



Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magíster en Finanzas

Valuación del Banco Patagonia S.A.

Autor: Enríquez, Julieta Belén

D.N.I: 35.424.291

Director del Trabajo Final de Graduación: Filgueira, Federico

Buenos Aires – 26 de marzo de 2024



Universidad de
San Andrés

Resumen ejecutivo

El presente trabajo tiene por objetivo determinar el valor de una entidad financiera a diciembre de 2023 tratando de conocer cuál podría ser un valor razonable de acuerdo con la estructura de balance de la entidad.

Para realizar dicha valuación, se utilizó el método de descuento de flujo de fondos del accionista y el método por comparables.

El desafío de la valuación fue la proyección de las variables macroeconómicas dentro de un contexto de una economía volátil. Además, es un mercado con complejidades técnicas a nivel regulatorio que trae aparejada la valuación de una entidad financiera con las regulaciones existentes.

Los bancos, asimismo, tienden a tratar de diferenciarse entre sí, visto desde el lado del negocio y por su estructura de balance. Sin embargo, el foco principal para todos es incrementar los márgenes de ganancia teniendo en cuenta las limitaciones reglamentarias.

Este trabajo tiene tres objetivos principales. El primero es definir el tipo de negocio que poseen los bancos. El segundo objetivo es analizar el desempeño de las principales entidades del país en el total del sistema financiero. Por último, luego de la valuación, dar a conocer si la entidad seleccionada se encuentra sobrevaluada o subvaluada.

El valor obtenido para comparar el precio de mercado del paquete accionario de Banco Patagonia mediante el método de descuento de flujo de fondos del accionista al 31 de diciembre del 2023 fue de ARS 1.982.749 millones, un 350% superior al precio de mercado a la misma fecha (ARS 434.364 millones). El método por comparables también fue superior promediando un 40% más respecto al precio de mercado evaluándolo a la misma fecha.

En consecuencia, al centrarnos en las posibles mejoras de la situación económica y financiera de Argentina, prevemos un alza en las expectativas del aumento en el valor de las empresas, por lo que consideramos nuestra valuación una estimación congruente.

Índice

Resumen ejecutivo	2
I. Introducción	6
II. Sistema financiero argentino	8
III. Banco Patagonia S.A.	19
Historia	19
Cuota de mercado	20
Análisis de balance	21
IV. Requerimientos de capital	25
V. Coyuntura económica y selección de variables	31
Coyuntura económica local	31
Selección de variables macroeconómicos por proyectar.....	32
VI. Proyección de balance	36
Estado de situación patrimonial	36
Estado de resultados	43
VII. Metodología de valuación	47
Supuestos generales.....	47
Cálculo del costo del capital	48
Determinación de los flujos de fondos	51
Valor Terminal	54
Valuación por múltiplos de mercado.....	55
VIII. Conclusión	57
IX. Bibliografía.....	60
X. Anexo metodológico.....	62

Gráfico 1. Industrias dentro del Índice S&P Merval – Panel líder.....	-7-
Gráfico 2. Depósitos a la vista sobre el total de depósitos del sector privado no financiero.....	- 9 -
Gráfico 3. Evolución de los Préstamos y depósitos como porcentaje del PBI.....	- 9 -
Gráfico 4. Ranking BCRA depósitos, noviembre 2023.....	- 10 -
Gráfico 5. Ranking BCRA préstamos, noviembre 2023.....	- 11 -
Gráfico 6. Composición de activos	- 12 -
Gráfico 7. Composición cartera de títulos	- 13 -
Gráfico 8. Composición de préstamos en pesos argentinos.....	- 13 -
Gráfico 9. Composición de pasivos	- 14 -
Gráfico 10. Composición de depósitos en pesos argentinos	- 14 -
Gráfico 11. Composición de depósitos en dólares.....	- 15 -
Gráfico 12. Liquidez	- 16 -
Gráfico 13. ROE	- 17 -
Gráfico 14. ROA	- 18 -
Gráfico 15. Eficiencia.....	- 18 -
Gráfico 16. Cuota de mercado por producto y del total de los depósitos medida como porcentaje del total de depósitos al sector privado no financiero.....	- 20 -
Gráfico 17. Cuota de mercado por producto y del total de los préstamos medida como porcentaje del total de préstamos al sector privado no financiero.....	- 21 -
Gráfico 18. Evolución de la exigencia de capital	- 30 -
Gráfico 19. Inflación estimada (REM – BCRA)	- 33 -
Gráfico 20. Proyección - tasas BADLAR y tasa de política monetaria.....	- 35 -
Gráfico 21. Proyección del PBI.....	- 36 -
Gráfico 22. Evolución del ROE	- 46 -
Gráfico 23. Evolución los activos ponderados por riesgo	- 53 -
Gráfico 24. Valuación del paquete accionario del Banco Patagonia.....	- 59 -

<i>Tabla 1. Estructura accionaria.....</i>	<i>- 19-</i>
<i>Tabla 2. Activo.....</i>	<i>- 22-</i>
<i>Tabla 3. Préstamos y otras financiaciones</i>	<i>- 23-</i>
<i>Tabla 4. Pasivo.....</i>	<i>- 23-</i>
<i>Tabla 5. Depósitos.....</i>	<i>-24-</i>
<i>Tabla 6. Estado de Resultados</i>	<i>- 24-</i>
<i>Tabla 7. Efectivo Mínimo.....</i>	<i>- 34-</i>
<i>Tabla 8. Proyección de efectivo y depósitos en bancos.....</i>	<i>- 37 -</i>
<i>Tabla 9. Proyección de títulos</i>	<i>- 38 -</i>
<i>Tabla 10. Proyección de préstamos en pesos argentinos.....</i>	<i>- 39 -</i>
<i>Tabla 11. Proyección de préstamos en dólares</i>	<i>- 39 -</i>
<i>Tabla 12. Proyección de provisiones.....</i>	<i>- 40 -</i>
<i>Tabla 13. Proyección de propiedad y equipo.....</i>	<i>- 40 -</i>
<i>Tabla 14. Proyección del rubro otros.....</i>	<i>- 40 -</i>
<i>Tabla 15. Proyección de depósitos en pesos argentinos</i>	<i>- 41 -</i>
<i>Tabla 16. Proyección de depósitos en dólares.....</i>	<i>- 41 -</i>
<i>Tabla 17. Proyección de otros pasivos financieros.....</i>	<i>- 42 -</i>
<i>Tabla 18. Proyección de otros pasivos financieros.....</i>	<i>- 42 -</i>
<i>Tabla 19. Proyección del patrimonio neto.....</i>	<i>- 43 -</i>
<i>Tabla 20. Proyección del resultado de títulos.....</i>	<i>- 43 -</i>
<i>Tabla 21. Proyección del resultado de préstamos.....</i>	<i>- 44 -</i>
<i>Tabla 22. Proyección de los resultados por egresos de interés</i>	<i>- 44 -</i>
<i>Tabla 23. Proyección de los resultados por comisiones</i>	<i>- 45 -</i>
<i>Tabla 24. Proyección de los ingresos operativos.....</i>	<i>- 45 -</i>
<i>Tabla 25. Beta</i>	<i>- 49 -</i>
<i>Tabla 26. Tasa de descuento.</i>	<i>- 50 -</i>
<i>Tabla 27. Tasa de descuento real.....</i>	<i>- 50 -</i>
<i>Tabla 28. Proyección del flujo de fondos libres para el accionista</i>	<i>- 53 -</i>
<i>Tabla 29. Detalle de la valuación del Banco Patagonia (FCFE)</i>	<i>- 55 -</i>
<i>Tabla 30. Datos para valuar mediante el método de múltiplos.....</i>	<i>- 56 -</i>
<i>Tabla 31. Valuación por el método de múltiplos.....</i>	<i>- 56 -</i>
<i>Tabla 32. Merval en dólares y el delta anual</i>	<i>- 57 -</i>

