma empresarial. En enero de 1996, Dun & Bradstreet anunció su intención de dividirse en tres empresas públicas para servir mejor a sus accionistas y segmentos de mercado. En paralelo, Moody's reorganizó sus operaciones nacionales e intensificó los planes de expansión internacional. De esta manera, a finales de la década, el desempeño superior de Moody's en comparación con su empresa matriz, motivó a los inversores a separar las empresas. En 1998, Dun & Bradstreet vendió el negocio editorial de Moody's a Financial Communications y en diciembre de 1999, anunció que escindiría Moody's Investors Service en una empresa independiente. La escisión se completó el 30 de septiembre de 2000 y Moody's paso a cotizar como una compañía independiente bajo el nombre Moody's Corporation (NYSE: MCO) en la bolsa de Nueva York.

² Información proveniente del sitio web oficial de la empresa.

Luego de su salida a bolsa, Moody's tenía una participación del 37 por ciento en el mercado de calificación de bonos corporativos según Investor's Business Daily, mientras que su rival S&P Global tenía el 45 por ciento y Fitch Group el 18 por ciento restante. A pesar de la mayor cuota de mercado de S&P Global, Moody's mantuvo la distinción de haber sido nombrada la principal empresa de calificación crediticia durante cinco años consecutivos por la revista Institutional Investor.

En los años siguientes, como parte de su estrategia, Moody's se lanza en la adquisición de compañía a nivel global a fin de expandir sus productos y abarcar nuevos mercados.

A fines de 2003, Moody's Corporation tenía oficinas en 18 países y cubrió 30 mil millones de dólares en deuda de 100 países.

En el año 2007 la firma divide sus actividades en dos unidades de negocio. Moody's Servicios para los Inversores, que aglutina las actividades tradicionales de la compañía y Moody's Analítica. Esta última, se estableció en 2007 para centrarse en actividades que no son de calificación. Realiza investigaciones económicas relacionadas con el análisis crediticio, la gestión del desempeño, la modelización financiera, el análisis estructurado y la gestión del riesgo financiero. Moody's Analítica también ofrece software y servicios de consultoría, incluidos modelos económicos y herramientas de software patentados, así como capacitación profesional para el sector de servicios financieros, en particular la acreditación de gestión de riesgos.

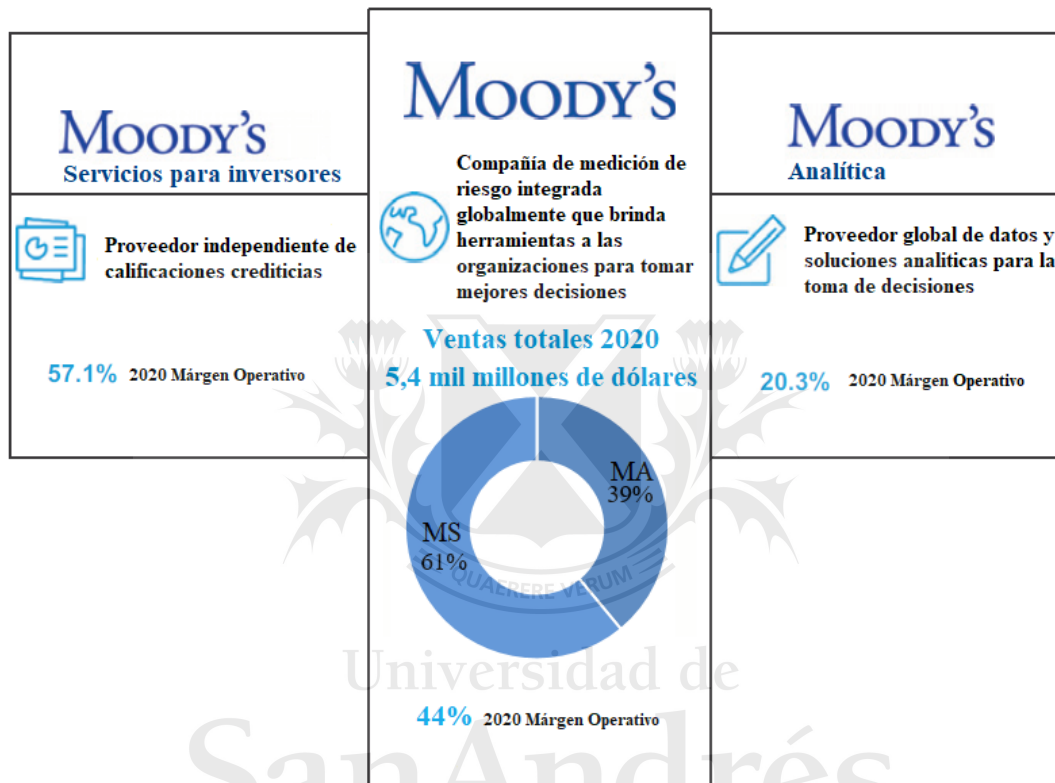
En la actualidad, la compañía continúa invirtiendo en nuevos productos bajo Moody's Analítica, tales como ERS y su expansión en economías emergentes. Hoy, Moody's cuenta con oficinas en 33 países, más de 11.000 empleados y se califican emisiones globalmente por más de 5,5 trillones de dólares.

3.3 UNIDADES DE NEGOCIO

Moody's divide sus operaciones en dos principales unidades de negocio. Esta división, tuvo lugar en el año 2007 de acuerdo con su estrategia de abarcar nuevos productos y mercados. La primera de ellas, es Moody's Servicios para Inversores y cubre las operaciones tradicionales de calificación crediticia para diversas entidades. La segunda, se denomina Moody's Analítica, la cual abarca las líneas de negocio diferentes a las tradicionales calificaciones crediticias.

De acuerdo a los resultados de su ejercicio del año 2020, la unidad de negocio Moody's Servicios para Inversores concentra el 61% de los ingresos de la compañía mientras que Moody's Analítica el 39% restante.

Gráfico 5: Unidades de negocio de Moody's Corporation



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Como enseña el gráfico 5, la unidad de negocio Moody's Servicios para Inversores abarca una mayor proporción de las ventas totales de la compañía respecto a Moody's Analítica. Asimismo, esta cuenta con márgenes operativos relativamente superiores.

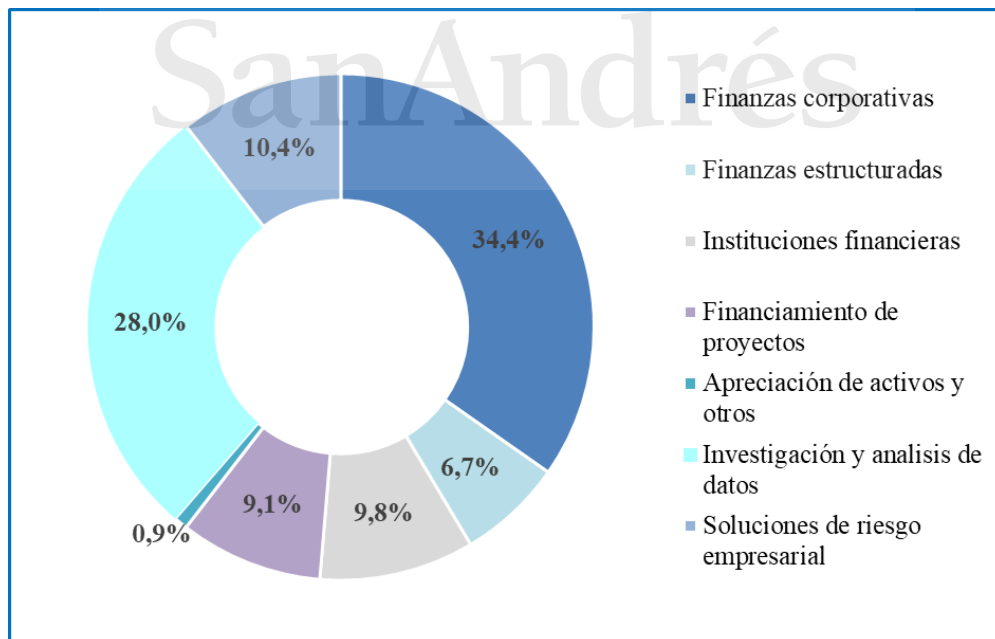
Tabla 2: Líneas de negocio de Moody's Corporation

| Unidad de negocio | Líneas de negocio | % en las ventas totales |
|-----------------------------------|-----------------------------------|-------------------------|
| Moody's Servicios para Inversores | Finanzas corporativas | 34,4% |
| | Finanzas estructuradas | 6,7% |
| | Instituciones financieras | 9,8% |
| | Financiamiento de proyectos | 9,1% |
| | Apreciación de activos y otros | 0,9% |
| Moody's Analítica | Investigación y análisis de datos | 28,0% |
| | Soluciones de riesgo empresarial | 10,4% |

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Dentro de sus dos unidades de negocio, la firma agrupa sus productos en siete líneas de negocio. La principal de estas es finanzas corporativas, la cual proporciona el 34,4% de los ingresos de la empresa y abarca servicios de calificación relacionados a Investment-grade, High-yield y préstamos bancarios. En segundo lugar, se encuentra la principal línea de negocio de Moody's Analítica, investigación y análisis de datos, proporcionando el 28% de las ventas de la compañía en su último ejercicio.

Gráfico 6: Participación de líneas de negocio en las ventas de Moody's Corporation



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual, 2020.

De acuerdo con la tabla 3, la línea de negocio con mayor crecimiento en sus ventas durante los últimos cinco años fue la de investigación y análisis de datos, dejando a finanzas corporativas en segundo lugar.

Tabla 3: CAGR de ventas últimos 5 años por línea de negocio

| Línea de negocio | CAGR |
|-----------------------------------|-------|
| Finanzas corporativas | 13,4% |
| Finanzas estructuradas | -4,3% |
| Instituciones financieras | 10,2% |
| Financiamiento de proyectos | 4,6% |
| Investigación y análisis de datos | 22,8% |
| Soluciones de riesgo empresarial | 8,1% |

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

3.3.1 MOODY'S SERVICIOS PARA INVERSORES

Moody's Servicios para Inversores agrupa los productos tradicionales de la compañía. La misma abarca las publicaciones de calificaciones crediticias y proporciona servicios de evaluación sobre una amplia gama de obligaciones negociables y de las mismas entidades que emiten dichas obligaciones. Estos servicios están destinados a los mercados de todo el mundo y se enfocan en diversas obligaciones corporativas, de instituciones financieras, de gobiernos y valores financieros estructurados. Una calificación de Moody's permite a los emisores crear una estrategia de salida al mercado de deuda oportuna con la capacidad de captar mayor interés del público inversor.

Los ingresos por calificaciones se derivan de los emisores de dichas transacciones que utilizan calificaciones de Moody's para respaldar la distribución de sus emisiones de deuda a los inversionistas. Las mismas se difunden al público a través de comunicados de prensa principalmente a través de una variedad de medios electrónicos, incluido Internet y sistemas de información en tiempo real ampliamente utilizados por los comerciantes de valores e inversores.

Gráfico 7: Entidades calificadas por Moody's Servicios para Inversores, 2020.



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

A lo largo de su historia la compañía ha desarrollado un sistema de calificaciones. Estas son asignadas según las escalas de calificación global de largo y corto plazo. Las mismas son opiniones con miras al futuro de los riesgos crediticios de las obligaciones emitidas por instituciones no financieras, instituciones financieras, vehículos de financiamiento estructurado, vehículos de financiamiento de proyectos y entidades del sector público. Moody's define el riesgo crediticio como el riesgo de que una entidad no pueda cumplir sus obligaciones financieras contractuales antes de su vencimiento y de cualquier pérdida financiera estimada en caso de incumplimiento.

Estas calificaciones se dividen en corto y largo plazo. En total, son nueve categorías de largo plazo y cuatro de corto plazo. La calificación más alta es "Aaa" y representa mínimo riesgo crediticio. Algunos ejemplos de obligaciones con esta calificación son a la fecha los bonos soberanos de países como Alemania, Australia y Suiza. La peor calificación del sistema es "C", aquellas obligaciones con esta etiqueta se consideran con poca probabilidad de recuperación de capital e intereses. Un ejemplo actual de calificación "C" son los bonos soberanos de la Republica del Líbano.

Tabla 4: Calificaciones crediticias de largo plazo de Moody's Corporation

| Escala de calificación global de largo plazo | |
|---|---|
| Aaa | Las obligaciones con calificación Aaa se consideran de la más alta calidad y están sujetas al riesgo crediticio mínimo. |
| Aa | Las obligaciones con calificación Aa se consideran de alta calidad y están sujetas a un riesgo crediticio muy bajo. |
| A | Las obligaciones con calificación A se consideran de grado intermedio-alto y están sujetas a un riesgo crediticio bajo. |
| Baa | Las obligaciones con calificación Baa se consideran de grado intermedio y están sujetas a un riesgo crediticio moderado, por lo que pueden presentar ciertas características especulativas. |
| Ba | Las obligaciones con calificación Ba se consideran especulativas y están sujetas a un riesgo crediticio considerable. |
| B | Las obligaciones con calificación B se consideran especulativas y están sujetas a un riesgo crediticio alto. |
| Caa | Las obligaciones con calificación Caa se consideran especulativas con mala reputación y están sujetas a un riesgo crediticio muy alto. |
| Ca | Las obligaciones con calificación Ca son altamente especulativas y es probable que estén en incumplimiento o que estén a punto de estarlo, con cierta perspectiva de recuperación de capital e intereses. |
| C | Las obligaciones con calificación C presentan la calificación más baja y suelen estar en incumplimiento, con poca perspectiva de recuperación de capital e intereses. |

Fuente: Elaboración propia en base a Símbolos y definiciones de calificaciones, Moody's Investor Service, 2021.

Moody's agrega además los modificadores numéricos 1, 2 o 3 a todas las calificaciones genéricas entre Aa y Caa. El modificador 1 indica que la obligación se ubica en el rango superior de su categoría de calificación genérica, el modificador 2 indica que se ubica en un rango medio y el modificador 3 indica que se ubica en el rango inferior de esa categoría de calificación genérica.

La compañía también ofrece calificaciones de corto plazo, las cuales reflejan la opinión sobre la capacidad del emisor de pagar sus obligaciones de corto plazo. Estas calificaciones pueden ser de cuatro tipos como refleja la tabla 3, siendo "P-1" la de mayor calidad.

Tabla 5: Calificaciones de corto plazo, Moody's Corporation

| Escala de calificación global de corto plazo | |
|---|---|
| P-1 | Las calificaciones Prime-1 reflejan una capacidad superior para pagar obligaciones de corto plazo. |
| P-2 | Las calificaciones Prime-2 reflejan una fuerte capacidad para pagar obligaciones de corto plazo. |
| P-3 | Las calificaciones Prime-3 reflejan una capacidad aceptable para pagar obligaciones de corto plazo. |
| NP | Los emisores (o instituciones de respaldo) con calificación Not Prime no encuadran dentro de ninguna de las categorías de calificación Prime. |

Fuente: Elaboración propia en base a Símbolos y definiciones de calificaciones, Moody's Investor Service, 2021.

A continuación, el gráfico 8 indica las calificaciones de largo plazo correspondientes a las diferentes calificaciones de corto plazo (en caso de que tales calificaciones de largo plazo existan).

Gráfico 8: Relación entre calificaciones de corto y largo plazo

| CALIFICACIÓN DE LARGO PLAZO | CALIFICACIÓN DE CORTO PLAZO |
|-----------------------------|-----------------------------|
| Aaa | Prime-1 |
| Aa1 | |
| Aa2 | |
| Aa3 | |
| A1 | |
| A2 | |
| A3 | Prime-2 |
| Baa1 | |
| Baa2 | |
| Baa3 | Prime-3 |
| Ba1, Ba2, Ba3 | |
| B1, B2, B3 | |
| Caa1, Caa2, Caa3 Ca, C | |

Fuente: Símbolos y definiciones de calificaciones, Moody's Servicios para Inversores, 2021.

Los inversores buscan opiniones de Moody's pues valoran el conocimiento de sus analistas y la profundidad de sus investigaciones. De esta manera, las calificaciones de Moody's proporcionan ciertos beneficios a los emisores de obligaciones. Los principales son:



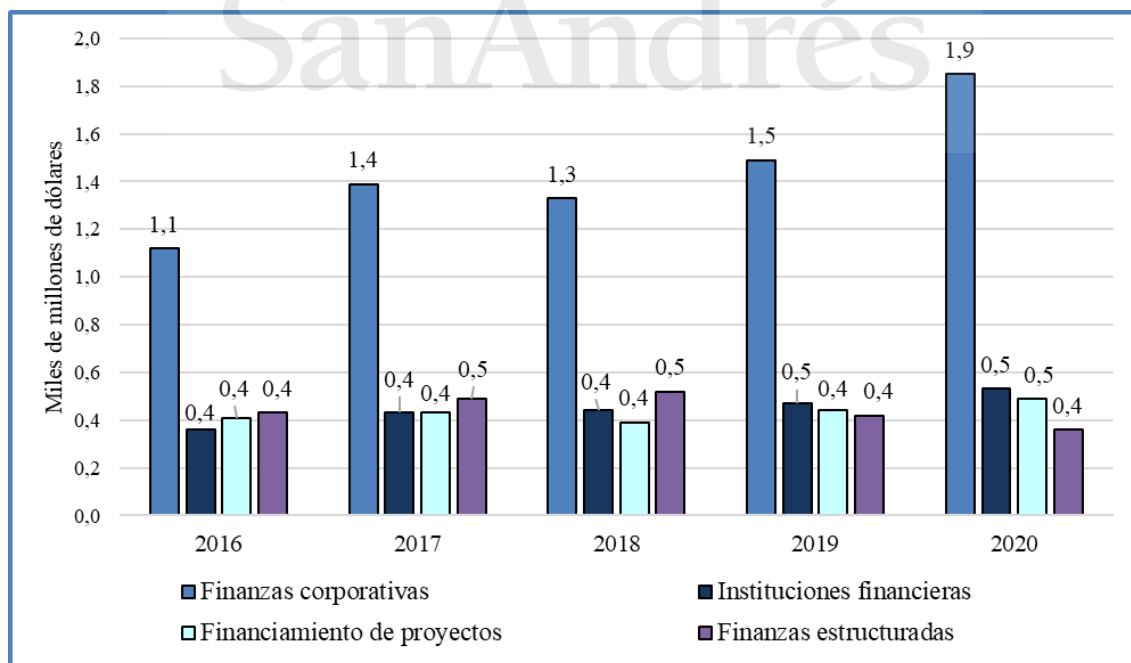
- **Acceso al capital:** Los inversores institucionales de todo el mundo utilizan las opiniones de Moody's sobre el crédito, lo que hace que la deuda de un emisor sea más atractiva para una amplia gama de compradores. En efecto, una calificación de Moody's puede facilitar el acceso a capital de deuda tanto a nivel nacional como internacional.