I. Introducción

El objetivo del presente trabajo es valorar Banco Patagonia S.A. (de ahora en más, Banco Patagonia) determinando el valor de la compañía utilizando el método de descuento de flujo de fondos del accionista¹ y el método de valuación por comparables. Estos métodos servirán para analizarlo y compararlo con el precio observado en el mercado al 31 de diciembre de 2023² para evaluar la razonabilidad en la valuación.

La motivación principal del trabajo es valorar a uno de los partícipes del sector financiero que tiene una ponderación importante sobre el resto de los actores económicos del país.

El grado de desarrollo de un sistema financiero depende de la calidad con la que éste desempeña sus funciones, es decir, la calidad con la que presta sus servicios. Mediante el desarrollo de estas funciones un sistema financiero afecta hipotéticamente decisiones de ahorro e inversión, contribuye al aumento de las productividades factoriales y, por lo tanto, influye sobre el crecimiento económico de un país, (Pussetto, 2008, p. 54).

Valorar una entidad financiera en Argentina, como expone Pussetto en el párrafo anterior, desde el punto de vista de un inversor local o extranjero, tiene sus desafíos. Afecta las decisiones de ahorro e inversión porque es uno de los canales directos para la concentración de ahorros e inversiones. Además, visto desde el lado del mercado, el sector bancario pondera un 19% sobre el total del Índice del S&P Merval³ al cierre del año 2023, e históricamente se trató de una industria con un fuerte peso sobre las acciones líderes del mercado.

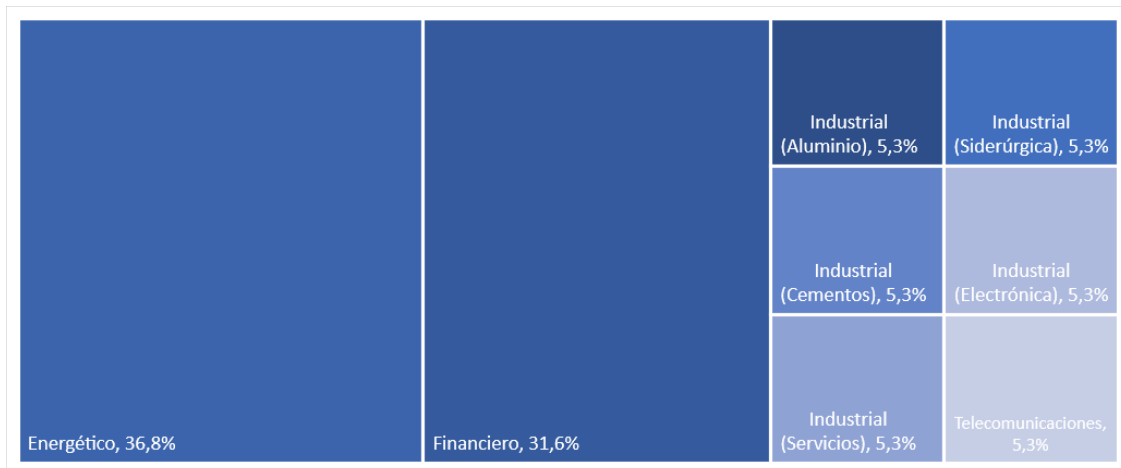
En el gráfico 1, se puede apreciar la ponderación que tiene el sistema financiero sobre el Merval.

¹ FCFE, por su sigla en inglés, *Free cash flow to Equity*.

² Al día de la fecha de valuación, el 31 de diciembre de 2023, el capital bursátil del Banco Patagonia asciende en \$ 434.363.723.148. Cantidad de acciones en circulación (719.145.237 VN) por el precio de la acción (\$604) al 31 de diciembre del 2023.

³ El índice S&P Merval mide el valor de un conjunto de acciones (seleccionado por su liquidez y volumen) en pesos argentinos. Comúnmente las empresas que lo componen se las denomina empresas líderes.

GRÁFICO 1. INDUSTRIAS DENTRO DEL ÍNDICE S&P Merval - PANEL LÍDER



Fuente: Elaboración propia basada en el informe diario del Instituto Argentino de Mercado de Capitales.

Además, este no es el único punto importante del porqué valorar una entidad financiera, sino también las particularidades que trae consigo:

- ✓ Los flujos proyectados están sujetos a una relación casi directa de las principales variables macroeconómicas tales como, tipo de cambio, inflación, variaciones en la política monetaria y nivel del producto bruto interno.
- ✓ Las entidades se encuentran sujetas a un marco regulatorio impuesto por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) que implican restricciones en su operatoria diaria.

La elección del Banco Patagonia se debió a su posicionamiento dentro del sistema financiero con posibilidades de crecimiento en el share de mercado, según el ranking que publica el BCRA mensualmente.

En resumen, el trabajo de valuación del Banco Patagonia se organiza sobre 8 apartados, de los cuales los primeros 3 abarcan desde el análisis del sistema financiero y los rubros más importantes para los bancos, los inicios del Banco Patagonia en Argentina y su posición dentro del sistema financiero (desde el lado patrimonial e indicadores financieros), y los requerimientos de capital exigibles para operar.

Luego, en los apartados 5 y 6 comienza el análisis de las variables que repercuten en el modelo estimando los valores futuros dentro un lapso de 5 años y la proyección del balance del Banco Patagonia (teniendo en cuenta las proyecciones de las variables macroeconómicas vistas oportunamente), respectivamente.

Por último, se trabajan los distintos tipos de métodos de valuación, planteados en el inicio de la introducción. Se parte de un enfoque de valuación basado en beneficios futuros, cuya metodología está basada en el descuento del flujo de fondos futuros generados por las operaciones de la compañía. Este método proyecta su situación financiera de mediano plazo en función de una visión estratégica de crecimiento más un valor terminal, descontados a una tasa de descuento.

El trabajo finaliza con el análisis de los resultados con una conclusión.