- **Transparencia, comparación de créditos y estabilidad de mercado:** Señala la voluntad de los emisores de ser transparentes y proporciona a los emisores una evaluación independiente con la que comparar la calidad crediticia. Las calificaciones y los informes de investigación de Moody's pueden ayudar a mantener la confianza de los inversores.
- **Planificación y presupuestación:** Puede ayudar a los emisores a formular planes de capital internos y estrategias de financiación.
- **Capacidades analíticas:** Entre los asesores de calificaciones, Moody's tiene una posición sólida y es reconocido por la profundidad y amplitud de sus capacidades analíticas.

Esta unidad obtiene también ingresos de ciertas operaciones no relacionadas con calificaciones, que consisten principalmente en servicios de fijación de precios de instrumentos financieros en la región de Asia-Pacífico e ingresos de investigación. Sin embargo, estos ingresos representan solo un 1,3% de las ventas de Moody's Servicios para Inversores.

Respecto a las ventas de esta unidad, se observa un crecimiento en tres de sus cuatro categorías de calificaciones, siendo finanzas estructuradas la excepción. Cabe destacar que los productos ligados a finanzas corporativas representan no solo la mayoría de ingresos para esta unidad sino para toda la compañía.

Gráfico 9: Evolución de las ventas por línea de negocio dentro de Moody's Servicios para Inversores



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

3.3.2 MOODY'S ANALÍTICA

Moody's Analítica nace en 2007 como iniciativa estratégica de la compañía para diversificar el portafolio de productos. Es un proveedor global de datos y soluciones analíticas que ayudan a las empresas a tomar mejores y rápidas decisiones. Los modelos analíticos que ofrece sumado a los conocimientos de la industria y las herramientas de software que brinda, permiten a las empresas realizar muchas actividades comerciales críticas con confianza y seguridad. Los negocios de suscripción de esta unidad proporcionan una base significativa de ingresos recurrentes para reducir los cambios cíclicos en los ingresos de Moody's Servicios para Inversores.

Esta división de Moody's agrupa sus operaciones en dos líneas de negocio: investigación & análisis de datos y soluciones de riesgo empresarial. La primera de ellas, ofrece suscripciones para la investigación, análisis de datos para diversas industrias, investigación crediticia, herramientas analíticas para créditos y certificados académicos. Respecto a la segunda, ofrece soluciones de software para la gestión de riesgos como así también servicios de consultoría en materia de gestión de riesgos.

Gráfico 10: Clientes de Moody's Analítica



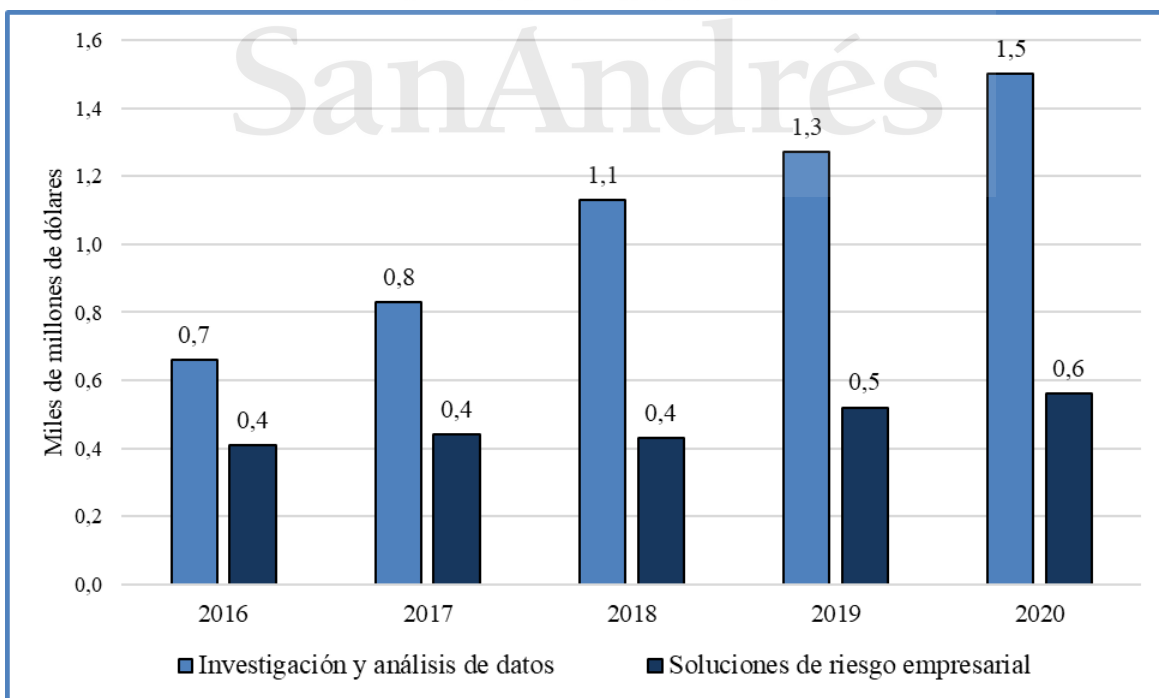
Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Dentro del portafolio de productos de esta unidad, se destacan paquetes de software como Market Implied Ratings y Expected Default Frequency. Estos aplican la escala de calificación de Moody's a las señales de precios del mercado de valores y crédito para que los usuarios puedan identificar oportunidades de inversión. También ofrecen estimaciones sobre la probabilidad de incumplimiento crediticio de una empresa basándose en factores cuantitativos como la capitalización de mercado, el capital social, la volatilidad y la estructura de capital. Esta división también proporciona a las instituciones financieras software analítico y de gestión de riesgos como Risk Analyst, que se utiliza para proporcionar análisis de datos crediticios para préstamos comerciales y calcular el riesgo.

Esta unidad cuenta con un portafolio diversificado de clientes, entre ellos firmas de seguros, inmobiliarias, bancos comerciales, bancos de inversión, individuos y gobiernos estatales en sus diferentes niveles. Se estima que a la fecha cuenta con aproximadamente 381 mil clientes lo cual da muestra del interés de los mismos por su creciente oferta de productos.

Respecto a las ventas de esta división, se observa un crecimiento en sus líneas de negocio en los últimos años. Se muestra además que la línea de negocio investigación y análisis de datos es la principal fuente de ingresos para la división, como así también la segunda a nivel compañía.

Gráfico 11: Evolución de ventas de Moody's Analítica

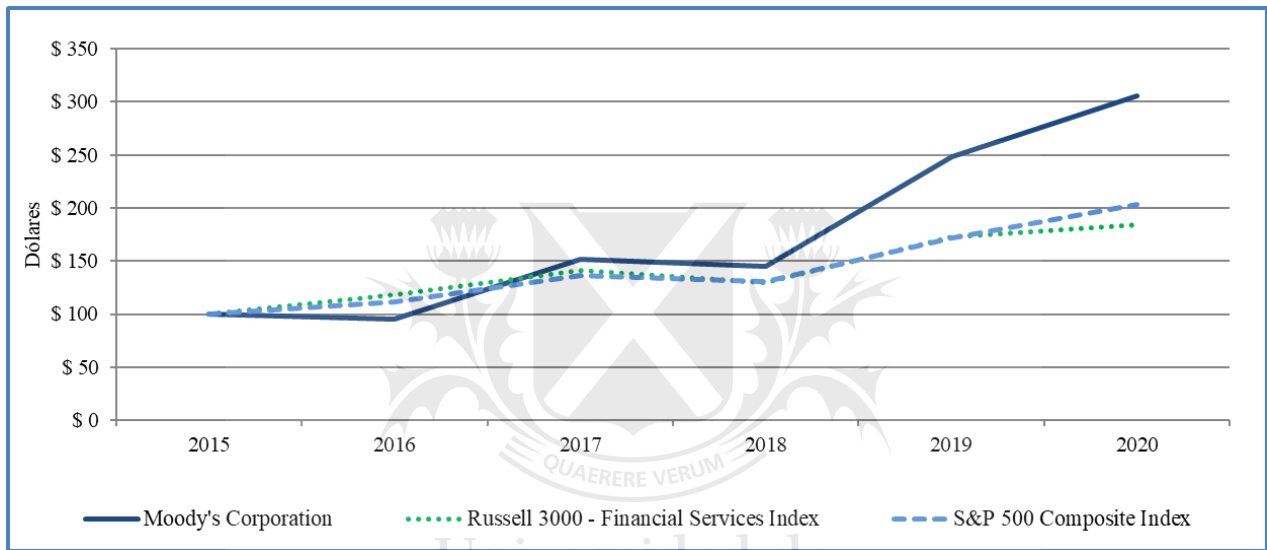


Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

3.4 COMPOSICIÓN ACCIONARIA

La acción de Moody's Corporation se ha desempeñado notablemente bien en comparación a índices de referencia en los últimos años. El gráfico 12 compara el retorno acumulado de Moody's contra el índice S&P 500 y el Índice Russell 3000 Financial Services para el periodo 2015-2020.

Gráfico 12: Retornos acumulados Moody's Corporation y comparables



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

En dicho periodo la acción de Moody's tuvo un retorno de 206% comparado al 103% y 84% del Índice S&P 500 y el Índice Russell 3000 Financial Services respectivamente.

Tabla 6: Comparación de desempeño entre Moody's e Índices de referencia

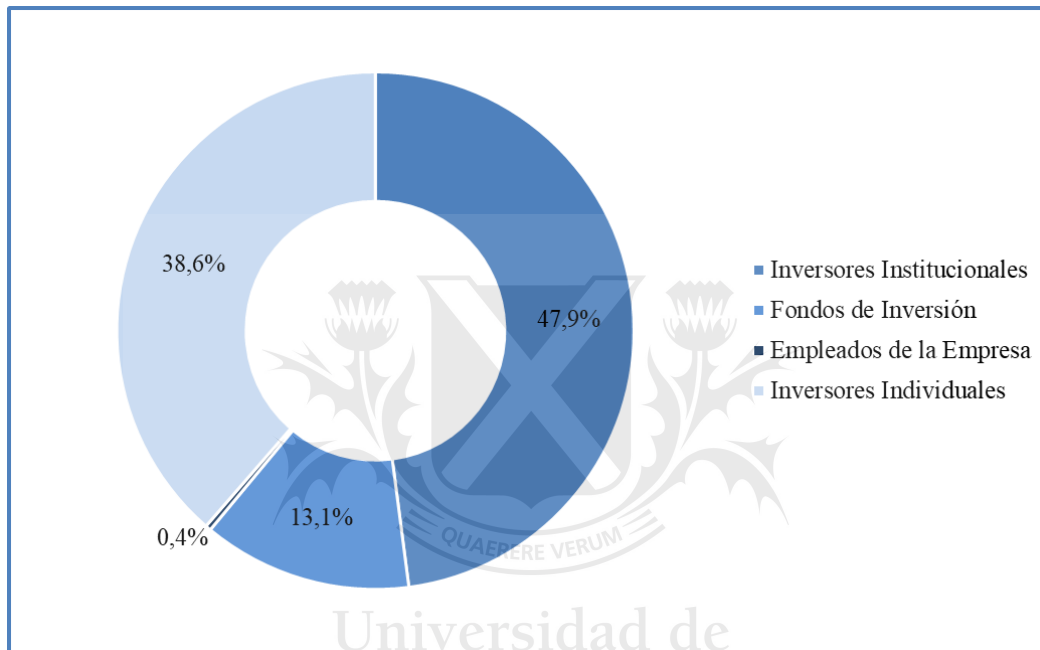
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Moody's Corporation | \$ 100 | \$ 95 | \$ 151 | \$ 145 | \$ 248 | \$ 306 |
| Russell 3000 Financial Services | \$ 100 | \$ 118 | \$ 141 | \$ 130 | \$ 172 | \$ 184 |
| S&P 500 | \$ 100 | \$ 112 | \$ 136 | \$ 130 | \$ 171 | \$ 203 |

Nota: En dólares americanos.

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

La empresa cotiza en la Bolsa de Nueva York desde su escisión de Dun & Bradstreet en el año 2000. En la actualidad, la firma cuenta con 187.165.201 acciones en circulación en los mercados bajo el ticker MCO. En cuanto a los accionistas de la firma, Moody's Corporation cuenta con 1.721 accionistas registrados de acuerdo a su Annual Report de 2020.

Gráfico 13: Clases de accionistas de Moody's Corporation



Elaboración propia en base a datos de Yahoo! Finance.

Del total de acciones en circulación, el 47,9% son institucionales. Uno de los atractivos de Moody's es justamente su mayor inversor institucional, Berkshire Hathaway de Warren Buffett. Este posee una participación del 13,2% de las acciones en circulación. La posición de Buffett le dio a la compañía una influencia considerable, manteniendo sus acciones desde que la empresa se hizo pública en el año 2000.

Tabla 7: Principales accionistas institucionales

| Institución | Cantidad de acciones | Proporción del total |
|---------------------------------|----------------------|----------------------|
| Berkshire Hathaway, Inc | 24.669.778 | 13,2% |
| Vanguard Group, Inc. | 13.467.994 | 7,2% |
| Blackrock Inc. | 11.058.781 | 5,9% |
| State Street Corporation | 7.180.896 | 3,8% |
| Fiera Capital Corporation | 6.604.350 | 3,5% |
| TCI Fund Management Ltd | 6.562.790 | 3,5% |
| Akre Capital Management, LLC | 5.627.255 | 3,0% |
| Baillie Gifford and Company | 5.385.192 | 2,9% |
| Capital International Investors | 5.172.405 | 2,8% |
| FMR, LLC | 3.983.731 | 2,1% |

Elaboración propia en base a datos de Yahoo! Finance, 2021.

El principal accionista dentro de la categoría de fondo de inversión es Professionally Managed Focus Fund que cuenta con una participación del 2,8% de la compañía.

Tabla 8: Principales fondos accionistas

| Fondo | Cantidad de acciones | Proporción del total |
|---|----------------------|----------------------|
| Professionally Managed Focus Fund | 5.222.244 | 2,8% |
| Vanguard Total Stock Market Index Fund | 4.483.963 | 2,4% |
| Vanguard 500 Index Fund | 3.295.087 | 1,8% |
| New Perspective Fund Inc | 2.834.563 | 1,5% |
| Select Sector SPDR Fund-Financial | 1.698.061 | 0,9% |
| SPDR S&P 500 ETF Trust | 1.619.720 | 0,9% |
| Fidelity 500 Index Fund | 1.486.123 | 0,8% |
| Vanguard Specialized-Dividend Appreciation | 1.317.779 | 0,7% |
| Vanguard Institutional Index Fund-Institutional | 1.285.746 | 0,7% |
| iShares Core S&P 500 ETF | 1.263.157 | 0,7% |

Elaboración propia en base a datos de Yahoo! Finance, 2021.

3.4.1 PROGRAMA DE RECOMPRA DE ACCIONES

La compañía se caracteriza por una política activa en la recompra de acciones en circulación. En

los últimos cinco años se anunciaron cuatro programas de recompra por una totalidad de 5 mil millones de dólares, lo cual es relativamente alto teniendo en cuenta que su resultado neto en el último ejercicio fue 1,8 mil millones de dólares.

Tabla 9: Programas de recompra de acciones de Moody's Corporation

| Fecha | Presupuesto | Ejecución |
|------------|-------------|-----------|
| 15/12/2015 | 1.000 | 100% |
| 22/10/2018 | 1.000 | 100% |
| 16/12/2019 | 1.000 | 83% |
| 09/02/2021 | 1.000 | 0% |

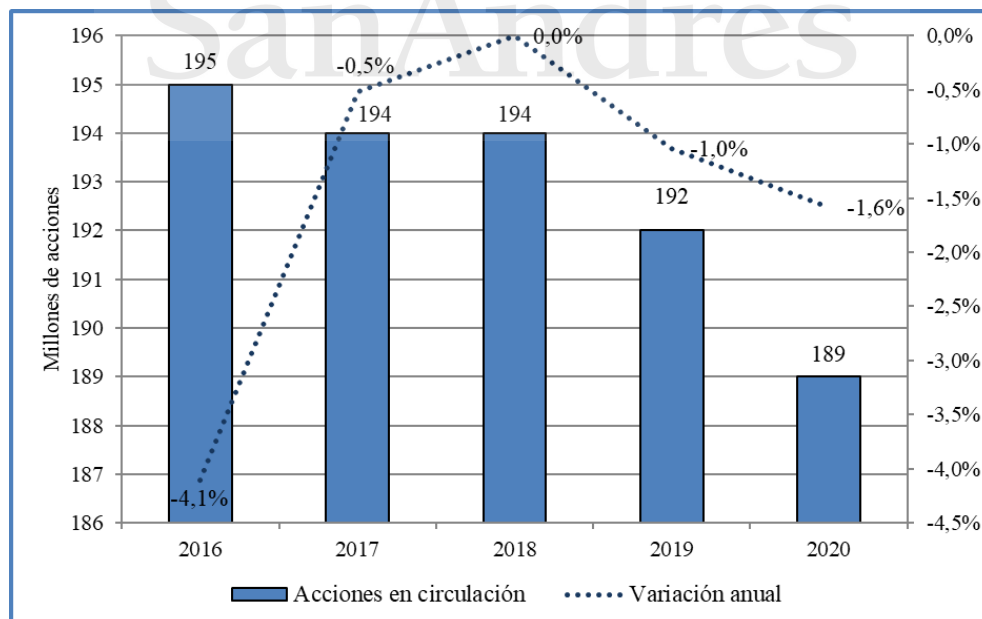
Nota en millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

La firma emite también acciones como parte de sus planes de compensación a empleados. En su último ejercicio, Moody's emitió 200.000 acciones como parte de los mismos.

En los últimos tres años, se anunció en cada uno de ellos un programa de recompra de acciones como enseña la tabla 9. No obstante, en años anteriores como 2017 o 2016 no se lanzó un nuevo programa, aunque se ejecutó en partes el presupuesto para este fin anunciado en 2015.

Gráfico 14: Evolución de las acciones en circulación de Moody's Corporation



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Como se observa en el gráfico 14, la cantidad de acciones en circulación se ha reducido notablemente en los últimos años. Se pasó de aproximadamente 195 millones de acciones en 2016 a 189 millones aproximadamente en 2020 lo que significa una reducción del 6,89%. Esta política activa de recompra de acciones ha favorecido considerablemente a los accionistas.

3.4.2 DIVIDENDOS

Moody's Corporation salió a bolsa en el año 2000, desde sus inicios en los mercados comenzó una política activa de pagos de dividendos. En el año 2001, la firma comienza su programa de pagos de dividendos trimestrales, los cuales nunca se discontinuaron hasta la fecha.