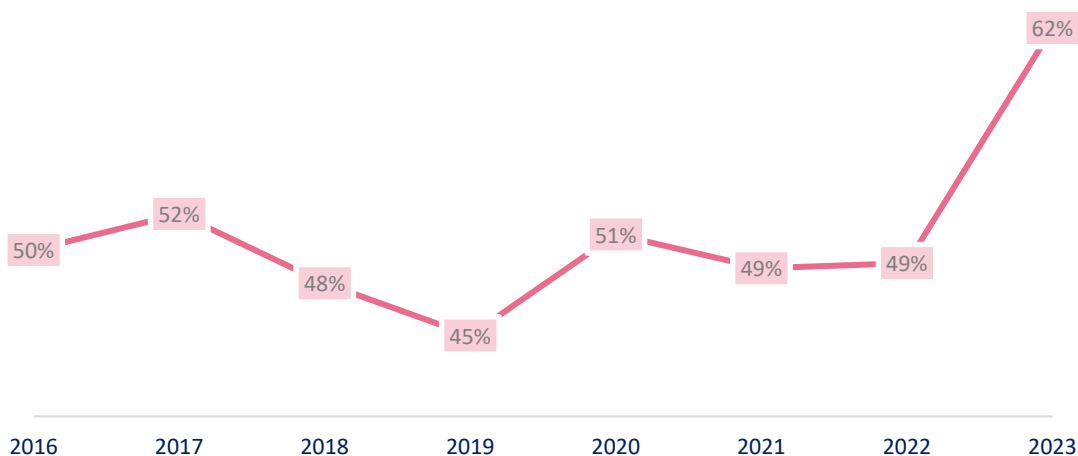
El horizonte de proyección del trabajo es de 5 años comenzando con el cierre de ejercicio del 31 de diciembre del 2023 y la moneda de análisis es el peso argentino.

II. Sistema financiero argentino

El sistema financiero argentino es uno de los actores principales de la economía argentina, que, mediante su accionar como intermediador financiero y creador secundario de dinero, continúa siendo un sector transaccional y no un canal de ahorro por su baja incidencia de bancarización.

No obstante, puede visualizarse en el gráfico 2 que los depósitos a la vista (considerados como depósitos en caja de ahorros y cuentas corrientes) son casi el 62% del total de los depósitos en el sector privado.

Gráfico 2. Depósitos a la vista sobre el total de depósitos del sector privado no financiero



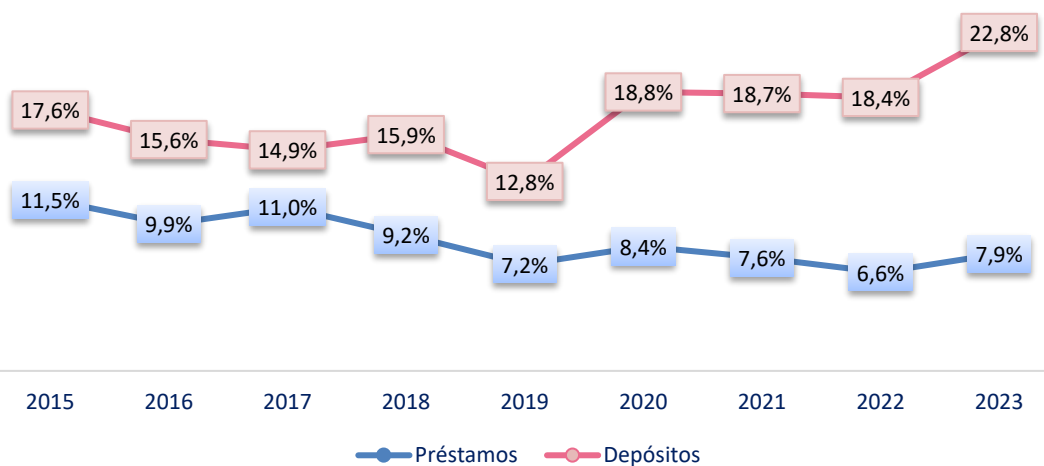
Fuente: Elaboración propia basada en datos del BCRA.

Esto es por el bajo nivel de ahorro entre los depositantes. Además, al no canalizar sus ahorros y tener depósitos a la vista permite que las entidades utilicen los depósitos como la principal fuente de fondeo que origina un escaso nivel de desarrollo de los mercados de capitales.

En línea con el párrafo anterior, si se evalúan los préstamos y depósitos como porcentaje del producto bruto interno (PBI), el sistema financiero argentino aún tiene un bajo nivel de incidencia e inclusión financiera en relación con otros países de Latinoamérica (FELABAN, 2021).

Argentina cerró el año 2023 con el 7,9% de préstamos sobre PBI y en un 22,8% de depósitos (gráfico 3), mientras que los países de la región alcanzaron valores promedio superiores al 50% y 40%, respectivamente.

Gráfico 3. Evolución de los Préstamos y depósitos como porcentaje del PBI



Fuente: Elaboración propia basada en datos del BCRA.

Como complemento de esta información del posicionamiento del saldo de depósitos y préstamos, el BCRA publica mensualmente un ranking de activos, depósitos, patrimonio neto y préstamos del total del sistema financiero para dar a conocer que banco tiene mayor participación sobre el total.

Gráfico 4. Ranking BCRA depósitos, noviembre 2023

Depósitos	Nro.	Importe	Monto p/avanzar
Banco Nación	1	9.370	
Banco Provincia	2	4.545	4.825
Galicia	3	3.586	959
Santander	4	3.523	63
BBVA	5	2.327	1.196
Banco Ciudad	6	1.953	374
Macro	7	1.894	59
Credicoop	8	1.618	276
Banco de Córdoba	9	1.495	123
Banco Patagonia	10	1.417	78
HSBC	11	1.305	112
ICBC	12	1.129	176
Citibank	13	881	248
Supervielle	14	752	129
Nuevo Banco de Santa Fe	15	747	5

Fuente: Elaboración propia basada en datos del BCRA expresados en ARS miles de millones.

Dado que el principal tipo de fondeo de las entidades financieras son los depósitos, en el ranking se observa el posicionamiento de todos los bancos sobre su participación en el total. En el gráfico 4 se evalúa cuánto sería el monto para escalar una posición. Por ejemplo, el Banco Patagonia ocupa la posición número 10, y este ranking indica que si el Banco Patagonia quisiera avanzar un puesto (pasar a la novena posición), debería captar alrededor del 6% adicional de lo que respecta al total de depósitos de la entidad.

Gráfico 5. Ranking BCRA préstamos, noviembre 2023

Préstamos	Nro.	Importe	Monto p/avanzar
Banco Nación	1	3.508	
Santander	2	2.308	1.200
Galicia	3	2.018	290
Banco Provincia	4	1.958	60
BBVA	5	1.601	357
Macro	6	1.393	208
ICBC	7	699	694
Banco Ciudad	8	629	70
HSBC	9	594	35
Banco Patagonia	10	580	14
Banco de Córdoba	11	533	47
Supervielle	12	432	101
Credicoop	13	381	51
Nuevo Banco de Sar	14	370	11
Citibank	15	281	89

Fuente: Elaboración propia basada en datos del BCRA expresados en ARS miles de millones.

En el caso del ranking de préstamos (gráfico 5), el Banco Patagonia ocupa la posición número 10 también y si quisiera avanzar un puesto (pasar a la novena posición), debería colocar un adicional del 2.4% del total de sus préstamos.