Tabla 10: Dividendos pagados por Moody's Corporation periodo 2016-2020

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|------|------|-------|-------|-------|
| Dividendo por acción / Precio de la acción | 1,3% | 0,9% | 0,8% | 0,8% | 0,8% |
| Dividendo por acción / Ganancias por acción | 109% | 30% | 26% | 27% | 24% |
| Dividendo por acción (USD) | 1,48 | 1,52 | 1,76 | 2,00 | 2,24 |
| Tasa de crecimiento del dividendo | 8,8% | 2,7% | 15,8% | 13,6% | 12,0% |

Nota: datos anualizados.

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual e investing.com.

Tomando como base el precio de la fecha de cierre de su último ejercicio, el retorno del dividendo anualizado es de 0,8% como muestra la tabla 10. Cabe destacar que los dividendos que ofrece Moody's no solo nunca se discontinuaron, sino que también crecen año a año dando muestra de la solidez de la compañía.

3.5 ESTRATEGIA

La misión de Moody's es proporcionar información que ayude a los tomadores de decisiones a actuar con confianza. La estrategia de Moody's está basada en cinco pilares: inversiones en adquisiciones y alianzas estratégicas, mejora de calificaciones crediticias, expansión en mercados emergentes y desarrollo de nuevos productos.

Gráfico 15: Bases estratégicas de Moody's Corporation



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

3.5.1 MEJORA EN LA CALIDAD DE LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS

En la actualidad, la firma se enfoca en la adquisición y producción de nuevas tecnologías a fin de mejorar sus productos actuales y la experiencia de los clientes. En particular, se pone énfasis en mejorar la calidad de las calificaciones mediante la incorporación de diversas herramientas analíticas. Esto le permite defender su posición dominante de mercado y no caer en la obsolescencia tecnológica en una industria donde la digitalización y automatización de sus servicios avanza a pasos agigantados.

3.5.2 DESARROLLO DE NUEVOS PRODUCTOS

A partir del año 2007, Moody's ordena sus operaciones en dos unidades de negocio, Moody's Servicios para Inversores y Moody's Analítica. Esta última concentra sus esfuerzos en expandir su portafolio de productos más allá de las tradicionales calificaciones crediticias. La firma pretende mediante esta división, posicionarse hacia el futuro como proveedor de una amplia gama de

herramientas para la administración de riesgos, teniendo un claro diferenciador combinando datos integrados y analítica con una amplia experiencia en el sector.

La compañía trabaja en el desarrollo de nuevos productos que contribuyan a la misión de la misma. De esta manera, el propósito es poder proporcionar cada vez más herramientas a los tomadores de decisiones que les permita agilizar el proceso decisorio. La compañía busca sacar provecho de su marca y renombre a nivel global para lanzar nuevos productos en adyacencias estratégicas como lo es ESG, investigación y software. Este desarrollo de nuevos productos ha sido en gran parte orgánica, liderando los desarrollos internamente como así también mediante adquisiciones específicas y alianzas joint ventures. Un ejemplo reciente de adquisición específica fue la compra de Catalyst en 2020, con el fin de introducirse en las soluciones de software para el mercado inmobiliario.

3.5.3 EXPANSIÓN GEOGRÁFICA

La expansión de Moody's tiene dos ejes, la propagación de sus productos actuales en nuevos mercados y la adquisición de compañías relacionadas a su misión en distintas regiones del mundo. En particular, la expansión está focalizada en mercados emergentes, agrupados en tres regiones: Latinoamérica, Asia-Pacífico y EMEA³. Un ejemplo es la adquisición de Malaysian Ratings Corporation Berhad en 2020. Esta adquisición reforzó la presencia de Moody's en el sudeste asiático y en los mercados de bonos nacionales a nivel mundial, de esta manera, la firma continúa avanzando con su posición como líder en el mercado asiático.

3.5.4 JOINT VENTURES Y ALIANZAS ESTRATÉGICAS

La firma continúa expandiéndose hacia mercados en desarrollo y sectores de riesgo no financiero a través de joint ventures y alianzas estratégicas con agencias de calificación locales y otras contrapartes. Un ejemplo es la participación accionaria en China Cheng Xin International Credit Rating Co. a fin de consolidar sus operaciones en el mercado chino.

³ Las siglas EMEA hacen referencia a Europa, Oriente Medio y África.

3.5.5 ADQUISICIONES ESPECIFICAS

La firma mantiene una política activa en cuanto a las adquisiciones de compañías que le permitan acelerar su crecimiento y posicionamiento en nuevas industrias y mercados. Ejemplo de esto es la compra del 100% del paquete accionario de Acquire media durante el año 2020. Esta empresa es un distribuidor con sede en EE. UU. De noticias, multimedia, datos y alertas en tiempo real. Esta adquisición en particular sirve para promover las soluciones de Moody's Analitica al fortalecer su capacidad para proporcionar señales de alerta temprana y conocimientos en tiempo real a los participantes del mercado.

3.6 FACTORES DE RIESGO

Las operaciones de la compañía pueden verse afectada por diversos factores de riesgo. Los principales a los que se encuentra expuesta son:

- Exposición a los movimientos del tipo de cambio entre monedas extranjeras y el dólar estadounidense.
- Restricciones sobre la capacidad de convertir la moneda local en dólares estadounidenses y los costos de la repatriación del efectivo en poder de entidades fuera de los Estados Unidos.
- Las leyes de Estados Unidos que afectan las operaciones en el extranjero, incluidas las restricciones de exportación e importación nacionales y extranjeras, aranceles y otras barreras y restricciones comerciales.
- Leyes y regulaciones inciertas y en evolución, incluidas las aplicables a las industrias de servicios financieros.
- Incertidumbre con respecto a la relación futura entre Estados Unidos y China, que puede resultar en restricciones o acciones adicionales por parte del gobierno de Estados Unidos con respecto a hacer negocios en China o por el gobierno chino con respecto a negocios realizados por entidades extranjeras en China.
- Condiciones económicas, políticas y geopolíticas del mercado, incluido el efecto de estas condiciones en los clientes.
- Reducción en políticas de protección de los derechos de propiedad intelectual.

4 ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

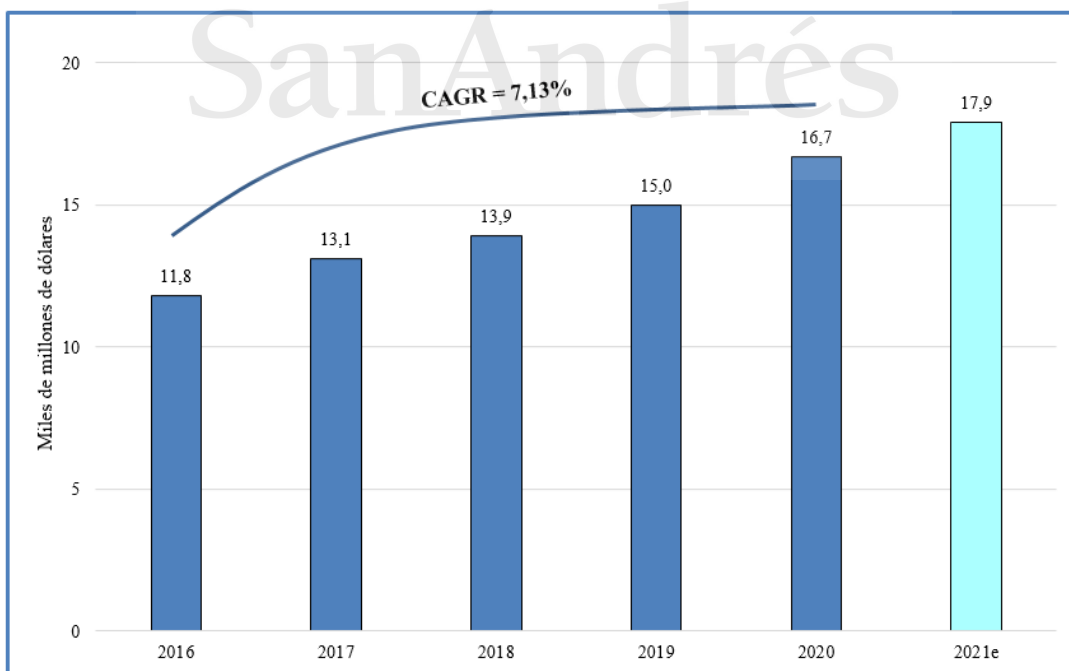
4.1 CARACTERÍSTICAS GENERALES

Moody's Corporation se encuentra en la industria de calificación crediticia. Este sector resulta altamente concentrado por un grupo de compañías conocido como "The Big Three" del cual Moody's forma parte, siendo S&P Global y Fitch Group las otras dos empresas restantes.

Las agencias de calificación crediticia se dedican a predecir las probabilidades de incumplimiento para todo tipo de obligaciones negociables y sus entidades emisoras. Asimismo, ofrecen un sistema de clasificación que permite la comparación relativa entre diferentes emisiones.

Esta industria abarca un mercado de 16,7 mil millones de dólares a la fecha de análisis. Es un sector que ha crecido sostenidamente en los últimos años. En particular, para el periodo 2016-2020 el mismo creció un 51,7% acumulado, obteniendo un CAGR de 7,13%. Se estima que para el año 2021 la industria alcanzará los 17,9 mil millones de dólares, creciendo 6,9% respecto al año anterior (Ibisworld, 2021).

Gráfico 16: Ventas de la industria periodo 2016-2021.

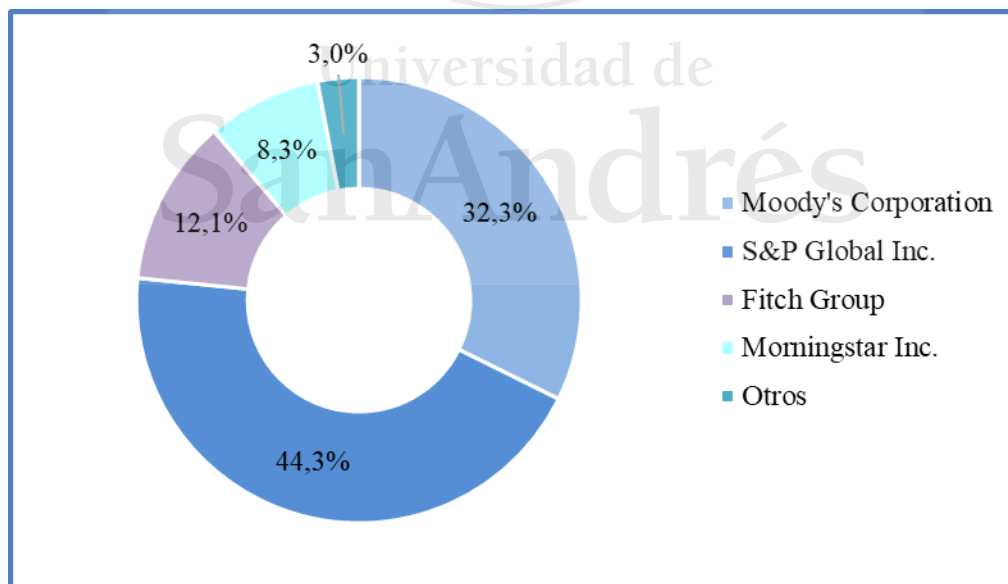


Fuente: Elaboración propia en base a Ibisworld, Dun&Bradstreet y reportes anuales de empresas del sector.

El modelo de negocio de la industria se basa en suscripciones y venta de calificaciones sobre obligaciones negociables y sus entidades emisoras. Bajo el modelo de suscripciones, los inversores abonan por tener acceso a los informes crediticios realizados por las agencias. En cuanto a la venta de calificaciones, son las entidades emisoras de títulos las que pagan por la calificación de la emisión a estas agencias a fin de salir al mercado eficientemente. Hasta la década de los 70 las agencias mantenían únicamente el modelo de suscripción y es a partir de esta donde las tres agencias incorporaron el modelo de venta de calificaciones a las entidades emisoras.

En la actualidad, la industria de la calificación crediticia está dominada por dos actores globales: Moody's Corporation y S&P Global. Sólo hay un actor global más, Fitch Group, aunque considerablemente más pequeño. El grupo de firmas posee el 89,2% de la industria, por lo que se considera altamente concentrada. Se entiende que, dadas las cuotas de mercado de estas firmas, la industria es un duopolio entre Moody's Corporation y S&P Global con Fitch Group en tercer lugar con una cuota de mercado mucho menor a las anteriores. Tal es así, que el índice de Herfindahl⁴ da 3,772 lo cual sugiere una altísima concentración en la industria.

Gráfico 17: Cuotas de mercado de la industria, año 2020



Fuente: Elaboración propia en base a Dun&Bradstreet y reportes anuales de las compañías.

⁴ El Índice de Herfindahl es una medida que informa sobre la concentración económica de un mercado. Se calcula elevando al cuadrado la cuota de mercado que cada empresa posee y sumando esas cantidades.

Existen también otros competidores de menor dimensión como DBRS Ratings y Morningstar, aunque tienen participaciones muy pequeñas en el mercado en comparación con las tres principales firmas.

Tabla 11: Evolución de las ventas de la industria

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| S&P Global | 5.661 | 6.063 | 6.258 | 6.699 | 7.442 | |
| Moody's Corporation | 3.604 | 4.204 | 4.443 | 4.829 | 5.371 | |
| Fitch Group | 1.431 | 1.591 | 1.811 | 1.802 | 2.030 | |
| Morningstar | 798 | 912 | 1.020 | 1.179 | 1.390 | |
| Otros | 367 | 393 | 444 | 449 | 503 | |
| Total industria | 11.861 | 13.163 | 13.976 | 14.959 | 16.736 | 17.891 |

Nota: En millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a Ibisword, Dun&Bradstreet y reportes anuales de empresas del sector.

Se trata de una industria madura cuyos comienzos fueron en la primera década del siglo XX. Es importante destacar que estas tres agencias de calificación siempre han sido los líderes del mercado desde el inicio de la industria. Moody's fue fundada en 1909, la editorial Poor's Publishing y la Standard Statistics Company que se fusionaron como Standard & Poor's en 1941 y Fitch Publishing Company inició su actividad de calificación en 1924. Esto da muestra de las altísimas barreras de entrada de la industria, la cual se mantiene dominada por las mismas empresas líderes desde sus comienzos hace aproximadamente cien años.

4.2 HISTORIA

La industria de las calificaciones crediticias dio sus primeros pasos a principios del siglo XX cuando en 1909, John Moody publicó las primeras calificaciones de bonos disponibles públicamente, centradas exclusivamente en bonos de ferrocarriles. Las calificaciones de bonos de Moody's fueron seguidas por Poor's Publishing Company en 1916, Standard Statistics Company en 1922 y Fitch Publishing Company en 1924. Estas cinco compañías fueron evolucionando con el tiempo. Dun & Bradstreet compró Moody's en 1962, pero luego la separó como una corporación independiente saliendo a bolsa en el 2000. Poor's y Standard se fusionaron en 1941. Standard &

Poor's fue absorbida por McGraw-Hill en 1966. Fitch se fusionó con IBCA (una firma británica) en 1997. De esta manera, la industria quedó conformada por tres empresas líderes, Moody's Corporation, S&P Global y Fitch Group.

Desde sus comienzos a principios del siglo XX, el mercado de calificación crediticia estuvo enfocado en Estados Unidos. El país estaba predestinado a recibir calificaciones crediticias debido a sus grandes proyectos de desarrollo de ferrocarriles bajo auspicios privados y debido al financiamiento de bonos predominante en una economía grande y en rápida expansión (Dittrich, 2007). El mercado de calificación crediticia se expandió con una velocidad creciente entre 1909 y la década de 1930. En los años cuarenta, cincuenta y sesenta, las agencias calificadoras enfrentaron una demanda débil en un entorno de baja volatilidad, una economía sana y pocos incumplimientos (Partnoy, 1999). Un segundo período de rápido y creciente crecimiento comenzó a mediados de la década de 1970 y se prolonga hasta la actualidad. Ambos períodos de expansión han experimentado una alta volatilidad y muchos incumplimientos en los mercados de bonos, así como un aumento en las regulaciones basadas en calificaciones (Partnoy, 1999).

En las décadas de 1960 y 1970, las agencias estadounidenses calificaron las primeras emisiones de estados soberanos. En la década de 1980, Moody's y Standard & Poor's comenzaron a calificar los bonos nacionales en Europa y Japón. Rápidamente ambas empresas abrieron oficinas en Europa, Japón y en países emergentes. En algunos casos también adquirieron agencias de calificación locales (Fight, 2001).

En la actualidad, luego de diversos cambios y etapas de crecimiento y evolución, la industria se encuentra concentrada por las tres firmas líderes: Moody's, Standard & Poor's y Fitch, que controlan 89,2% del mercado de las calificaciones crediticias a nivel global.

4.3 COMPETIDORES

Como se explica en párrafos anteriores, Moody's tiene como principal competidor a la firma S&P Global siendo esta última la que lidera el sector. Entre ambas, ostentan una posición duopólica en la industria, con Fitch en tercer lugar. A continuación, se exponen algunas métricas de estas compañías.

Tabla 12: Principales competidores de Moody's Corporation, 2020.

| Empresas | Ventas | Margen bruto | Margen neto | Cuota de mercado | Empleados | Fundación |
|---------------------|--------|-----------------|----------------|---------------------|-----------|-----------|
| Moody's Corporation | 5,4 | 72,0% | 33,0% | 32,3% | 11.490 | 1909 |
| S&P Global | 7,4 | 73,0% | 34,0% | 44,3% | 22.500 | 1916 |
| Fitch Group | 2,1 | 48,0% | 22,0% | 12,1% | 2.000 | 1913 |

Nota: Las ventas se expresan en miles de millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de investing.com y macrotrends.net.

4.3.1 S&P GLOBAL INC.

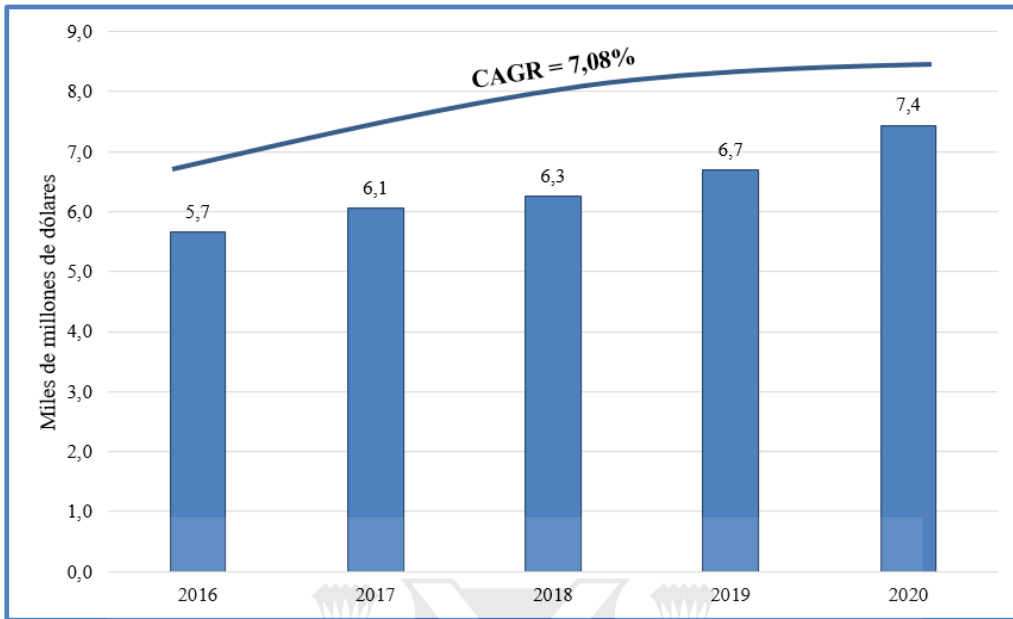
El principal competidor de Moody's y a su vez, el líder de la industria, es S&P Global. Esta empresa ofrece calificaciones crediticias, evaluaciones comparativas, análisis y datos en todo el mundo. En la actualidad ostenta una cuota de mercado del 44,3% siendo el líder indiscutido del sector. Al igual que Moody's, tiene sede en Manhattan, Nueva York. La firma divide sus operaciones en 5 unidades de negocio: S&P Global Ratings, S&P Global Market Intelligence, S&P Global Platts, CRISIL y por último S&P Dow Jones Indices.

La empresa surge de la fusión entre Standard Statistics Company y Poor's Publishing Company en 1941. De la misma manera que Moody's, la compañía se inició con libros de análisis sobre compañías ferroviarias para luego expandirse a otras industrias. La misma fue adquirida por The McGraw-Hill Companies en 1966 y en febrero de 2016, McGraw-Hill anunció que McGraw-Hill Financial cambiaría su nombre a S&P Global Inc.

En su último ejercicio presentó ventas por 7,44 mil millones de dólares y 3,99 mil millones de dólares de EBITDA⁵. Esto representa un crecimiento del 10,5% respecto al año anterior. La compañía cotiza en la bolsa de Nueva York bajo el ticker SPGI.

⁵ Datos de acuerdo al Annual Report, 2021.

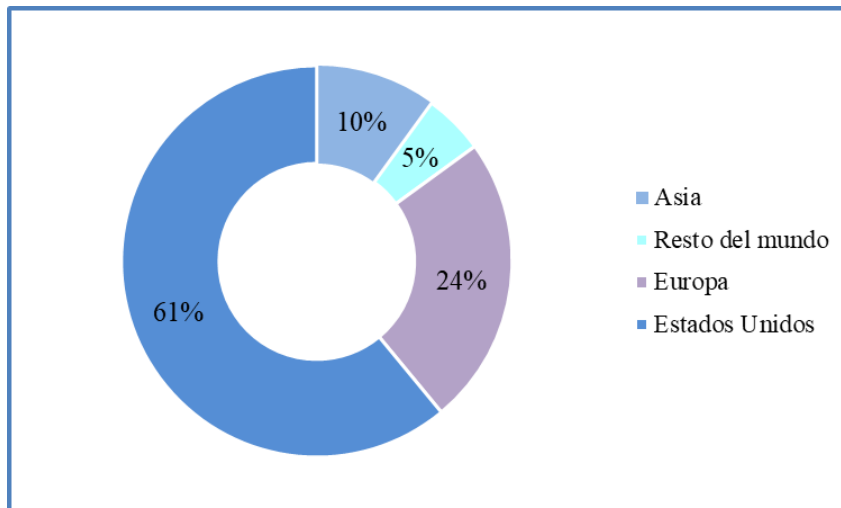
Gráfico 18: Evolución de ventas S&P Global Inc.



Fuente: Elaboración propia en base a S&P Global Inc 10k reporte anual.

Bajo su unidad de negocio S&P Dow Jones Índices, publica un gran número de índices bursátiles. El más conocido es el S&P500, el cual es uno de los índices bursátiles más importantes de Estados Unidos y del mundo. Se basa en la capitalización bursátil de 500 grandes empresas que poseen acciones que cotizan en las bolsas NYSE o NASDAQ. La firma también posee inversiones en el sector ESG donde también compite con Moody's.

Gráfico 19: Proporciones en ventas por región S&P Global Inc, 2020



Fuente: Elaboración propia en base a S&P Global Inc 10k reporte anual.

De igual modo que Moody's, Standards & Poor's concentra la mayoría de sus ventas dentro de los Estados Unidos, siendo este el principal mercado para ambas firmas como muestra el gráfico 19.

4.3.2 FITCH GROUP

Fitch Rating es la menor empresa del grupo “*The Big Three*” de las calificaciones crediticias. Al igual que sus principales competidores tiene sede en Manhattan, Nueva York. En su último ejercicio presento ventas por 2,1 mil millones de dólares. A diferencia de sus principales rivales, es una compañía privada por lo que no cotiza en bolsa. Actualmente su cuota de mercado se estima del 12,1% siendo la menor del grupo “*The Big Three*”.

La firma fue fundada por John Knowles Fitch el 24 de diciembre de 1913 en Nueva York como Sociedad Fitch Publishing. En la actualidad es propiedad de Hearst Corporation. La misma cuenta con más de 2.000 empleados y presencia en 30 países.

4.4 SITUACIÓN ACTUAL DE LA INDUSTRIA

El sector se encuentra favorecido por el contexto económico actual. Tal es así, que pese a la ciclicidad de sus principales actividades, las ventas se incrementaron durante el año 2020 en medio de una recesión global. La actividad de esta industria es afectada por diversos factores, siendo los más relevantes:



Debido a la crisis ocasionada por el COVID-19, los estados de todo el mundo se vieron obligados a implementar políticas económicas expansivas. En el último tiempo se anunciaron diversos planes fiscales en la mayoría de las economías. Asimismo, el mundo se encuentra en un contexto de

bajísimas tasas de interés lo cual tiene ciertas implicancias favorables en los mercados de deuda. Se espera que en el mediano plazo se mantengan los bajos niveles de tasas de interés a nivel global debido a la intervención de ciertas autoridades monetarias en los mercados financieros. Tal es así, que en la actualidad las tasas de interés de las principales economías del mundo se encuentran cercanas a cero, incluso en algunos países como Japón y Alemania se encuentran terreno negativo. Este contexto de bajo costo de endeudamiento impulsa fuertemente las emisiones de deuda por parte de diversas entidades y en efecto, la demanda por servicios de calificación.

Superada la recesión global del año 2020 a causa de la crisis sanitaria, se espera un crecimiento económico notable en los próximos años de acuerdo con Banco Mundial como enseña la tabla 13.

Tabla 13: Proyecciones de variación de PBI por regiones

| | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e |
|----------------------|-------|-------|-------|-------|
| Estados Unidos | -3,5% | 6,8% | 4,2% | 2,3% |
| Economías avanzadas | -4,7% | 5,4% | 4,0% | 2,2% |
| Economías emergentes | -1,7% | 6,0% | 4,7% | 4,4% |
| Economía Global | -3,5% | 5,6% | 4,3% | 3,1% |

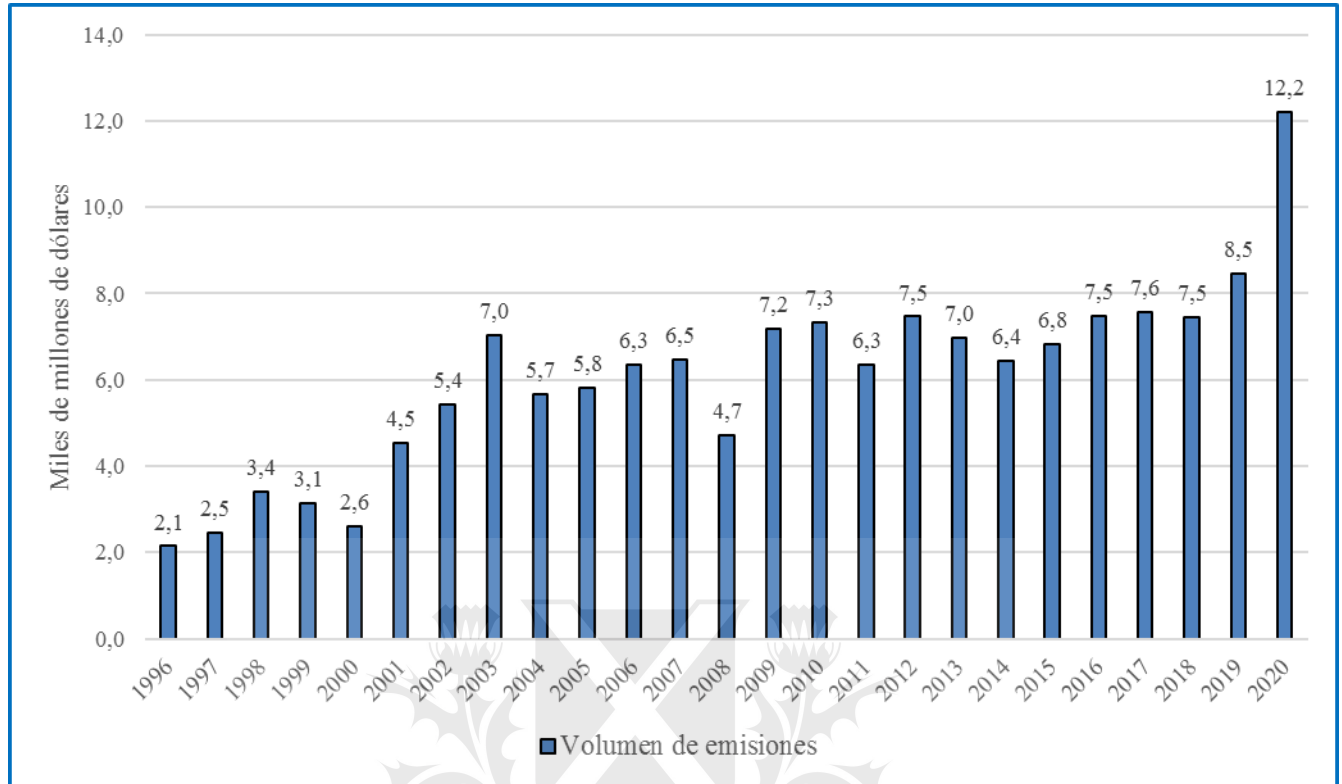
Fuente: Elaboración propia en base al Banco Mundial.

El crecimiento de las economías es un impulsor sumamente importante de la actividad de emisiones crediticias. Como se observa en la tabla 13, el crecimiento de la economía global de cara a los próximos años continuará brindando oportunidades de crecimiento a largo plazo para este sector.

Otro factor que cobra cierto grado de relevancia en el sector es la creciente desintermediación de los mercados de renta fija en las economías desarrolladas y emergentes, la cual impulsa la emisión de deuda en los mercados y la demanda por servicios de calificación.

Como se menciona anteriormente, el entorno actual de bajas tasas de interés resulta inmensamente favorable para el sector. Este contexto incita a diversas entidades a emitir deuda en los mercados y refinanciar sus obligaciones impulsando la actividad de la industria. Asimismo, este contexto promueve el gasto de inversión corporativo como así también las emisiones de deuda y la actividad de fusiones y adquisiciones como muestran los gráficos 20 y 21.

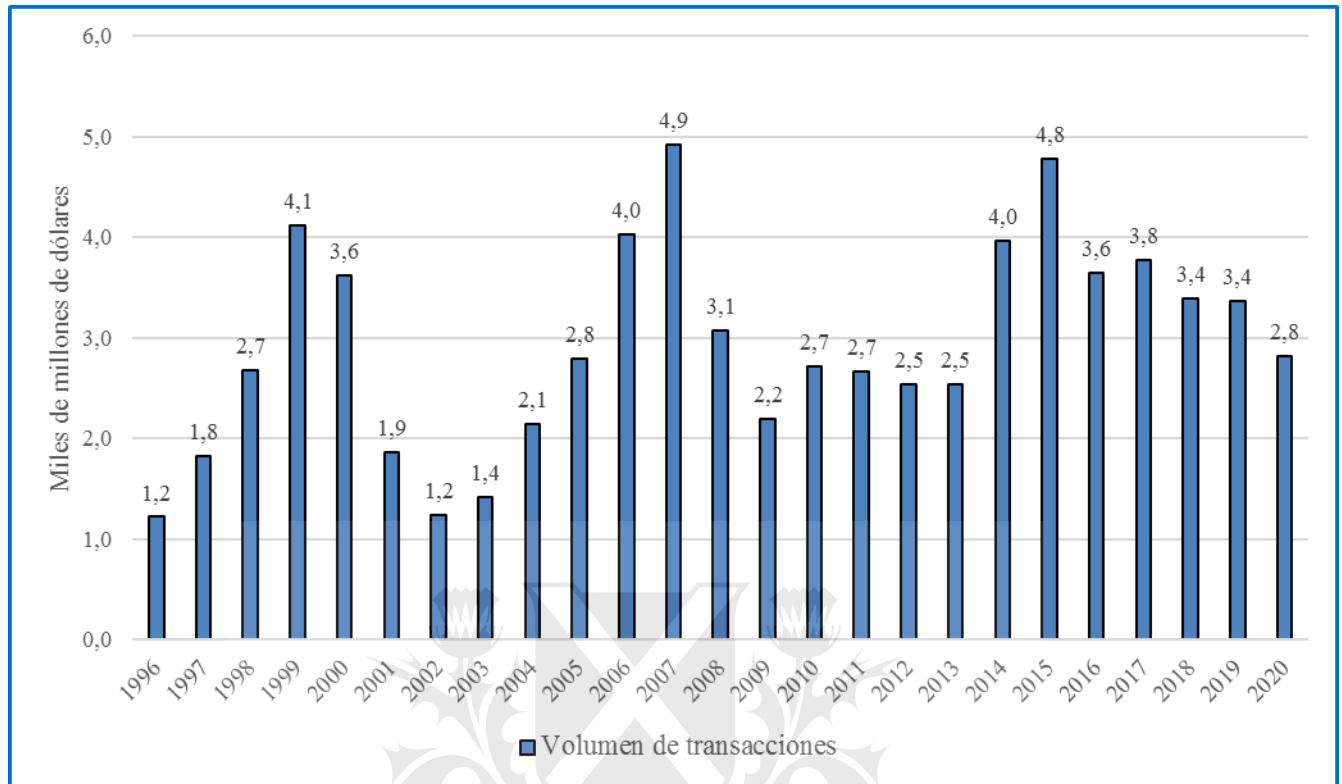
Gráfico 20: Volumen de emisiones globales de deuda



Fuente: Elaboración propia en base a SIFMA.

Cabe destacar, que dado el contexto de bajísimas tasas de interés, el volumen de las emisiones de deuda se incrementó incluso en el año recesivo del 2020 motivo por el cual Moody's también vio incrementar significativamente sus ventas en tal año. Se observa también cierto grado de variabilidad tanto en las emisiones de deuda como las transacciones de fusiones y adquisiciones. Estas fluctuaciones de la actividad acompañan el ciclo económico. En particular, se observa en el año 2008 una reducción notable en el volumen de emisiones de deuda y transacciones de fusiones y adquisiciones como consecuencia de la crisis económica y financiera. En ese año específico, el volumen de emisiones de deuda se redujo un dramático 27,7% lo cual refleja la vulnerabilidad de estas líneas de negocio ante fluctuaciones del ciclo económico.

Gráfico 21: Actividad global de fusiones y adquisiciones



Fuente: Elaboración propia en base a Statista.

En resumen, debido a diversos factores macroeconómicos y financieros, el panorama para la industria resulta alentador de cara a los próximos años. Los bajísimos niveles de interés sumado a las fuertes expectativas de crecimiento económico para los próximos años, incitan a pronosticar prósperos resultados del sector en el mediano plazo.

4.5 FUNCIÓN DE LA INDUSTRIA EN LA ECONOMÍA

Las agencias de calificación crediticia se dedican a predecir las probabilidades de incumplimiento para todo tipo de valores de deuda y sus emisores. Una calificación refleja la probabilidad de pago puntual y completo de los títulos de deuda de acuerdo con categorías de calidad estandarizadas como se describe en la sección 3.3.1. Estas calificaciones también se utilizan para medir el riesgo relativo de diferentes títulos de deuda, facilitando la tarea de inversores a la hora de seleccionar diferentes instrumentos de deuda para el armado de carteras. En resumen, las agencias de

calificación son principalmente intermediarios de información. Estas crean valor al reducir asimetrías de información en los mercados de deuda.

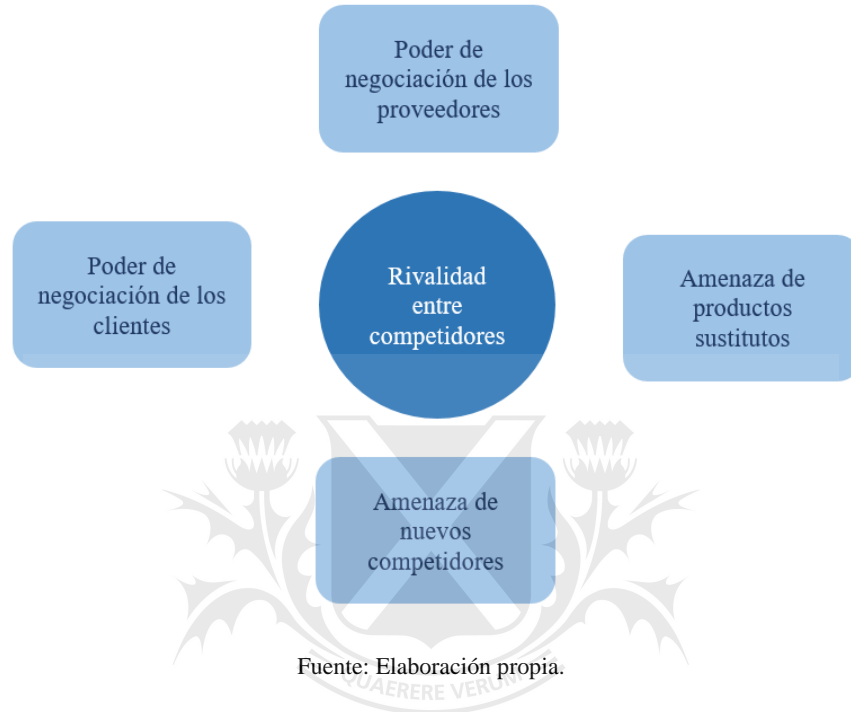
Desde una óptica académica, las calificaciones sirven también como una herramienta reguladora en la supervisión del mercado financiero (Dittrich, 2007). Todo contrato de crédito constituye una relación principal-agente. En el proceso de concesión de un crédito, el emisor o agente suele tener información superior al inversor, el principal. Sin embargo, el emisor no puede transmitir de forma barata su información sobre su propio riesgo crediticio al inversor. Debido a que puede beneficiarse de proporcionar al inversionista información incorrecta, los inversionistas no confiarán plenamente de esta información. Por lo tanto, requerirán una prima de riesgo que aumenta el costo de la transacción. Las agencias de calificación intentan aliviar este dilema proporcionando a los inversores un instrumento de selección para reducir la asimetría de información. Esto, a su vez, reduce la prima de riesgo exigida por los inversores (Dittrich, 2007) reduciendo el costo de endeudamiento.