Dentro de los estudios y publicaciones estadísticas que realiza el BCRA, como método de transparencia de la información, publica mensualmente información sobre entidades financieras (BCRA, s.f.a), que tiene por objeto dar a conocer las estructuras de balances, estados de resultados, cantidad de clientes, cantidad de sucursales y sus localizaciones, indicadores de gestión, entre otros.

La información publicada se basa en el cumplimiento de los regímenes informativos presentados oportunamente por las entidades financieras.

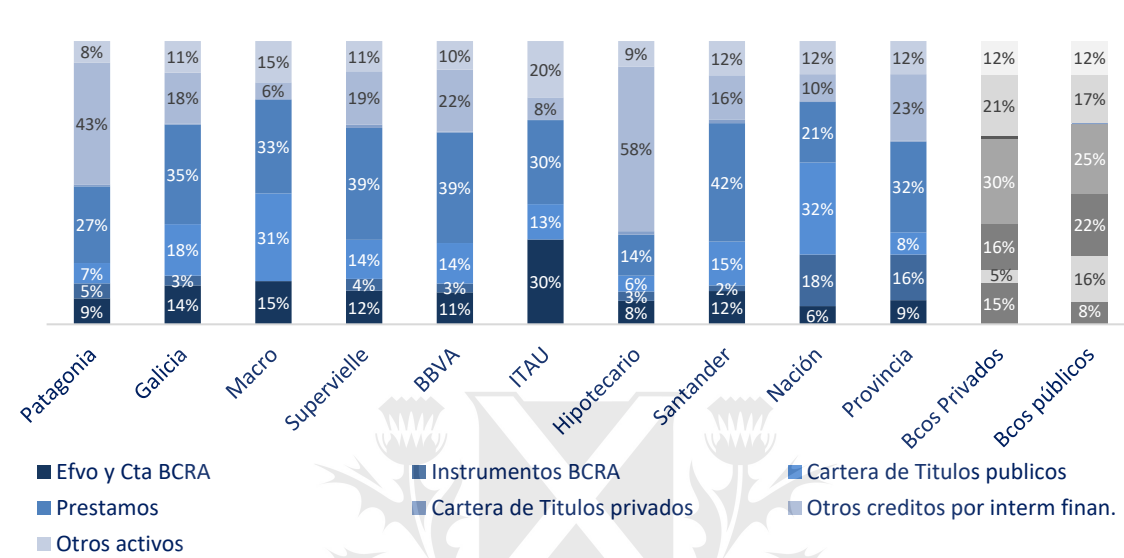
Por lo que se extraen y destacan una serie de componentes de los balances de los principales bancos del país.

Bajo este informe, comparamos y damos a conocer las estrategias de negocio de los competidores que tiene el Banco Patagonia y empezar a vislumbrar como se encuentra posicionado frente a los otros actores financieros.

Primeramente, se evalúa la composición del activo. De acuerdo con el gráfico 6, el promedio de los bancos privados para el rubro de préstamos representa un 30% sobre el total de activos.

Distinto es el porcentaje de la cartera de títulos (privados y públicos), que representa el 16% del promedio, mientras que el rubro Otros créditos por intermediación financiera se lleva el 30% promedio de los bancos privados compuesto principalmente por operaciones de pases. Esto significa que el 76% del total de activo genera ingresos por intereses (préstamos y títulos).

Gráfico 6. Composición de activos

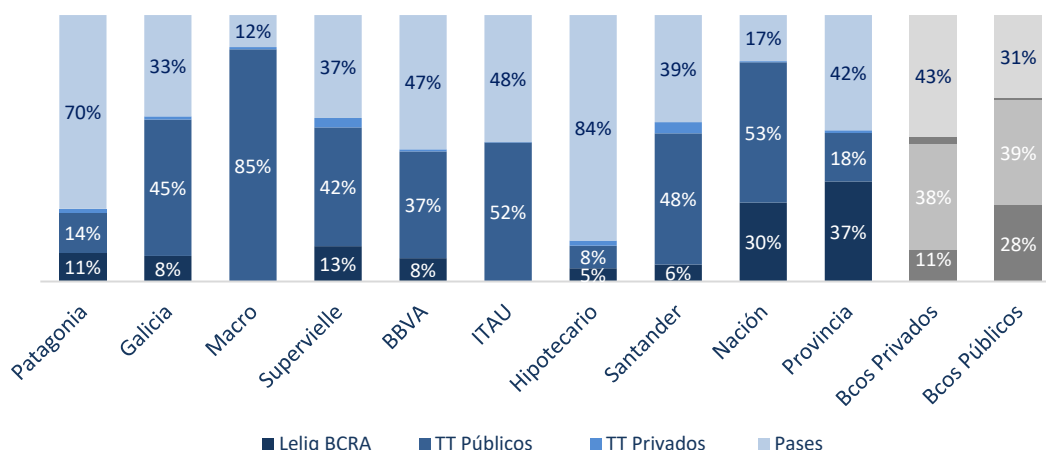


Fuente: Elaboración propia basada en datos del BCRA.

Dentro de la cartera de títulos que sabemos que pondera más de la mitad del promedio del total de activos para los bancos privados, en el gráfico 7 nos encontramos con que hay un porcentaje cercano del 11% de las letras de liquidez⁴, sin embargo, como comentaremos en el apartado de la coyuntura económica, el sistema financiero se encuentra en un pasaje de cambio en la composición de la cartera de títulos tras luego conocerse el cambio de gobierno, es por ello que 43% de activo para los bancos privados se compone de operaciones de pases. Esta recomposición de la cartera expone que los instrumentos de letras de liquidez (leliq) comienzan a reducir su participación (porque dejarán de licitarse) y solo quedarán activos instrumentos de deuda pública del Ministerio de Economía. Por lo que el excedente de liquidez (momentáneamente) se estaría trasladando a operaciones de pase para luego tratar de relocalarlo en algún otro activo con mayor duración y mejor rentabilidad.

⁴ Instrumento de liquidez que emite el BCRA como política monetaria.

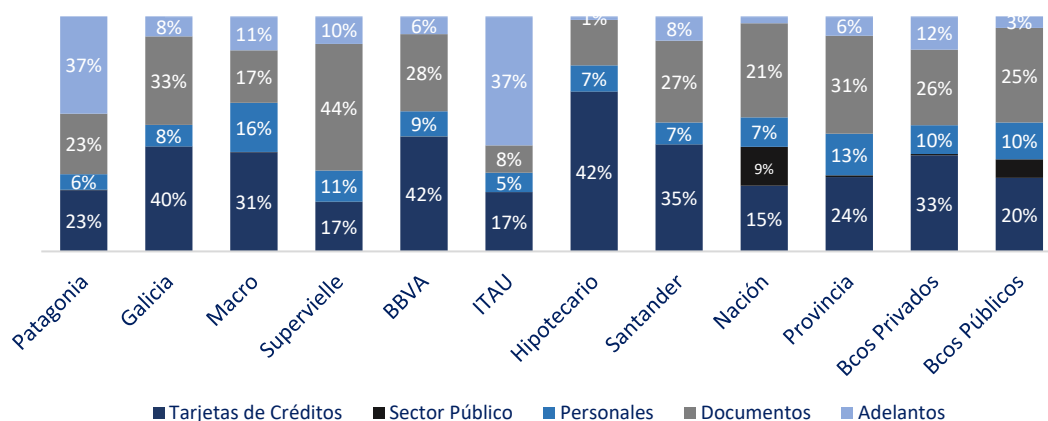
Gráfico 7. Composición cartera de títulos



Fuente: Elaboración propia basada en datos del BCRA.