4.6 ANÁLISIS COMPETITIVO

A fin de analizar las ventajas competitivas de la firma, se exponen las cinco fuerzas de Porter. Se trata de una herramienta de gestión estratégica para analizar la industria por la cual se puede arribar a conclusiones sobre las fortalezas de la misma.

4.6.1 MATRIZ DE PORTER

Gráfico 22: Cinco fuerzas de Porter



- Poder de negociación de los proveedores: Los productos que ofrece Moody's son en su mayoría servicios basados en conocimiento interno y propiedad intelectual. Por ende, los proveedores tienen casi nula relevancia en las operaciones tradicionales de la firma. No obstante, si se considera que tengan cierto poder aquellos proveedores de almacenamiento de datos utilizados por Moody's Analítica dada la concentración del sector.
- Poder de negociación de los clientes: La motivación de los emisores a contratar calificaciones tiene por objeto transmitir información crediticia sobre ellos mismos a fin de reducir los costos de salir al mercado de deuda. En efecto, Estos buscan beneficiarse de la reputación de una agencia de calificación. Quienes contraten servicios de calificación querrán que se las proporcione la compañía con mayor reputación. Al público inversor no le importan los costos de calificación cuando investiga, pues puede elegir entre una amplia gama de posibles inversiones y es probable que considere principalmente aquellas con una calificación de alta calidad. Como resultado, habrá pocos incentivos de los emisores a contratar calificaciones de empresas con una reputación débil o nuevas compañías del

sector. De esta manera, los emisores se ven obligados a comprar las calificaciones que Moody's ofrece a fin de tener éxito en las emisiones que desean colocar en el mercado. La reputación que posee Moody's junto a su principal competidor, Standard & Poor's, no da alternativa a negociar con estas agencias. En consecuencia, se considera nulo el poder de negociación de los clientes para con Moody's debido a la reputación de la empresa y la alta concentración de la industria.

- Amenaza de productos sustitutos: No existen una amenaza de productos sustitutos para las calificaciones crediticias, principal servicio de estas empresas. No existe en el mercado producto alguno que pueda cumplir un rol similar al de las calificaciones en el mercado de deuda. Sin embargo, los productos que la firma ofrece ligados al análisis de datos y soluciones de software pueden enfrentarse a productos que puedan potencialmente sustituirlos en el mercado. Para ello, la compañía como parte de su estrategia invierte en la mejora constante de sus productos actuales como así también en la adquisición de competidores y el desarrollo de nuevos productos.
- Amenaza de nuevos competidores: Desde los comienzos de la industria a principios del siglo XX la competencia es escasa. Las mismas tres firmas que lideran el sector en la actualidad, lo hacían también en sus inicios hace aproximadamente cien años. Resulta sumamente difícil el ingreso de nuevos competidores a la industria por las altísimas barreras de entradas de la misma como se expone en el apartado 4.6.2. El principal motivo de esta concentración en la industria es la reputación. Ningún emisor puede darse el lujo de ser calificado por una agencia mediocre o nueva, estos intentarán evitar las agencias de menor reputación. Con el propósito de reducir los costos de emisiones de deuda, resulta ventajoso para el emisor contratar a la agencia de calificación que goce de la mayor reputación. En efecto, la demanda por estos servicios se canaliza y concentra en las principales firmas del sector.
- Rivalidad entre los competidores: Este sector dominado por el duopolio entre Moody's y Standard & Poor's no aparenta tener alta rivalidad entre los participantes. Si así ocurriese, esta rivalidad derivaría en bajas de precios a fin de aumentar cuota de mercado por parte de los competidores. Sin embargo, en esta industria ocurre todo lo contrario. El sector se caracteriza por los elevados márgenes de las empresas líderes, los cuales se mantienen en niveles constantes a lo largo del tiempo, como así también sus cuotas de mercado. Por lo tanto, no se considera que exista rivalidad alguna entre ambas empresas. Asimismo, muchos

de los emisores optan por tener doble calificación a la hora de salir a los mercados. Estos emisores basan su estrategia de salida al mercado de deuda contratando a ambas firmas garantizando la mejor reputación del mercado.

4.6.2 BARRERAS DE ENTRADA

La industria de las calificaciones crediticias se caracteriza por altas barreras de entrada que facilitan la concentración de cuotas de mercado en los participantes y su mantenimiento en el tiempo sin nuevos ingresos en la industria. Se observan tres grandes barreras de entrada:

Reputación: El principal propósito de las calificaciones crediticias es brindar credibilidad a los emisores para facilitar su acceso a los mercados. En efecto, para cumplir con tal fin, los emisores tienen incentivos a elegir aquellas firmas calificadoras con más jerarquía e historia en la industria, lo cual no da lugar al ingreso de nuevos competidores. Tal es así, que el grupo “*The Big Three*” concentra el mercado desde el comienzo de la industria a principios del siglo XX.

La idea detrás del mecanismo de reputación en el mercado de calificación es que, debido a la buena reputación de las agencias, los inversores creen en la reputación de estas y valoran mucho más las emisiones. Por su parte, los emisores buscan calificaciones de agencias con alta reputación porque estas otorgarán la mayor reducción en los costos de emisión de deuda. Por lo tanto, las agencias de calificación con reputaciones superiores, pueden exigir un precio alto por sus servicios, obteniendo beneficios superiores al resto y concentrando la demanda por estos servicios.

Se puede suponer que las agencias de calificación podrían engañar a los emisores e inversionistas con un análisis poco sólido, ya sea para ahorrar costos o para generar comisiones adicionales a través de calificaciones favorables. En este escenario, la agencia de calificación obtendría un beneficio extra en el período de engaño, pero perdería las rentas generadas por su reputación en los períodos siguientes. Si esta ganancia única no puede compensar la reducción de las ganancias en el futuro, las agencias de calificación siempre producirán calificaciones de alta calidad para mantener y fortalecer su capital de reputación (White, 2010).

Regulación: Es necesaria una regulación para fomentar calificaciones crediticias de alta calidad y una mayor responsabilidad de las compañías del sector. Dado que estas empresas operan a escala internacional, la regulación se produce en varios niveles diferentes. Para proveer servicios financieros de estas características se requiere someterse a extensos marcos legales y regulatorios

como así también obtener una serie de licencias en cada país donde se quiera operar. Este procedimiento resulta sumamente costoso y dificulta la entrada de nuevos competidores.

Información: Las empresas que conforman esta industria manejan enormes cantidades de información sobre clientes. Las tres principales compañías llevan más de 100 años en el sector recopilando valiosos datos. Esto les permite tener procesos sumamente eficientes y contar con toda la información necesaria para proveer sus servicios sin altos costos de investigación.

4.7 CONFLICTOS DE INTERESES

Antes de la década de 1970, la industria de las calificaciones operaba bajo un modelo de pago de inversionistas. Los inversores se suscribían a las calificaciones publicadas por las agencias. Estos ingresos por suscripción fueron la principal fuente de ingresos para estas compañías en sus comienzos. Sin embargo, debido al carácter de bien público de las calificaciones y al aumento de copias debido a la difusión de fotocopiadoras, las agencias de calificación cambiaron al actual modelo de pago por emisiones (Mihaelajméno, 2015). El mismo consiste en que los emisores de deuda deben pagar por los servicios de calificación para cada emisión a estas agencias. En la década de 1970, Moody's y Fitch cambiaron al modelo de pago por emisiones y Standards & Poor's unos años más tarde.

El problema del modelo de pago por emisiones surge debido al conflicto de intereses que propone. Los emisores de deuda van a tener incentivos a contratar a la agencia que le otorgue calificaciones más altas. Bajo esta óptica, puede pensarse en una competencia entre las principales agencias no en precio sino en cuanto a las calificaciones. Este razonamiento lleva a cuestionar el funcionamiento del sector como reductor de asimetrías de información en los mercados de deuda. Sustentan esta visión acontecimientos a lo largo de la historia como por ejemplo la quiebra de Enron, donde las tres principales agencias de calificación habían mantenido calificaciones de “grado de inversión” en los bonos de esta compañía hasta cinco días antes de que la empresa se declarara en quiebra (White, 2010). El sector fue igualmente cuestionado por la demora en reconocer la debilitada condición financiera de WorldCom.

El periodo de mayor cuestionamiento hacia la industria fue durante la crisis financiera del año 2008. El auge del mercado inmobiliario en Estados Unidos que comenzó a fines de la década de 1990 y se prolongó hasta mediados de 2006 fue impulsado por los préstamos hipotecarios de alto

riesgo. La financiación subyacente de estos préstamos hipotecarios de alto riesgo se obtuvo mediante un proceso de titulización. Si estos valores respaldados por hipotecas recibieran calificaciones crediticias altas, entonces el papel comercial respaldado por activos también podría recibir una calificación crediticia alta, lo que haría que los préstamos fueran más baratos. La titulización de estas hipotecas de alto riesgo tuvieron gran éxito debido a las calificaciones favorables otorgadas por las principales agencias.

Para cualquier paquete dado de hipotecas subprime a ser titulado, los tituladores obtenían mayores ganancias si lograban calificaciones más altas en un porcentaje mayor de los tramos de valores que se emitieron contra esas hipotecas. No es sorprendente entonces que los tituladores estén dispuestos a presionar a las agencias de calificación para que entreguen calificaciones favorables, y es aquí donde se observa el conflicto de intereses. A diferencia del mercado de calificación de deuda corporativa y gubernamental, donde había miles de emisores, el mercado de calificación de valores relacionados con hipotecas involucró solo a un número relativamente pequeño de bancos de inversión como tituladores con altos volúmenes y los márgenes de beneficio de estos valores relacionados con hipotecas también fueron sustancialmente mayores (White, 2010). En efecto, durante este periodo de tiempo las agencias de calificación, debido a su conflicto de intereses con los bancos de inversión, ocuparon un rol distorsivo en los mercados. En lugar de reducir las asimetrías de información, sus calificaciones estaban ampliando las mismas. Luego del estallido de la crisis, el sector se vio fuertemente cuestionado y criticado. Las agencias de calificación se vieron obligadas a cambiar drásticamente sus calificaciones sobre determinadas emisiones. Tal es así, que al 30 de junio de 2009, el 90% de los tramos de obligaciones de deuda garantizada que se emitieron entre 2005 y 2007 y que originalmente fueron calificados AAA por Standard & Poor's y Moody's habían sido rebajados, con un 80% por debajo del grado de inversión (White, 2010).

5 ANÁLISIS FINANCIERO

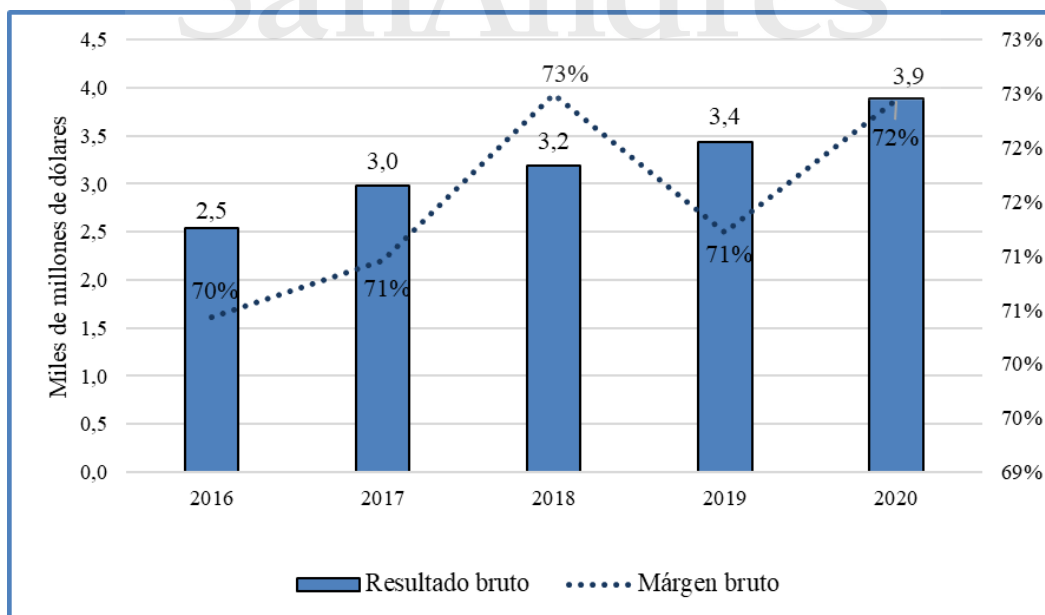
A lo largo de esta sección se efectúa un análisis sobre ratios financieros y métricas relevantes de la firma en su evolución en el tiempo a fin de llegar a conclusiones sobre la situación actual de la misma. El negocio de las calificaciones crediticias resulta muy próspero en gran medida por la escasa competencia y los elevados márgenes del sector como se expone a continuación.

5.1 MÁRGENES

En este apartado se efectúa un análisis sobre los márgenes en las actividades de Moody's. En particular, se analiza el margen bruto, operativo y neto.

El margen bruto es el porcentaje de ganancia bruta con respecto a las ventas. Para su cálculo, Moody's deduce de ventas los costos ligados a la obtención y realización de contratos con clientes como así también los costos relacionados al alojamiento y mantenimiento de información y productos de business intelligence en servidores de terceros. A continuación, el gráfico 23 muestra la evolución de este en los últimos cinco años.

Gráfico 23: Evolución del margen bruto de Moody's Corporation.

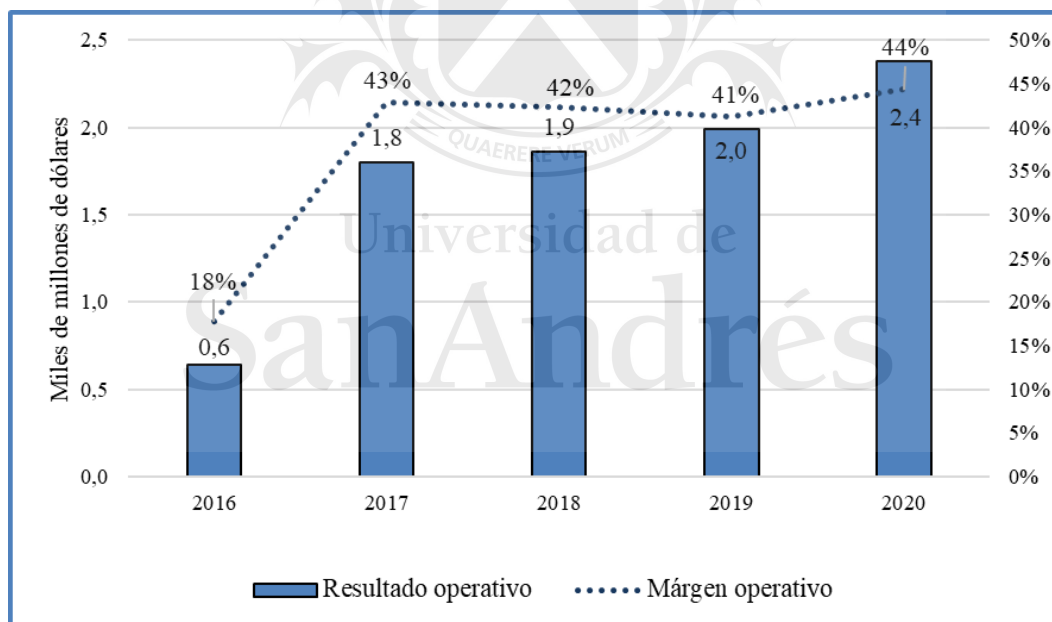


Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

El margen bruto de la compañía se mantiene constante en los últimos cinco años fluctuando en un rango entre 70% y 73%. Esta estabilidad se explica por la posición dominante de Moody's en la industria y la estabilidad del sector donde las altas barreras de entrada dificultan la entrada de nuevos competidores.

Por su parte, el margen operativo se obtiene deduciendo de las ventas todos los gastos operativos y administrativos como así también las depreciaciones y otros costos relacionados al negocio, expresando su resultado como porcentaje sobre ventas. Los gastos operativos de Moody's abarcan todos los costos asociados con el desarrollo y producción de los productos y servicios de la compañía, siendo principalmente los sueldos, beneficios y viáticos de los empleados. Respecto a los gastos administrativos, estos comprenden alquileres de oficinas, compensaciones de empleados, servicios profesionales y seguros.

Gráfico 24: Evolución del margen operativo de Moody's Corporation



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

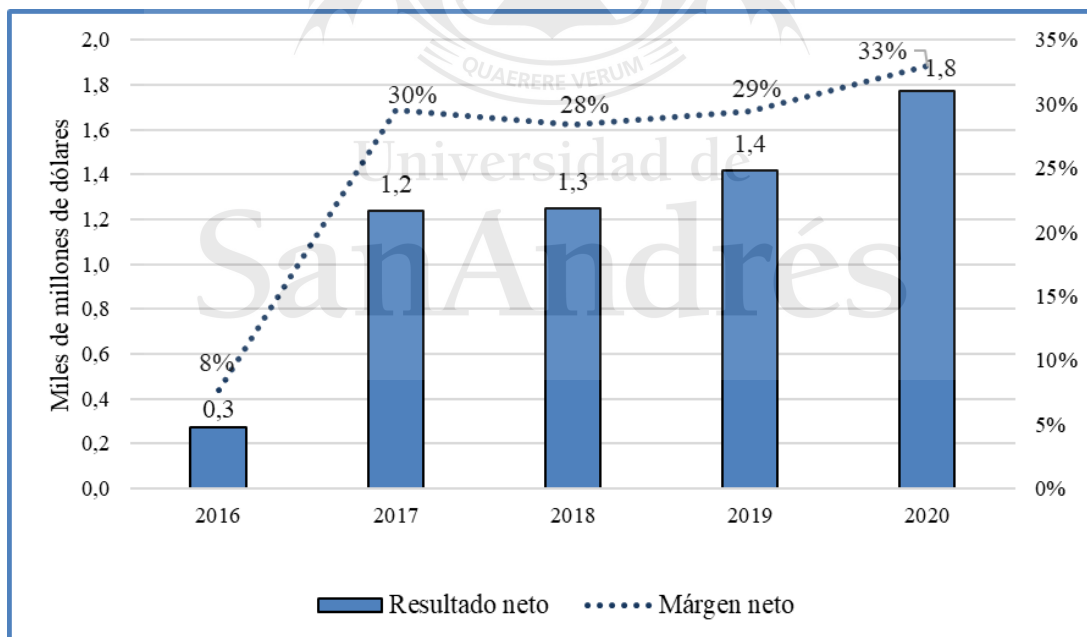
De acuerdo al gráfico 24, el margen operativo de Moody's se mantiene constante en el periodo observado, fluctuando en un rango entre el 41% y el 44% exceptuando el año 2016. En dicho año se imputa un gasto operativo extraordinario bajo la partida de "Cargo por liquidación" por el monto de 863,4 millones de dólares. Este hecho resulta en una baja considerable en el margen operativo

de este año. No obstante, es un hecho de carácter extraordinario y para el año 2017 se recupera el margen bruto y se mantiene en su rango normal.

Por último, el margen neto expresa el porcentaje del resultado neto sobre ventas. Este fluctúa normalmente en un rango entre el 28% y el 33%. Al igual que el margen bruto, este se ve afectado en el año 2016 por el resultado extraordinario y baja significativamente para recuperarse en el periodo siguiente.

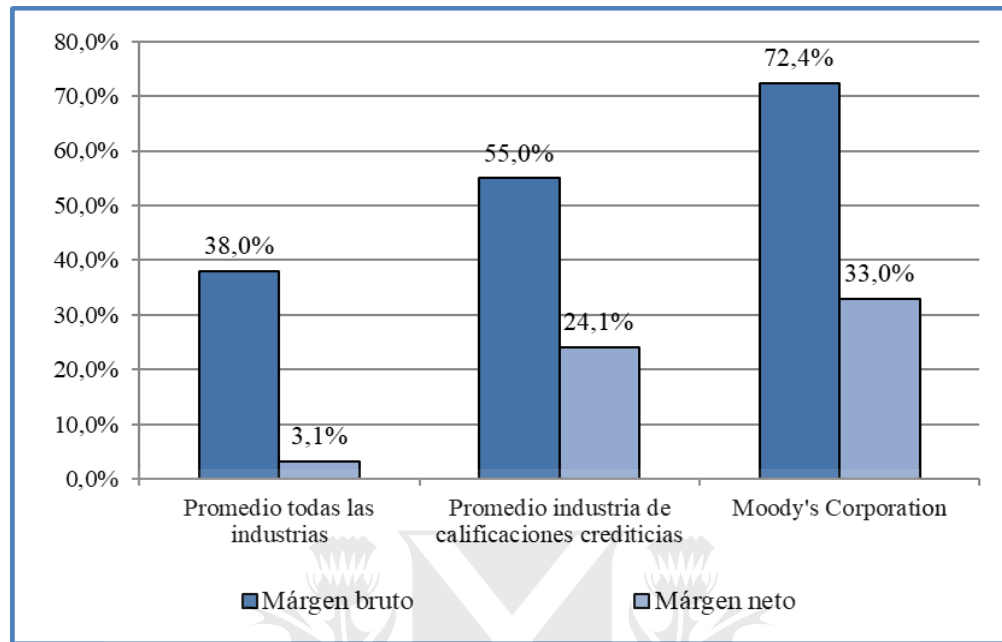
Los márgenes de Moody's y de la industria de las calificaciones crediticias en general son relativamente altos respecto a otras industrias. Como se observa en el gráfico 26, la industria de las calificaciones crediticias goza de un margen bruto y neto de 55% y 24% respectivamente, lo cual resulta superior a los promedios de todas las industrias, los cuales son 38% y 3% respectivamente (Damodaran, 2021). Asimismo, Moody's mantiene márgenes incluso superiores a la media de su industria, debido a su posición dominante junto a su principal competidor, S&P Global Inc.

Gráfico 25: Evolución del margen neto de Moody's Corporation



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Gráfico 26: Comparación de márgenes de Moody's Corporation y otras industrias, año 2020



Fuente: Elaboración propia en base a Investing.com, Damodaran y Moody's Corporation 10k reporte anual.

Estos elevados márgenes se explican por la altísima concentración de la industria. La ausencia de competidores y las altísimas barreras de entrada les permite a estas empresas operar con márgenes relativamente altos.

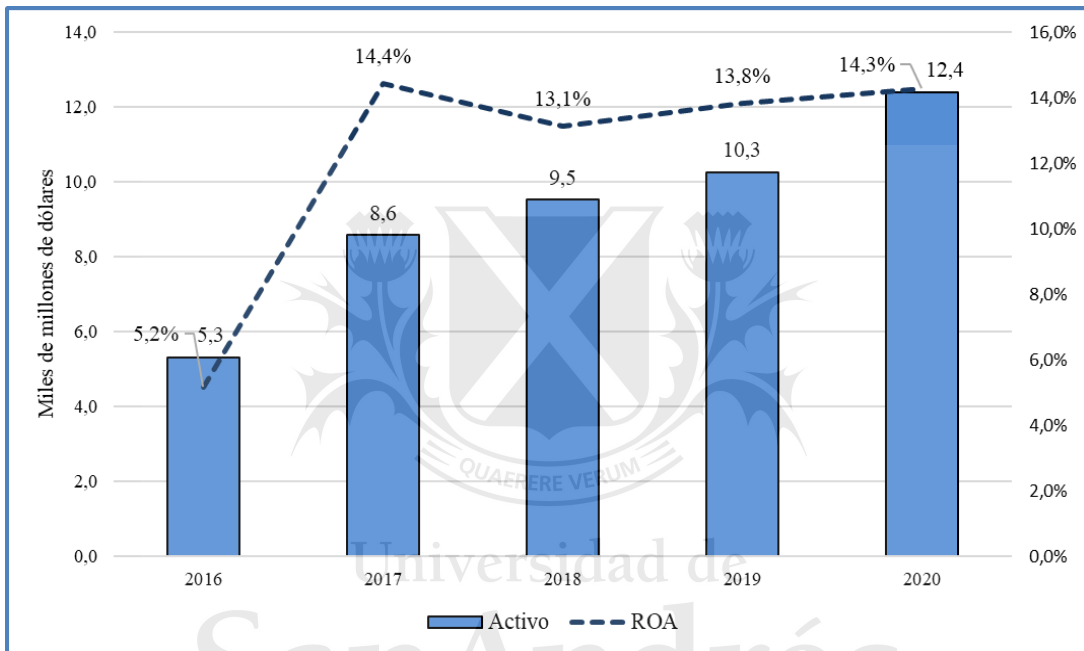
5.2 RATIOS DE RENTABILIDAD

En este apartado se exponen y analizan dos ratios de rentabilidad: retorno sobre activos y retorno sobre el capital invertido. Estos indicadores sirven para medir la efectividad de la administración de la empresa y dan muestra de la capacidad de generar ganancias. Se define no calcular el retorno sobre el patrimonio neto debido a que está distorsionado por los programas de recompra de acciones, dando por resultado retornos por encima de las tres cifras algunos años e incluso tornándose negativo en otros.

5.2.1 RETORNO SOBRE ACTIVOS

El retorno sobre activos es el ratio que muestra cuan rentable es la empresa en términos de sus activos. Se calcula como el cociente entre el EBIT y el activo total. A continuación, el gráfico 27 muestra su evolución en los últimos cinco años.

Gráfico 27: Evolución del retorno sobre activos de Moody's Corporation



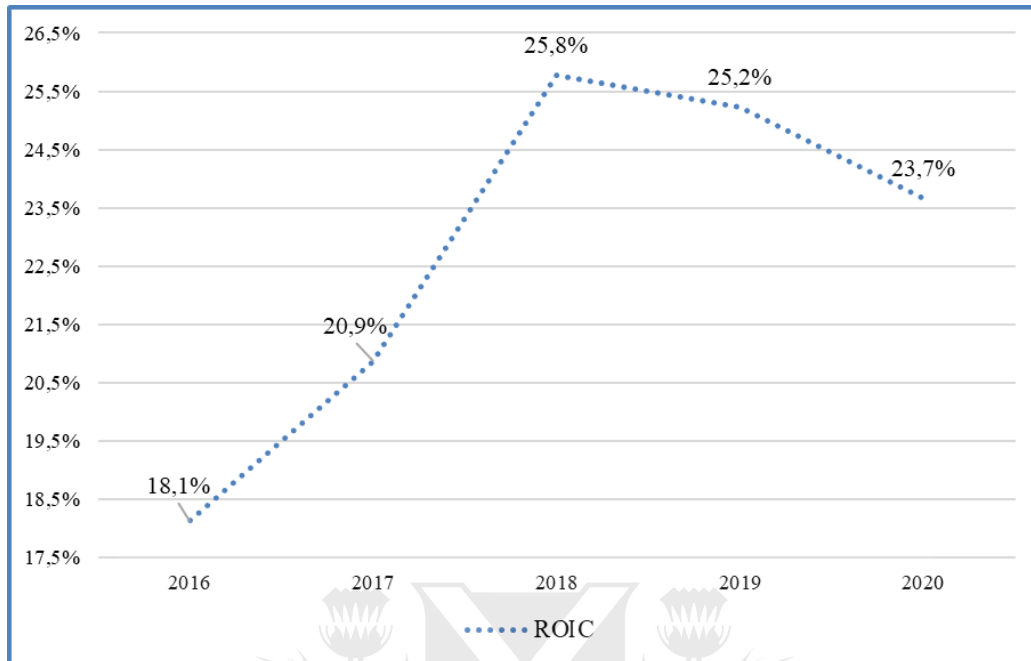
Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Como se observa el mismo es bastante estable fluctuando alrededor del 14%. No obstante, en el año 2016 resulta bastante menor, bajando a 5,2%. Esto es debido al resultado extraordinario en dicho periodo que afectó los resultados de la compañía.

5.2.2 RETORNO SOBRE EL CAPITAL INVERTIDO

Esta medida se utiliza para evaluar la eficiencia de una empresa en la asignación del capital bajo su control a inversiones. Se calcula como la relación entre EBIT menos impuestos sobre el capital invertido de la compañía. El gráfico 28 muestra su evolución en los últimos cinco años.

Gráfico 28: Evolución del retorno sobre el capital invertido de Moody's Corporation



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Al igual que el ROA, el ROIC resulta bastante estable disminuyendo en el año 2016 por motivos ya expuestos. En los años siguientes, fluctúa entre el 21% y 26%.

5.3 RATIOS CREDITICIOS

Los ratios crediticios sirven para entender la capacidad de una compañía de afrontar sus obligaciones de deuda. En este apartado se analizan los principales ratios a los fines de comprender la situación crediticia de la empresa y arribar a conclusiones sobre su solvencia financiera. A continuación, la tabla 14 expone la evolución de los principales indicadores crediticios de la firma en el periodo 2016-2020.

Tabla 14: Evolución de ratios crediticios de Moody's Corporation.

| Ratios | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|---|------|-------|------|------|-------|
| EBIT / Intereses | 4,64 | 10,00 | 8,65 | 9,57 | 11,61 |
| Deuda financiera neta / EBITDA | 1,10 | 1,98 | 1,71 | 1,67 | 1,43 |
| Deuda financiera neta / Capitalización bursátil | 0,05 | 0,13 | 0,13 | 0,08 | 0,07 |

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

El ratio EBIT/intereses presenta una idea de las posibilidades de cobertura de los intereses que tiene la compañía. En el caso de Moody's, se observa que la firma está en una posición muy cómoda para hacer frente a los intereses generados como enseña la tabla 14. En efecto, teniendo en cuenta el EBIT de su último ejercicio, la compañía puede hacer frente a 11,6 veces el pago de intereses.

El indicador Deuda financiera neta/EBITDA se conoce como plazo de repago de la deuda. Este da muestra de la capacidad por parte de la compañía a hacer frente a los pagos de su deuda con los resultados de sus operaciones. Para este indicador se define utilizar la deuda neta en lugar de la deuda financiera con el objeto de evitar distorsiones. Se observa en la tabla 14 que el indicador resulta bastante bajo, de acuerdo a su último ejercicio la firma podría cancelar su deuda neta con solo el EBITDA de 1,4 años.

Por último, se calcula la razón entre la deuda neta y la capitalización bursátil. Se define utilizar la deuda neta en lugar de la deuda financiera y la capitalización bursátil en lugar del patrimonio neto a fin de evitar distorsiones por acumulación de efectivo y programas de recompra de acciones. Se observa que este indicador resulta muy bajo y permanece estable en el periodo de análisis.

De acuerdo a lo expuesto en esta sección, se concluye que Moody's se encuentra en una posición de solidez financiera en la que no presenta problemas potenciales para cumplir con sus obligaciones de corto y largo plazo. Tal es así, que sus emisiones de deuda en circulación están calificadas como grado de inversión bajo la calificación BBB+.

5.4 RATIOS DE LIQUIDEZ

Los ratios de liquidez miden la capacidad de la empresa de hacer frente a las obligaciones financieras en el corto plazo. Se calcula en esta sección el ratio de liquidez o ratio corriente, se define no calcular el test ácido pues la empresa carece de inventario dado que provee servicios. Se puede observar en tabla 15 que la empresa tiene los recursos suficientes como para hacer frente a la deuda a corto plazo sin problemas.

Tabla 15: Evolución del ratio de liquidez de Moody's Corporation

| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-------------------|------|------|------|------|------|
| Ratio de liquidez | 1,3 | 1,3 | 1,6 | 1,9 | 2,0 |

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

El ratio de liquidez mide la capacidad de una empresa para pagar obligaciones a corto plazo con sus activos corrientes. Se calcula como el cociente entre los activos corrientes y los pasivos corrientes. Cuanto mayor es este, más capaz es la empresa de pagar sus obligaciones porque tiene una mayor proporción del valor de los activos a corto plazo en relación con el valor de sus pasivos a corto plazo. En el caso particular de Moody's, este indicador ha estado sobre 1 en los últimos cinco años lo cual es muy positivo, llegando a 2,0 en su último reporte anual. En efecto, esto representa una posición financiera muy sólida de corto plazo, significa que la compañía tiene más del doble de activo corriente respecto a su pasivo corriente.

5.5 COMPARACIÓN CON LA COMPETENCIA

A fin de concluir el análisis financiero de Moody's, a continuación, se exponen los principales ratios de la firma comparando estos con su principal competidor y líder de la industria, S&P Global. Para ello se toman datos del último reporte anual de ambas compañías.

Tabla 16: Comparación de ratios entre Moody's Corporation y S&P Global, 2020

| Ratios | Moody's Corporation | S&P Global Inc. |
|----------------------|---------------------|-----------------|
| EBIT/Intereses | 11,6 | 27,4 |
| Deuda neta/EBITDA | 1,4 | 0,0 |
| CAGR ventas (5 años) | 10,7% | 7,1% |
| Ratio de liquidez | 2,0 | 1,7 |
| ROA | 14,3% | 18,4% |
| Márgen bruto | 72,4% | 72,7% |
| Márgen operativo | 44,3% | 45,4% |
| Márgen neto | 33,0% | 34,1% |

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation y S&P Global Inc. 10k reporte anual.

Se puede observar, de acuerdo a la tabla 16, que ambas compañías gozan de un crecimiento sostenido en los últimos años. En este aspecto, Moody's se destaca sobre S&P Global con un CAGR superior.

Se contempla también que ambas firmas tienen políticas activas para la recompra de acciones, por lo tanto, ambas tienen altísimos retornos sobre el capital, los cuales se definen omitir. Respecto al retorno sobre activos, se observa una leve superioridad por parte de S&P Global.

En cuanto a los márgenes, estos resultan muy similares en ambas empresas. Las dos compañías son prácticamente un duopolio como se expuso en la sección 4, esto les permite llevar adelante sus operaciones con altísimos márgenes de manera constante en el tiempo dado que existen grandes barreras de entrada.

Se puede observar que S&P Global se encuentra mejor posicionada en cuanto a deuda y pago de intereses respecto a Moody's. Tal es así, que S&P Global tiene más caja y equivalentes que deuda. Asimismo, Moody's tiene una situación de liquidez ligeramente superior a su competidor.



6 VALUACIÓN POR FLUJOS DE FONDOS DESCONTADOS

A partir del estudio sobre la compañía, su industria, sus competidores y habiendo efectuado un análisis sobre los principales indicadores financieros, a continuación, se realiza la valuación del capital accionario a la fecha de cierre de su último ejercicio, 30 de diciembre de 2020. La valuación se realiza bajo la metodología de flujo de fondos descontados a una tasa WACC.

De acuerdo con este enfoque, el valor de un activo equivale al valor presente de los flujos de fondos futuros esperados generados por el mismo, teniendo en consideración los riesgos asociados. Se puede definir también como la cantidad de dinero que alguien está dispuesto a pagar hoy para recibir el flujo de fondos de los próximos años.

Existen diversas variantes para el cálculo de los flujos de fondos descontados, el más utilizado es el flujo de caja libre de la firma (FFCF). Bajo esta variante, se intenta llegar al valor de la firma al descontar los flujos de caja generados durante toda la vida de la compañía. El método parte del hecho de que la compañía tiene una vida infinita. En consecuencia, el análisis se divide en un periodo de pronóstico y un valor terminal. En la primera parte, se realizan proyecciones de las principales variables que componen el flujo de caja para los siguientes años, en la segunda, se estima el valor terminal de todos los flujos de caja futuros hacia adelante.

Para poder sumar los flujos de fondos proyectados o esperados deben descontarse a la tasa apropiada para cada flujo de fondos, la misma dependerá del coste de financiación de la empresa tanto del capital accionario como de la deuda. También se deberá tener en cuenta el riesgo asociado con la generación de estos flujos de fondos proyectados. La tasa de descuento a utilizar será la mayormente aceptada que es el WACC, el mismo es un promedio ponderado del costo de oportunidad de los accionistas y del costo de la deuda financiera. El costo de la deuda es la tasa de interés requerida por los acreedores para financiar a la empresa y el costo del capital accionario viene dado por la tasa de retorno sobre los aportes de capital.

El modelo a utilizar, entonces, calcula el valor presente de la sumatoria de los flujos de fondos disponibles proyectados descontados al costo promedio ponderado del capital. El mismo se formula de la siguiente manera:

$$VP_{FFCF} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{VT_N}{(1+WACC)^N}$$

$$VT_N = \frac{FCFF_N \cdot (1+g)}{(WACC-g)}$$

Donde:

- VT_N : Valor terminal en el periodo N .
- $FCFF_t$: Flujo de fondos de la firma en el periodo t .
- $WACC$: Tasa de descuento.
- VP_{FFCF} : Valor presente del flujo de fondos de la firma.
- g : Tasa de crecimiento a perpetuidad.

Los flujos de fondos de la compañía son los fondos o efectivo disponible para distribuirse entre los accionistas y los acreedores de la empresa. El mismo se determina de la siguiente forma:

Tabla 17: Flujo de fondos operativos.

| | |
|---|--|
| + | Ingresos sujetos a impuesto a las ganancias |
| - | Egresos sujetos a impuesto a las ganancias |
| - | Amortizaciones y depreciaciones |
| = | Utilidad antes del impuesto a las ganancias |
| - | Impuesto a las ganancias |
| = | Utilidad despues del impuesto a las ganancias |
| + | Amortizaciones y depreciaciones |
| - | Inversiones en capital de trabajo |
| - | Inversiones en otros activos |
| = | Flujos de fondos operativos |

Fuente: Elaboración propia.