Por el lado de préstamos, la composición está más segmentada. El gráfico 8 detalla los distintos tipos de productos que componen el rubro en pesos argentinos⁵. Sin embargo, a diferencia de los títulos, la ponderación de estos productos varía de acuerdo con el tipo de negocio que lleve cada banco. Por ejemplo, en el caso promedio de los bancos privados, tiene mayor participación el producto de tarjetas de crédito con un 33% y en los bancos públicos con un 20%, mientras que el producto préstamos personales, tanto en banca privada como pública, se ubica en torno al 10% sobre el total de préstamos.

Gráfico 8. Composición de préstamos en pesos argentinos

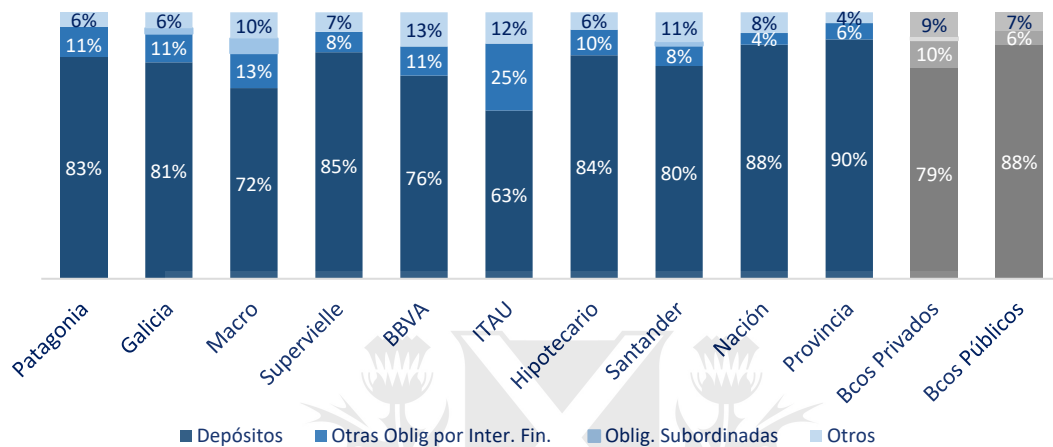


Fuente: Elaboración propia basada en datos del BCRA.

⁵ Los productos de los préstamos en pesos argentinos representan dentro del balance el 94% del total de préstamos, versus el 7% de préstamos en dólares.

Por el lado de la composición de los pasivos (gráfico 9), el 79% del total para los bancos privados se compone por los depósitos en cajas de ahorro, cuentas corrientes y plazos fijos, mientras que muy por debajo está el resto de los rubros del pasivo que pierden relevancia sobre el total para analizar.

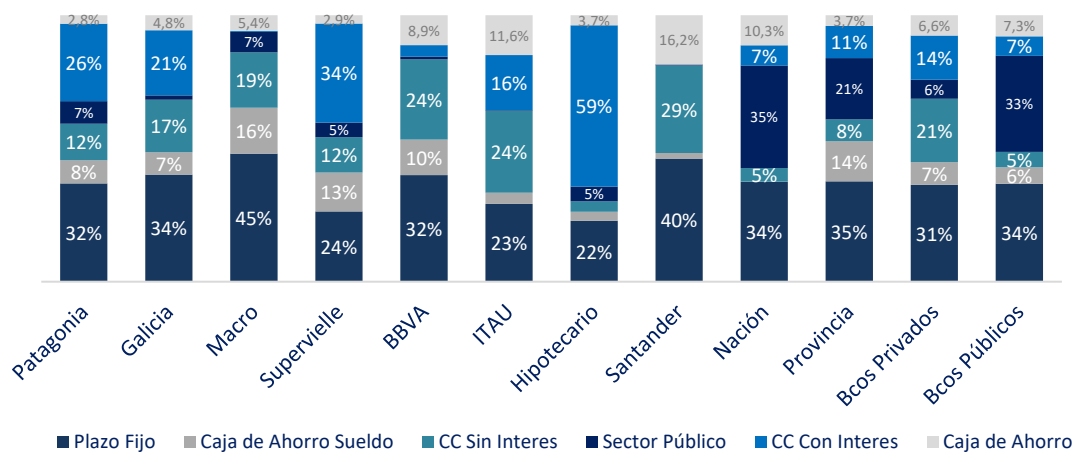
Gráfico 9. Composición de pasivos



Fuente: Elaboración propia basada en datos del BCRA.

La composición de los depósitos es estándar respecto a los préstamos, ya que se segmenta en menos productos (gráfico 10). Por ejemplo, para el caso de los plazos fijos, promedian en torno al 31% del total para los bancos privados, mientras que los depósitos a la vista (cuentas corrientes sin interés y cajas de ahorro sueldo) rondan en torno al 28%.

Gráfico 10. Composición de depósitos en pesos argentinos

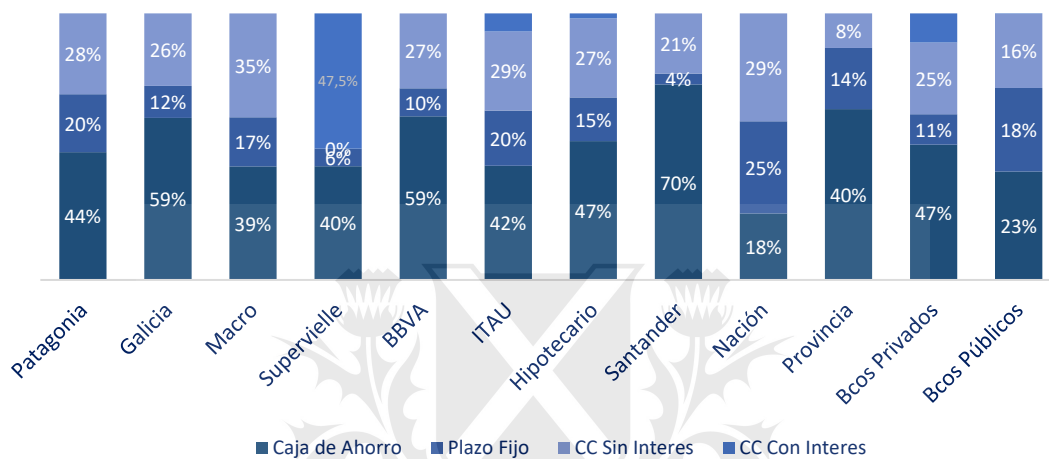


Fuente: Elaboración propia basada en datos del BCRA.