Este es igual a los ingresos después de impuestos sumando las amortizaciones y depreciaciones y restando las inversiones de capital necesarias para el normal funcionamiento de la empresa. Se

parte del EBIT, ingresos menos egresos generados antes de impuestos. Luego, se le restan los impuestos y se le vuelve a adicionar lo que se descontó de amortizaciones y depreciaciones ya que solo se considera para la determinación del impuesto a pagar. Además, debemos restar la inversión necesaria de capital y el capital de trabajo. En primer lugar, se proyectan los flujos de fondos esperados para los próximos 5 años entre 2021-2025 para luego estimar el valor terminal.

6.1 PROYECCIONES

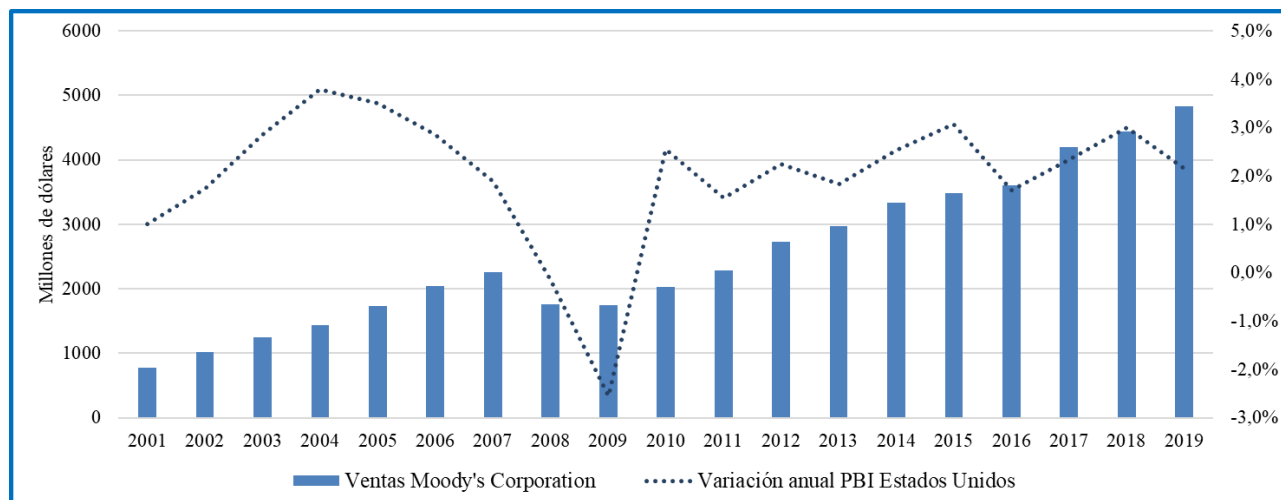
6.1.1 VENTAS

La industria a la cual pertenece Moody's se caracteriza por su alto grado de previsibilidad hacia el futuro. La misma ha estado conformada por las mismas compañías hace más de cien años. Esto se debe a las grandes barreras de entrada de la industria, las cuales no dan lugar a nuevos competidores.

Se espera que Moody's continúe invirtiendo fuertemente con la intención de defender y mejorar sus negocios principales como así también expandirse a nuevos negocios y abarcar nuevos mercados. La compañía concentra sus esfuerzos de inversión en determinadas iniciativas acordes a su estrategia, incluido el desarrollo interno de productos y adquisiciones específicas como se explica en la sección 3.5. Se espera que estas apuestas impulsen el crecimiento de sus ventas en los próximos años. Asimismo, en un entorno de creciente complejidad financiera y una mayor atención al análisis crediticio y la gestión de riesgos, Moody's está bien posicionada para beneficiarse del crecimiento de la actividad del mercado global de renta fija y del uso creciente de calificaciones crediticias y productos relacionados al análisis de datos.

Al analizar las ventas históricas de la firma, se observa que estas fluctúan acompañando el ciclo económico. En el gráfico 29 se expone la evolución de las ventas de la firma desde el año 2001, donde se hace pública, hasta el año 2019 previo a la crisis sanitaria del COVID-19. Asimismo, el gráfico muestra la variación anual del PBI de Estados Unidos, principal mercado de la empresa.

Gráfico 29: Evolución de las ventas de Moody's Corporation respecto al PBI de Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Moody's 10k reporte anual y Statista.

Como enseña el gráfico 29, la evolución de las ventas de Moody's acompaña el crecimiento económico de los Estados Unidos en el periodo bajo análisis. La variación del PBI de Estados Unidos y las ventas de Moody's reporta un coeficiente de correlación del 0,54. Para dicho cálculo se define no tomar en consideración los datos del año 2020 a fin de evitar distorsiones por la crisis sanitaria. A partir de la correlación entre crecimiento económico y ventas, se procede a la proyección de ventas para los años siguientes.

La tabla 19 muestra el CAGR de los últimos 5 años de las ventas de Moody's junto al CAGR de los últimos 5 años del PBI de los Estados Unidos. Este último, se calcula para el periodo 2015-2019 a fin de evitar que la crisis extraordinaria ocurrida en el año 2020 afecte los resultados. Posteriormente, se calcula la diferencia entre ambos CAGR, la cual es de 6,53%.

Tabla 18: CAGR últimos 5 años de las ventas de Moody's Corporation y el PBI de Estados Unidos

| | |
|-----------------------------------|--------------|
| CAGR PBI Estados Unidos | 1,77% |
| CAGR Ventas Moody's Corporation | 8,31% |
| Diferencia entre variables | 6,53% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Moody's 10k reportes anuales y Statista.

A partir de la diferencia entre ambos CAGR, se continua con la proyección de las ventas. En primer lugar, se toma como dato las estimaciones de crecimiento económico real de los Estados Unidos del Banco Mundial de cara a los próximos años. En particular, estas proyecciones son para los años 2021, 2022 y 2023. Para los años restantes, se define mantener la tasa de crecimiento del año 2023, 2,3%. En segundo lugar, a las estimaciones de crecimiento económico se le suma la diferencia entre los CAGR calculados en tabla 19, obteniendo así la tasa de crecimiento de ventas proyectada para el periodo 2021-2025. Los resultados obtenidos se enseñan a continuación en la tabla 20:

Tabla 19: Proyección de ventas de Moody's Corporation

| | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--------------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Variación PBI Estados Unidos | 6,8% | 4,2% | 2,3% | 2,3% | 2,3% |
| Variación ventas Moody's Corporation | 13,3% | 10,7% | 8,8% | 8,8% | 8,8% |
| Ventas Moody's Corporation | 6.087 | 6.741 | 7.336 | 7.984 | 8.689 |

Nota: Ventas en millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Moody's 10k reportes anuales, Statista y Banco Mundial.

6.1.2 MÁRGENES

Como se ha mencionado anteriormente, la industria en la cual compete Moody's, presenta un altísimo grado de concentración. Las barreras de entrada a nuevos competidores dan cierto grado de estabilidad y previsibilidad en cuanto a las cuotas de mercado de las principales compañías. Los márgenes de la compañía se comportan de manera constante sin muchas fluctuaciones en el pasado, a excepción del año 2016 donde partidas extraordinarias los alteran. Asimismo, se observa una leve tendencia alcista en el margen neto en los últimos cinco años.

Tabla 20: Evolución en los márgenes de Moody's Corporation

| Márgenes | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 |
|-----------|------|------|------|------|------|
| Bruto | 72% | 71% | 73% | 71% | 72% |
| Operativo | 18% | 43% | 42% | 41% | 44% |
| Neto | 7% | 24% | 28% | 29% | 33% |

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

En efecto, se considera razonable que los márgenes de la firma se mantengan constantes en sus niveles de 2020 de cara a los próximos cinco años.

Tabla 21: Proyección de márgenes de Moody's Corporation

| Márgenes | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------|------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Bruto | 72% | 72% | 72% | 72% | 72% | 72% |
| Operativo | 44% | 44% | 44% | 44% | 44% | 44% |
| Neto | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% | 33% |

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

6.1.3 CAPITAL DE TRABAJO

Se proyecta la variación del capital de trabajo para el periodo entre 2021-2025 en relación a las ventas de la compañía. Primeramente, se calcula el promedio de los últimos 3 años del porcentaje del capital de trabajo sobre ventas, el cual es 11,38%. Luego, partiendo de la proyección de ventas, se estima el capital de trabajo como porcentaje de estas, obteniendo los resultados presentes en tabla 22.

Tabla 22: Proyección de capital de trabajo 2021-2025

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------------------|----------|-----------|-------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Cuentas a cobrar | 1.287 | 1.419 | 1.430 | | | | | |
| Inventario | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| Cuentas a pagar | 695 | 773 | 1.039 | | | | | |
| Capital de trabajo | 592 | 646 | 391 | 693 | 767 | 835 | 909 | 989 |
| Cambio en capital de trabajo | 4 | 54 | -255 | 302 | 74 | 68 | 74 | 80 |

Nota: En millones de dólares.

Capital de trabajo/Ventas (promedio últimos 3 años) 11,38%

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

6.1.4 GASTO DE CAPITAL Y DEPRECIACIÓN

Para la estimación del gasto de capital, se calcula el promedio de los últimos 3 años del porcentaje de gasto de capital sobre ventas y se calcula en cada periodo de acuerdo a la proyección de ventas. Teniendo este porcentaje, el gasto de capital y el activo fijo bruto en el año 2020, podemos estimar

el activo fijo bruto para los años siguientes. Posteriormente, se calcula el promedio de los últimos 3 años del porcentaje de depreciación y amortización sobre el activo fijo bruto, el cual se utiliza para estimar la depreciación y amortización en los años siguientes. Los resultados se presentan en la tabla 23 a continuación:

Tabla 23: Proyección de gasto de capital y depreciación

| | 2018 | 2019 | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Ventas | 4.443 | 4.829 | 5.371 | 6.087 | 6.741 | 7.336 | 7.984 | 8.689 |
| Activo fijo bruto | 4.875 | 4.924 | 4.940 | 5.043 | 5.152 | 5.274 | 5.406 | 5.549 |
| Gasto de capital | 91 | 69 | 103 | 109 | 121 | 132 | 144 | 156 |
| Depreciación y Amortización | 192 | 200 | 220 | 209 | 214 | 219 | 224 | 230 |

Nota: En millones de dólares.

| | |
|--|--------------|
| Gasto de capital/Ventas (promedio últimos 3 años) | 1,80% |
| D&A/Activo fijo bruto (promedio últimos 3 años) | 4,15% |

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

6.2 TASAS DE DESCUENTO PARA FLUJOS DE FONDOS

La tasa de descuento para el flujo de fondos debe ser aquella que tenga en cuenta el costo de los fondos de los accionistas como así también de los fondos financiados mediante deuda. La tasa a utilizar es el costo promedio ponderado de capital (WACC), la cual representa el costo de capital de la firma incluyendo todas las fuentes de capital. Esta tasa refleja el retorno mínimo que las nuevas inversiones deben rendir como así también el costo de oportunidad de los fondos de la compañía.

El método de flujo de fondos descontados utiliza la tasa WACC como tasa de descuento debido a que refleja tanto el riesgo de la empresa como los riesgos financieros. La misma se formula de la siguiente manera:

$$WACC = \frac{E}{E + D} \cdot k_e + \frac{D}{E + D} \cdot k_d \cdot (1 - t)$$

Donde:

- $k_d = \text{Costo de la deuda.}$
- $k_d = \text{Costo del capital accionario.}$
- $T = \text{Tasa de impuesto a las ganancias.}$
- $T = \text{Valor de mercado de la deuda financiera.}$
- $T = \text{Valor de mercado del capital accionario.}$

La tasa WACC se calcula estimando el costo de financiación de cada fuente de fondos multiplicándolo por el peso relativo de cada fuente en la estructura de capital de la compañía. Asimismo, es el costo de financiación después de impuestos debido a que los intereses son deducibles de estos por lo que genera un ahorro impositivo que no se tiene en cuenta en la proyección de los flujos de fondos.

6.2.1 TASA LIBRE DE RIESGO

La tasa libre de riesgo representa el rendimiento de una inversión teórica sin riesgo. Lo comúnmente aceptado es la utilización de la tasa de rendimiento de los bonos del tesoro de los Estados Unidos. En particular, se emplea aquella tasa de igual duración que el proyecto/empresa que estamos valuando. Esta representa la tasa mínima que un inversor aceptaría y a partir de esta, exigirá mayor retorno a mayor riesgo.

Se considera Moody's continuara sus actividades en el largo plazo y, en consecuencia, se define la utilización de la tasa de los bonos del Tesoro de los Estados Unidos a 10 años.

Tabla 24: Tasa libre de riesgo

| | |
|----------------------------|-------|
| U.S 10 Years Treasury Note | 0,92% |
|----------------------------|-------|

Fuente: MarketWach, 2020⁶.

⁶ Se toma de referencia el valor de la fecha 30/12/2020.

6.2.2 BETA

Beta es un coeficiente que mide el grado de variabilidad en el retorno de un activo respecto al retorno promedio del mercado en que se negocia. Este describe la relación entre el riesgo sistemático y el retorno esperado de los activos, mayormente acciones. Se enseña a continuación la formulación de este coeficiente:

$$\beta_i = \sigma_{im} / \sigma_m^2$$

Donde:

- σ_{im} : Covarianza entre el retorno los retornos del activo y los retornos del mercado.
- σ_m^2 : Varianza de los retornos del mercado.

En el cálculo del Beta de Moody's se utiliza la cotización de su acción (NYSE: MCO) para el cálculo de retornos tomando los precios ajustados del cierre con frecuencia diaria de los últimos 5 años. Asimismo, en representación del mercado se emplean los retornos diarios del índice S&P 500 en el mismo periodo. De acuerdo al cálculo, el Beta de Moody's es igual a 1,21. Del cálculo del beta se obtiene también un coeficiente de determinación (R^2) de 0,65, lo que significa que el 65% de los retornos de Moody's son explicados por movimientos del mercado.

Gráfico 30: Retornos S&P 500 vs Moody's Corporation 2016-2020



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Yahoo! Finance.

6.2.3 PRIMA DE RIESGO

La prima de riesgo utilizada en el modelo CAPM es el diferencial entre la tasa libre de riesgo y la tasa de rendimiento del mercado. Lo comúnmente aceptado es tomar como representación del mercado el índice S&P 500, el cual contiene las 500 empresas públicas más importantes de los Estados Unidos. Para su cálculo se utilizan los retornos anuales de este índice en los últimos 50 años para luego calcular una media geométrica. El resultado es 9,04% siendo entonces la prima de riesgo 8,12%.

Tabla 25: Retorno histórico del mercado

| | |
|------------------------------------|--------------|
| U.S 10 Years Treasury Note | 0,92% |
| S&P 500 Index (Promedio histórico) | 9,04% |
| Prima de riesgo | 8,12% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Investing.com.

6.2.4 COSTO DEL CAPITAL ACCIONARIO

De acuerdo a los cálculos anteriores, podemos estimar el costo del capital bajo el modelo CAPM. En efecto, el resultado es 10,72% como se expone en la tabla 26.

Tabla 26: Costo del capital accionario de Moody's Corporation

| | |
|-------------------------------------|---------------|
| U.S 10 Years Treasury Note | 0,92% |
| Prima de riesgo | 8,12% |
| Beta | 1,21 |
| Costo del capital accionario | 10,72% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos de MarketWach y Yahoo! Finance.

6.2.5 COSTO DE LA DEUDA

La empresa tiene deuda circulación por 6,4 mil millones de dólares de acuerdo con su último reporte anual. La totalidad de su deuda en circulación está calificada como BBB+, por lo tanto, se la considera grado de inversión. Estas emisiones, tienen a la fecha del reporte una ytm promedio de 1,28%, la cual se utiliza en el modelo como costo de la deuda.

Tabla 27: Obligaciones en circulación de Moody's Corporation

| Símbolo | YTM | Maturity | Calificación |
|---------------------|--------------|------------|--------------|
| MCO22 | 0,39% | 09/01/2022 | BBB+ |
| MCO24 | 0,59% | 02/15/2024 | BBB+ |
| MCO25 | 0,70% | 03/24/2025 | BBB+ |
| MCO27 | 0,02% | 03/09/2027 | BBB+ |
| MCO30 | 0,22% | 02/25/2030 | BBB+ |
| MCO44 | 2,92% | 07/15/2044 | BBB+ |
| MCO50 | 2,65% | 05/20/2050 | BBB+ |
| MCO60 | 2,79% | 08/18/2060 | BBB+ |
| Promedio YTM | 1,28% | | |

Fuente: Elaboración propia en base a Bloomberg.

6.2.6 ESTRUCTURA DE CAPITAL

Respecto a la estructura de capital, se mantiene la presentada en su último reporte anual con fecha del 30 de diciembre de 2020. La misma se expone a continuación:

Tabla 28: Estructura de capital Moody's Corporation, 2020



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

6.2.7 CÁLCULO DEL COSTO PROMEDIO PONDERADO DEL CAPITAL (WACC)

Una vez estimado el costo del capital accionario y el costo de la deuda financiera, se procede al cálculo del costo promedio ponderado del capital a partir de la estructura de capital de la firma. El mismo se enseña en la tabla 29. En dicho cálculo se utiliza la tasa impositiva promedio de los últimos tres años, periodo 2018-2020. El resultado es una tasa de descuento para los flujos de fondos de 9,64%.

Tabla 29: WACC de Moody's Corporation al 30/12/2020

| | |
|-------------------|--------------|
| Costo del capital | 10,72% |
| E/(E+D) | 88,94% |
| Costo de la deuda | 1,28% |
| D/(E+D) | 11,06% |
| Tasa impositiva | 20,79% |
| WACC | 9,64% |

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

6.3 VALOR TERMINAL

A los fines de la valuación, se calcula el valor terminal para los años siguientes a 2026. El mismo se descuenta al costo promedio ponderado del capital calculado en la sección anterior, siendo igual a 9,64%. Este valor se calcula al dividir el flujo de fondos en el año 2026 por el costo promedio ponderado del capital menos una tasa de crecimiento a perpetuidad. Esta última se determina como la suma de la inflación esperada en Estados Unidos en los próximos años y la tasa de crecimiento económico real esperada en dicho país.

La inflación esperada viene dada por la tasa de inflación de equilibrio a 10 años a la fecha de valuación, la cual es 1,77%. La misma mide la diferencia de rendimientos entre los bonos del tesoro a 10 años y los valores del tesoro protegidos contra la inflación (TIPS). Esta sirve como una indicación de las expectativas de inflación de los mercados en el horizonte de 10 años.

Para la estimación del crecimiento económico se toma como referencia la estimación del crecimiento económico real para Estados Unidos por el Banco mundial al año 2023. El resultado es una tasa de crecimiento a perpetuidad del 4,07% como se muestra en la tabla 30.

Tabla 30: Tasa de crecimiento a perpetuidad de los flujos de fondos

| | |
|--|--------------|
| Inflación esperada EE.UU | 1,77% |
| Crecimiento económico real esperado EE.UU. | 2,30% |
| Tasa de crecimiento a perpetuidad | 4,07% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial y la Reserva Federal de Estados Unidos.

6.4 VALUACIÓN

La valuación del capital accionario de la firma se realiza en tres escenarios, base, optimista y pesimista, a la fecha del 30 de diciembre de 2020. Las variables a modificar en los mismos son aquellas donde menos certeza se tiene, la tasa de crecimiento de ventas y la tasa de crecimiento a perpetuidad. Para el caso de la tasa de crecimiento de ventas, se varía en 200 puntos básicos hacia arriba y hacia abajo de la establecida para cada año en la sección 6.1.1. En cuanto a la tasa de

crecimiento a perpetuidad, la misma se varía también en 200 puntos básicos hacia arriba y hacia abajo de la estimada en el escenario base de 4,1%.

Tabla 31: Valuación por flujo de fondos descontados del capital accionario de Moody's Corporation

| Escenarios | Base | Optimista | Pesimista |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|
| Valor de la compañía | 42.707 | 59.429 | 35.955 |
| Deuda financiera | 6.422 | 6.422 | 6.422 |
| Caja y equivalentes | 2.597 | 2.597 | 2.597 |
| Capital accionario | 38.882 | 55.604 | 32.130 |
| Valor por acción | 207,7 | 297,1 | 171,7 |

Nota: En millones de dólares excepto items por acción.

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Como expone la tabla 31, el valor del capital accionario en el escenario base es de 38.882 millones de dólares, lo cual es un 25% menor que su capitalización de mercado a la fecha de valuación, la cual asciende a 51.649 millones de dólares. En los escenarios alternativos, obtenemos un valor de 32.130 y 55.604 millones de dólares en los escenarios pesimista y optimista respectivamente. Por lo tanto, el escenario optimista es el que más se acerca a la capitalización bursátil a la fecha de valuación, estando un 6,5% por encima.

Universidad de
San Andrés

7 VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS

En conjunto a la valuación por flujos de fondos descontados, se efectúa a continuación una valuación relativa por múltiplos. Resulta común en la práctica profesional la utilización de múltiplos como metodología de valuación. A diferencia del método de flujos de fondos descontados donde se analiza la información histórica de la compañía, cuando se utilizan múltiplos de valuación se trata de una valuación relativa, ya que el propósito es estimar el valor de una empresa partir de ciertos ratios de otras compañías similares. La lógica detrás de este método es poder ver cuánto está dispuesto a pagar el mercado actualmente por un activo con características similares al activo en cuestión.

Como se desarrolla en la sección de análisis de la industria, la misma está liderada por tres grandes empresas, de las cuales solo dos son públicas y concentran el 76,6% del mercado, Moody's Corporation y S&P Global. Se enseñan a continuación en tabla 32 indicadores de estas compañías sumando también indicadores de otras compañías similares en la industria de la información y servicios financieros.

Tabla 32: Indicadores comparables de empresas del sector

| Compañía | PER | Márgen Neto | ROA | CAGR Ventas |
|---------------------|------|-------------|-------|-------------|
| Moody's Corporation | 27,2 | 33,0% | 14,3% | 10,7% |
| S&P Global Inc. | 33,1 | 34,0% | 18,4% | 7,1% |
| Morningstar | 39,5 | 16,1% | 8,3% | 11,7% |
| FactSet | 31,6 | 25,1% | 17,9% | 5,4% |
| IHS Markit | 41,5 | 20,3% | 5,4% | 3,6% |
| Thomson Reuters | 35,1 | 18,8% | 6,4% | 2,5% |

Nota: CAGR de cinco años.

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Macrotrends.

El múltiplo que se define para efectuar la valuación es el ratio precio/beneficio (PER). El mismo es igual al valor de mercado por acción sobre los beneficios por acción.

$$PER = \frac{\text{Valor de mercado por acción}}{\text{Beneficios por acción}}$$

Este indicador mide la relación entre el precio de las acciones y las ganancias por acción. Los inversores y analistas utilizan este ratio para determinar el valor de compañías y compararlas entre sí como así también para comparar una empresa con su propio registro histórico.

En esencia, este ratio indica la cantidad en dólares que un inversionista puede esperar invertir en una empresa para recibir \$1 de las ganancias de esa empresa. El indicador muestra lo que el mercado está dispuesto a pagar hoy por una acción en función de sus ganancias.

El promedio de los PER en la tabla 33 resulta de 34,7, no obstante, se considera que la única empresa realmente comparable por sus márgenes y debido a que entre ambas conforman un duopolio es S&P Global, la cual cotiza a un PER de 33,1. Se decide tomar un múltiplo entre 30x y 36x, el cual varía un 10% hacia arriba y hacia abajo del múltiplo de S&P Global.

Tabla 33: Valuación por del capital accionario de Moody's Corporation

| Moody's Corporation | Limite inferior | Limite superior |
|-----------------------------|-----------------|-----------------|
| PER | 30 | 36 |
| Resultado neto | | 1.778 |
| Valor de la compañía | 56.792 | 68.562 |
| Deuda financiera | | 6.422 |
| Caja y equivalentes | | 2.597 |
| Capital accionario | 52.967 | 64.737 |
| Valor por acción | 282 | 345 |

Nota: En millones de dólares excepto items por acción.

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

De acuerdo con la tabla 33, se obtiene un rango de valoración para el capital accionario entre 52.967 y 64.737 millones de dólares. Estos resultados dan un valor por acción entre 282 y 345 dólares. A continuación, la tabla 34 presenta un análisis de sensibilidad de dicha valuación, donde los resultados netos varían de a 5% y los múltiplos precio/beneficio de a 3 puntos.

Tabla 34: Análisis de sensibilidad del valor de Moody's Corporation.

| Resultado neto | PER | 27 | 30 | 33 | 36 | 39 |
|-------------------|-------|--------|---------------|--------|---------------|--------|
| | 1.605 | | 43.325 | 47.802 | 52.953 | 58.425 |
| 1.689 | | 45.606 | 50.318 | 55.740 | 61.500 | 65.875 |
| 1.778 | | 48.006 | 52.967 | 58.674 | 64.737 | 69.342 |
| 1.867 | | 50.406 | 55.615 | 61.608 | 67.974 | 72.809 |
| 1.960 | | 52.927 | 58.396 | 64.688 | 71.373 | 76.450 |

Nota: En millones de dólares excepto múltiplos.

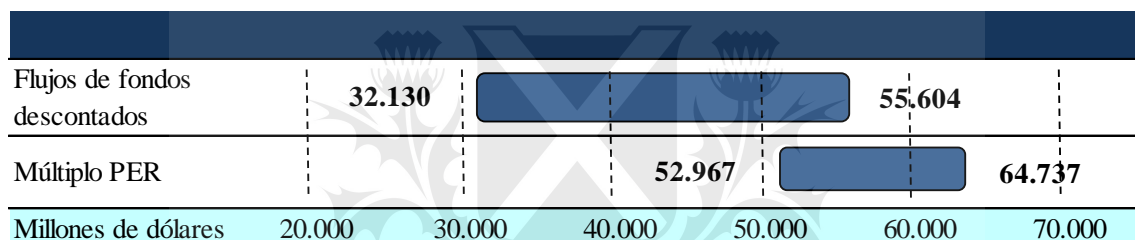
Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.



8 CONCLUSIONES Y COMENTARIOS FINALES

En el presente trabajo, se efectúa la valuación del capital accionario de Moody's Corporation bajo dos metodologías, flujos de fondos descontados y múltiplos de valuación. Bajo la primera de ellas, el resultado es una valoración en entre 32.130 y 55.604 millones de dólares, siendo de 38.882 millones de dólares en el escenario base. De acuerdo a la segunda metodología, la valoración es en un rango entre 52.967 y 64.737 millones de dólares. La capitalización bursátil a la fecha de valuación asciende a 51.649 millones de dólares.

Tabla 35: Rango de valores del capital accionario de Moody's Corporation



Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Se realiza además un estudio exhaustivo sobre la industria y particularmente su función en los mercados de deuda. A través del mismo, se concluye que el sector resulta una pieza clave en la reducción de asimetrías de información y, en consecuencia, en los costos de endeudamiento. No obstante, el modelo de negocio de estas empresas está sujeto a grandes cuestionamientos debido a eventos a lo largo de la historia donde se presentaron conflictos de intereses, como durante la crisis financiera del 2008. A partir de estos conflictos, surge una regulación cada vez más estricta generando altas barreras de entrada al ingreso de nuevos competidores. Tal es así, que el sector presenta una estructura duopolica siendo Moody's Corporation junto a S&P Global los líderes del mismo. Esta concentración viene dada también debido a la gran importancia de la reputación, ya que, en base a ella, estas empresas logran concentrar la demanda por los servicios de calificación.

En la actualidad, todas las compañías de la industria se encuentran invirtiendo en sectores adyacentes a fin de mitigar la ciclicidad de sus actividades principales. Se considera que, de cara al futuro, estas empresas evolucionarán como agentes no solo de calificaciones crediticias sino también como entidades integradas de investigación y análisis de datos para diferentes sectores.

9 ANEXOS

Anexo 1: Modelo de flujo de fondos descontados en el escenario base

Escenario base

| Flujo de fondos | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ventas | 5.370 | 6.087 | 6.741 | 7.336 | 7.984 | 8.689 |
| Costo operativo | -1.475 | 1.704 | 1.887 | 2.054 | 2.236 | 2.433 |
| Resultado bruto | 3.895 | 4.383 | 4.853 | 5.282 | 5.749 | 6.256 |
| Gastos totales | -1.508 | -1.704 | -1.887 | -2.051 | -2.236 | -2.433 |
| Resultado operativo | 2.387 | 2.678 | 2.966 | 3.231 | 3.513 | 3.823 |
| Ingresos netos antes de impuestos | 2.229 | 2.536 | 2.808 | 3.052 | 3.326 | 3.620 |
| Impuestos | -452 | -527 | -584 | -635 | -692 | -753 |
| Resultado neto | 1.777 | 2.009 | 2.224 | 2.418 | 2.635 | 2.868 |
| Depreciación/Amortización | 220 | 209 | 214 | 219 | 224 | 230 |
| Variación en capital de trabajo | 38 | -302 | -74 | -68 | -74 | -80 |
| Gastos de capital | -1.077 | -109 | -121 | -132 | -144 | -156 |
| Flujo de fondos operativos | 958 | 1.807 | 2.243 | 2.437 | 2.642 | 2.861 |
| Flujo de fondos descontado | | 1648 | 1866 | 1849 | 1828 | 1806 |
| Valor presente flujo de fondos | | | | | | 8.996 |

Valor terminal

53.421

Valor presente valor terminal

33.712

Valor de la compañía

42.707

Nota: En millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Anexo 2: Modelo de flujo de fondos descontados en el escenario optimista

Escenario optimista

| Flujo de fondos | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ventas | 5.371 | 6.209 | 6.875 | 7.483 | 8.144 | 8.863 |
| Costo operativo | -1.475 | 1.738 | 1.925 | 2.095 | 2.280 | 2.482 |
| Resultado bruto | 3.896 | 4.470 | 4.950 | 5.388 | 5.864 | 6.382 |
| Gastos totales | -1.508 | -1.738 | -1.925 | -2.095 | -2.286 | -2.482 |
| Resultado operativo | 2.388 | 2.732 | 3.025 | 3.292 | 3.577 | 3.900 |
| Ingresos netos antes de impuestos | 2.229 | 2.587 | 2.864 | 3.118 | 3.402 | 3.693 |
| Impuestos | -452 | -538 | -596 | -648 | -707 | -768 |
| Resultado neto | 1.777 | 2.049 | 2.269 | 2.469 | 2.694 | 2.925 |
| Depreciación/Amortización | 220 | 209 | 214 | 219 | 224 | 230 |
| Variación en capital de trabajo | 38 | -316 | -76 | -69 | -75 | -82 |
| Gastos de capital | -1.077 | -109 | -121 | -132 | -144 | -156 |
| Flujo de fondos operativos | 958 | 1.833 | 2.286 | 2.487 | 2.700 | 2.917 |
| Flujo de fondos descontado | | 1672 | 1901 | 1887 | 1868 | 1841 |
| Valor presente flujo de fondos | | | | | | 9.169 |

| | |
|--------------------------------------|---------------|
| Valor terminal | 87.326 |
| Valor presente valor terminal | 50.261 |

Valor de la compañía 59.429

Nota: En millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Universidad de
San Andrés

Anexo 3: Modelo de flujo de fondos descontados en el escenario pesimista

Escenario pesimista

| Flujo de fondos | 2020 | 2021e | 2022e | 2023e | 2024e | 2025e |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Ventas | 5.371 | 5.965 | 6.606 | 7.189 | 7.824 | 8.516 |
| Costo operativo | -1.475 | 1.670 | 1.850 | 2.013 | 2.191 | 2.384 |
| Resultado bruto | 3.896 | 4.295 | 4.756 | 5.176 | 5.634 | 6.131 |
| Gastos totales | -1.508 | -1.670 | -1.850 | -2.013 | -2.191 | -2.384 |
| Resultado operativo | 2.388 | 2.625 | 2.907 | 3.163 | 3.443 | 3.747 |
| Ingresos netos antes de impuestos | 2.229 | 2.485 | 2.752 | 2.995 | 3.260 | 3.655 |
| Impuestos | -452 | -517 | -572 | -623 | -678 | -760 |
| Resultado neto | 1.777 | 1.969 | 2.180 | 2.372 | 2.582 | 2.895 |
| Depreciación/Amortización | 220 | 209 | 214 | 219 | 224 | 230 |
| Variación en capital de trabajo | 38 | -288 | -73 | -66 | -72 | -79 |
| Gastos de capital | -1.077 | -109 | -121 | -132 | -144 | -156 |
| Flujo de fondos operativos | 958 | 1.780 | 2.200 | 2.393 | 2.591 | 2.891 |
| Flujo de fondos descontado | | 1624 | 1830 | 1815 | 1792 | 1824 |
| Valor presente flujo de fondos | | | | | | 8.886 |

Valor terminal 39.122

Valor presente valor terminal 27.069

Valor de la compañía 35.955

Nota: En millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Anexo 4: Estado de resultado Moody's Corporation periodo 2018-2020.

| Estado de resultado | 2020 | 2019 | 2018 |
|------------------------------------|--------------|--------------|--------------|
| Ventas | 5.371 | 4.829 | 4.443 |
| Gastos operativos | 1.475 | 1.387 | 1.246 |
| Gastos generales y administrativos | 1.229 | 1.167 | 1.080 |
| Depreciación y amortización | 220 | 200 | 192 |
| Gastos de reestructuración | 50 | 60 | 49 |
| Gastos de adquisición | 0 | 3 | 8 |
| Otros gastos | 9 | 14 | 0 |
| Resultado operativo | 2.388 | 1.998 | 1.868 |
| Intereses | 205 | 208 | 215 |
| Otros gastos no operativos | 47 | 20 | 19 |
| Ingreso antes de impuestos | 2.230 | 1.810 | 1.672 |
| Impuestos | 452 | 381 | 352 |
| Resultado neto | 1.778 | 1.429 | 1.320 |

Nota: En millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

Anexo 5: Balance general Moody's Corporation period 2019-2020.

| Balance general | 2020 | 2019 |
|-----------------------------------|---------------|---------------|
| Activos | | |
| <i>Activos corrientes</i> | | |
| Efectivo y equivalentes | 2.597 | 1.832 |
| Inversiones de corto plazo | 99 | 98 |
| Cuentas a cobrar | 1.430 | 1.419 |
| Otros activos corrientes | 383 | 330 |
| Activos corrientes totales | 4.509 | 3.679 |
| Propiedades y equipo | 278 | 292 |
| Activos por derecho de uso | 393 | 456 |
| Fondo de comercio | 4.556 | 3.722 |
| Activos intangibles | 1.824 | 1.498 |
| Impuestos diferidos | 334 | 229 |
| Otros activos | 515 | 389 |
| Activos totales | 12.409 | 10.265 |
| Pasivos | | |
| <i>Pasivos corrientes</i> | | |
| Cuentas a pagar | 1.039 | 773 |
| Arrendamiento operativo | 94 | 89 |
| Ingresos diferidos | 1.089 | 1.050 |
| Pasivos corrientes totales | 2.222 | 1.912 |
| Ingresos diferidos no corrientes | 98 | 112 |
| Deuda de largo plazo | 6.422 | 5.581 |
| Impuestos diferidos | 404 | 357 |
| posiciones impositivas inciertas | 483 | 477 |
| Arrendamiento operativo | 427 | 485 |
| Otros pasivos | 590 | 504 |
| Pasivos totales | 10.646 | 9.428 |
| Patrimonio neto | 1.763 | 837 |

Nota: En millones de dólares.

Fuente: Elaboración propia en base a Moody's Corporation 10k reporte anual.

10 BIBLIOGRAFÍA

10.1 ACADÉMICA

Allen, F., Brealey, R., & Myers, S. (2006). *Corporate finance. Auflage, Boston (ua): McGraw-Hill Irwin.*

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (Vol. 666). John Wiley & Sons.*

Damodaran, A. (2020). *Margins by sector (US). NYU Stern.*

Dittrich, F. (2007). *The credit rating industry: competition and regulation (Doctoral dissertation, Universität zu Köln).*

Fabozzi, F. J. (2007). *Fixed income analysis (Vol. 6). John Wiley & Sons.*

Ficht, A. (2001). *The ratings game. Wiley.*

Mihaelajméno, M. O. O. (2015). *Credit rating agency performance in terms of profit. Procedia Economics and Finance, 30, 631-642.*

Partnoy, F. (1999). *The Siskel and Ebert of financial markets: Two thumbs down for the credit rating agencies. Wash. ulq, 77, 619.*

Titman, S., & Grinblatt, M. (2002). *Financial markets and corporate strategy. NY: McGraw-Hill, 892p.*

White, L. J. (2010). *Markets: The credit rating agencies. Journal of Economic Perspectives, 24(2), 211-26.*

10.2 INFORMES INSTITUCIONALES Y PÁGINAS WEB

Ibisworld, 2021: Credit Bureaus & Rating Agencies - Market Size 2005–2027

Investing.com (2020). Stock Market Quotes & Financial News. <https://www.investing.com/>

Macrotrends (2020). The Long Term Perspective on Markets. <https://www.macrotrends.net/>

MarketWatch (2020). Stock Market News – Financial News. <https://www.marketwatch.com/>

Moody's Corporation, 2020-2000. Annual Reports.

Yahoo! Finance (2020). Stock Market Live, Quotes & Business News. <https://finance.yahoo.com/>