Los depósitos en dólares (gráfico 11) merecen un párrafo aparte, ya que no poseen la misma

dinámica que los depósitos en pesos argentinos. Actualmente, Argentina es una partida complicada para realizar una intermediación financiera, no solo por la incertidumbre de la volatilidad del tipo de cambio, sino también por las dificultades de compra de divisas en el mercado. Tanto es así, que casi el 50% del total de los depósitos están son depósitos a la vista y no a plazo, con lo cual, si los bancos quisieran realizar intermediaciones financieras, tienen poco margen para realizar operaciones a plazo.

Gráfico 11. Composición de depósitos en dólares

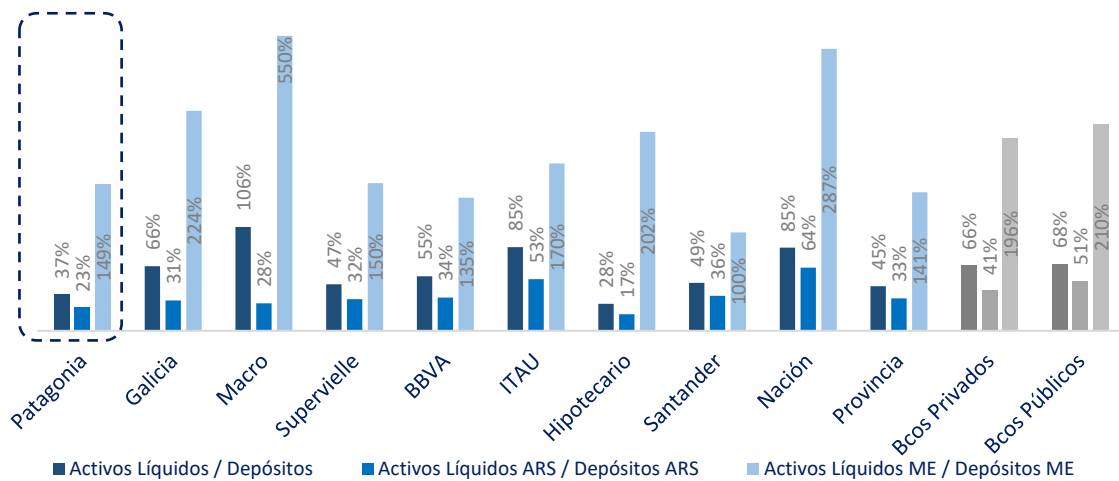


Fuente: Elaboración propia basada en el BCRA.

Además de la estructura de balance, el informe sobre entidades financieras también agrega información sobre ratios de liquidez, gestión y rentabilidad.

Los indicadores de liquidez son fundamentales para visualizar la optimización de los movimientos de efectivo, los descalses de plazo y de tasa. Son importantes también para dar a conocer la gestión de sus riesgos, ya que se fijan políticas, alertas y límites para asegurar el compromiso de la entidad con sus depositantes y, además, mantener niveles aceptados de rentabilidad y capital.

Gráfico 12. Liquidez



Fuente: Elaboración propia basada en el BCRA.

Por consiguiente, en el gráfico 12, se expone la separación de liquidez total y la liquidez dividida por tipo de moneda (ARS y USD). Para el caso de la moneda dólar, la liquidez es alta dada la dificultad de realizar intermediaciones financieras. En cambio, para el caso de la moneda argentina, el promedio para los bancos privados se sitúa en torno al 41% del total de activos líquidos en pesos sobre el total de depósitos en la misma moneda.

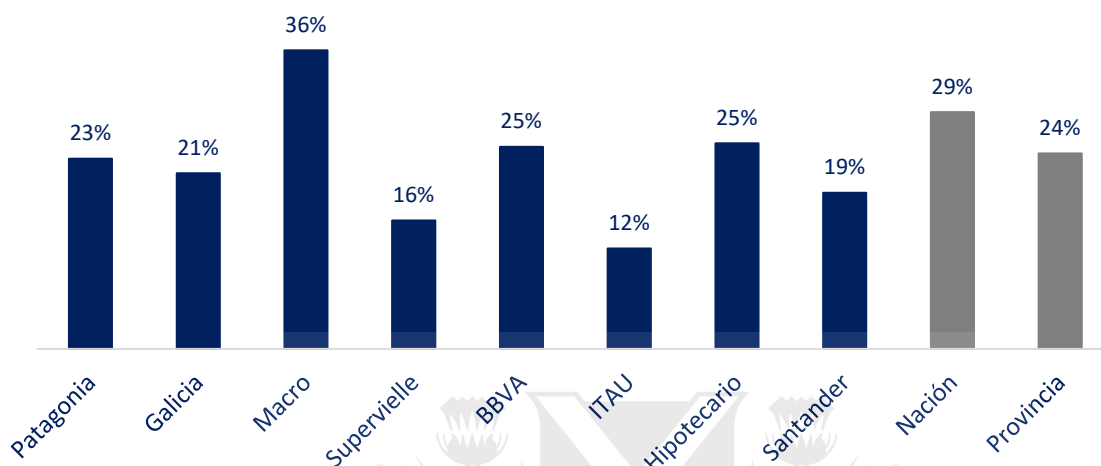
Por su parte, los retornos recibidos por el accionista se miden mediante el indicador ROE⁶, que es un indicador para valorar la rentabilidad del capital o la capacidad de la empresa para remunerar a sus accionistas. El ROE se calcula mediante la siguiente fórmula:

$$ROE = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Patrimonio neto}}$$

⁶ Rentabilidad para el accionista, por sus siglas en inglés (return of equity).

De los bancos seleccionados, se observa un ROE distinto por cada uno (gráfico 13) y esto tendría relación por la gestión del margen financiero y su relación con el patrimonio neto.

Gráfico 13. ROE



Fuente: Elaboración propia basada en el BCRA.

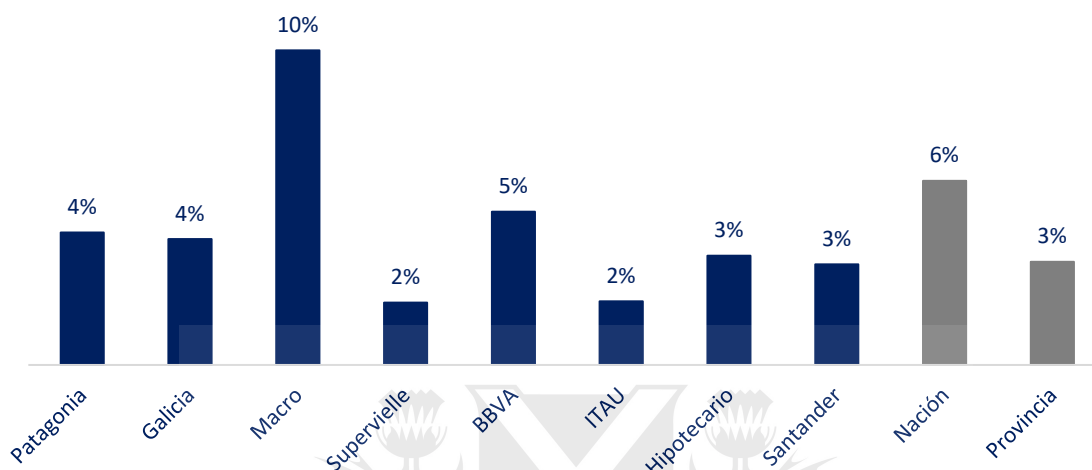
El ROA⁷, adicionalmente, mide la rentabilidad sobre el total de los activos o los resultados generados en un periodo sobre los activos. El ROA se mide mediante la siguiente fórmula:

$$ROA = \frac{\text{Beneficio neto}}{\text{Total activo}}$$

⁷ Rentabilidad de los activos, por su sigla en inglés (*return on assets*).

Lo mismo ocurre para el ROA (gráfico 14) y lo distintivo que es para cada banco. Con lo cual, también trae aparejado la gestión de los márgenes financieros.

Gráfico 14. ROA



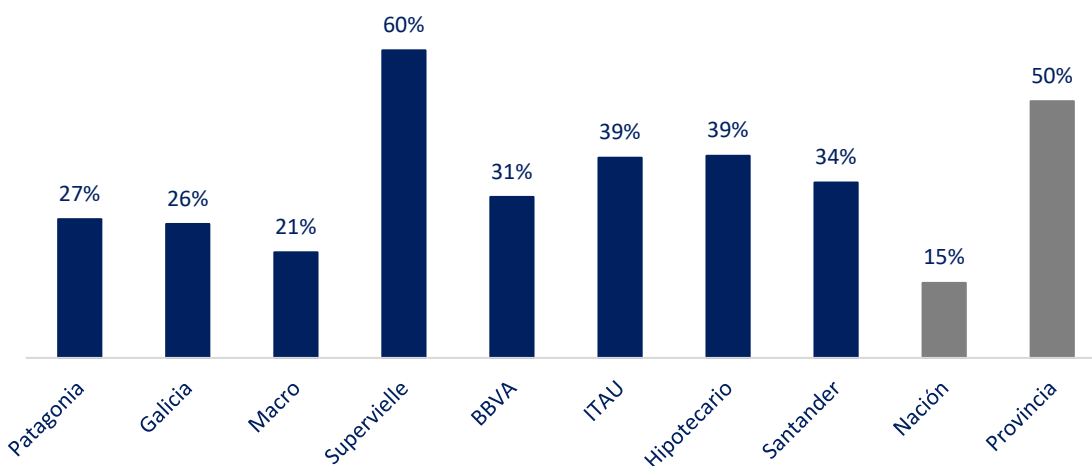
Fuente: Elaboración propia basada en el BCRA.

Por último, el ratio de eficiencia mide la productividad de una entidad financiera. Relaciona los gastos generados versus los ingresos obtenidos.

$$\text{Eficiencia} = \frac{\text{Gastos de explotación}}{\text{Margen Bruto}}$$

La eficiencia (grafico 15) también es diversa según el banco y dependerá, al igual que el ROE y el ROA, de la gestión de cada uno sobre el margen financiero.

Gráfico 15. Eficiencia



Fuente: Elaboración propia basada en el BCRA.

Lo expuesto en este apartado permite entender que, al cierre de noviembre 2023⁸, el crecimiento esperado del sector financiero puede mantenerse y potenciarse a medida que las condiciones macroeconómicas mejoren. A su vez, en términos de rentabilidad, hay mucha competencia entre los bancos actuantes y permite que cada banco mejore o empeore su rentabilidad con el accionar de su margen financiero.

III. Banco Patagonia S.A.

A. Historia

“Un valor de una extensa trayectoria” (Banco Patagonia, s.f.). Así se titula la breve reseña histórica del Banco Patagonia en su página web. Detalla que en la actualidad es un continuador de una serie de bancos con trayectoria de más de 90 años, de los cuales se puede mencionar al Banco Mercantil Argentino, Banco Río Negro, Banco Sudameris y, finalmente, en 2004 adquiere los negocios del Banco Lloyds.

Banco Patagonia, como se denomina hoy, surge en 2007 luego de capitalizarse en el mercado de capitales ante la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y San Pablo. En 2011, el 58,96% de su capital pasa en manos del mayor banco brasilero, Banco Do Brasil S.A., que en 2019 absorbe el 21,43% y logra tener el 80,39% del total de las acciones (Tabla 1).

El capital social de la Entidad está representado por 719.145.237 acciones, de las cuales 22.768.818 son de Clase “A” y 696.376.419 son de Clase “B”, siendo ambas clases ordinarias escriturales, de V\$N 1 y un voto cada una. Las acciones Clase “A” representan la participación de la Provincia de Río Negro, en tanto que las acciones Clase “B” representan la participación del capital privado. El accionista controlante del Banco es Banco do Brasil S.A., con una participación accionaria del 80,39% sobre el total del capital social (Banco Patagonia, 2023).

Tabla 1. Estructura accionaria

Accionista	Participación
Banco Do Brasil	80,39%
Prov. De Rio Negro	3,17%
Mercado	16,44%
Total	100,00%

⁸ Último informe disponible en la web del BCRA de la publicación mensual que tiene por la finalidad de perfeccionar el flujo de información de las entidades participantes del sistema financiero argentino.

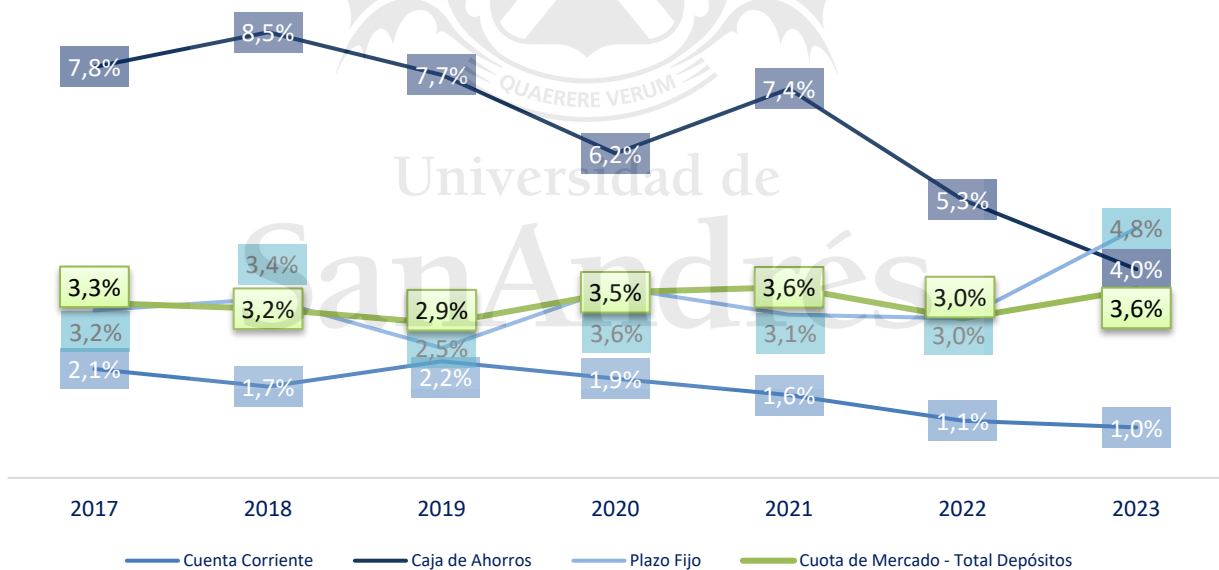
Fuente: Elaboración propia basada en los Estados Financieros Consolidados Condensados Intermedios al 30 de septiembre de 2023.

B. Cuota de mercado

En este apartado, se analiza la cuota de mercado que tiene el Banco Patagonia sobre el sistema financiero. Se toman como rubros principales los préstamos y depósitos del sector privado no financiero. Además, se agrega la relación por tipo de producto, como, por ejemplo, para el caso de depósitos, las cuentas a la vista y plazo fijos, y por el lado de préstamos, adelantos, documentos, préstamos personales y tarjeta de crédito.

El caso de lo total de los depósitos del sector privado no financiero culmina en diciembre 2023 con una cuota de mercado cercano al 3,6% de participación, con menor participación en los saldos de cuenta corriente y mayor participación con las cajas de ahorro (gráfico 16).

Gráfico 16. Cuota de mercado por producto y del total de los depósitos medida según el total de depósitos al sector privado no financiero.

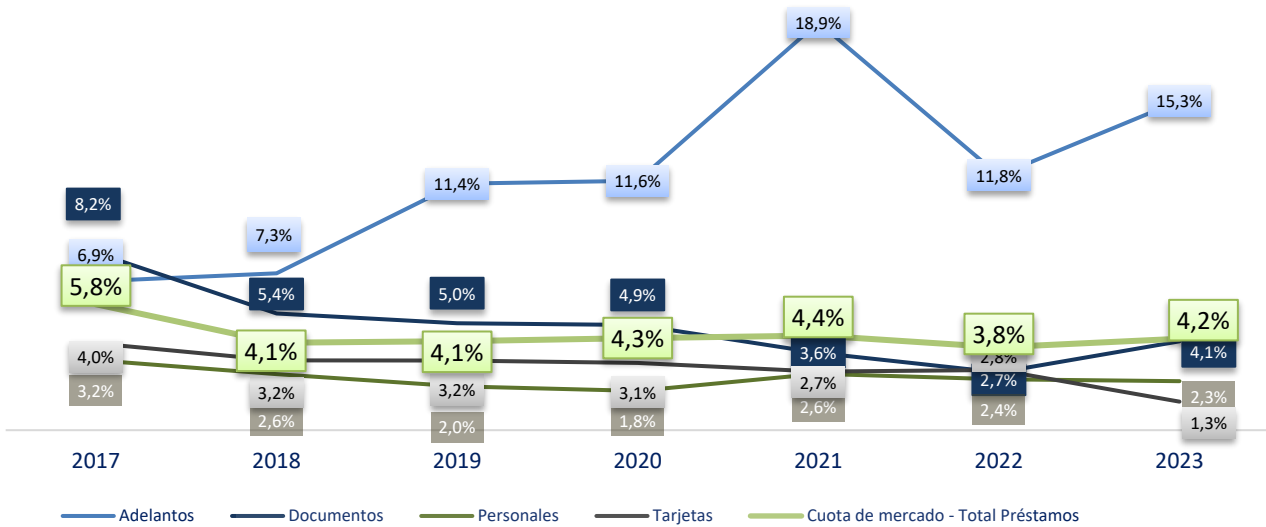


Fuente: Elaboración propia basada en el BCRA.

La cuota de mercado para el caso del total de los préstamos del sector privado no financiero está recuperando terreno luego de que en el 2017 estuviera cercano al 6% sobre el total del sistema financiero. Luego, durante el periodo 2020-2023, la participación no reactivo y se mantuvo promedio del 4,2% (gráfico 17).

Sin embargo, la participación del producto Adelantos si mantiene una participación significativa dentro del total de adelantos otorgados al sector privado no financiero, llegando a su pico en el 2021 con el 18.9%.

Gráfico 17. Cuota de mercado por producto y del total de los préstamos medida según el total de préstamos al sector privado no financiero.



Fuente: Elaboración propia basada en el BCRA.

C. Análisis de balance

La política principal que tiene el Banco Patagonia, y lo recalca en la memoria anual integrada (Banco Patagonia, 2022) y lo sostiene mediante sus informes trimestrales, de ratificar su posicionamiento dentro de los principales bancos privados de Argentina. Adicionalmente menciona parte de su plan estratégico definiendo un nuevo horizonte con un propósito corporativo que refleja el posicionamiento y el reconocimiento dentro del mercado y mejorar la calidad de atención al cliente.

El balance del Banco Patagonia se compone principalmente por: activos (disponibilidades, títulos privados y públicos, y préstamos), y por el lado de los pasivos, se compone principalmente por depósitos.

Dado que, al momento de realizar el análisis de balance, no se encontraba con información financiera cerrada y auditada del año 2023, utilizamos los balances trimestrales y el informe de resultados a diciembre 2023 donde se expone la composición del balance y el estado de resultados. Las grandes partidas como préstamos, títulos y depósitos son números cerrados y con bajas expectativas de modificarse, por lo que para el ejercicio en cuestión nos sirve de parámetro.

En lo que respecta el rubro de efectivo y depósitos en bancos, la relación del efectivo en caja con respecto a los depósitos fue del 6% promedio en los últimos 3 años y el encaje en BCRA en efectivo en el último año representó un 14% del total de los depósitos a la vista (depósitos en

cajas de ahorro y cuentas corrientes). Con lo que respecta a los encajes para depósitos a plazo, el BCRA permitió en los últimos años que la integración se amplíe reemplazando efectivo con títulos públicos, por lo que se pudo cambiar la integración no remunerada a remunerada (por la tasa que rinden los títulos públicos).

Durante el 2023 se incrementó en el lado del activo el rubro de títulos públicos y privados por sobre la caída de los préstamos. Esto se debió, particularmente, por el encarecimiento de los préstamos y la posibilidad de encajar parte del efectivo mínimo con letras de liquidez. Con lo cual, modificar de un encaje no remunerado a remunerado permite ampliar las inversiones en las letras de liquidez.

Tabla 2. Activo

	2021	2022	2023
Efectivo y depósitos en bancos	67.997	100.733	400.207
Efectivo	17.155	26.815	158.997
Encaje en el BCRA	47.856	70.581	238.218
Otros	2.986	3.337	2.993
Títulos públicos y privados	199.101	495.412	1.490.683
Préstamos y otras financiaciones	165.429	261.372	666.739
Sector público no financiero	36	424	2.822
Otras entidades financieras	11.125	17.950	40.828
Sector privado no financiero y resider	154.268	242.998	623.089
Propiedad y equipo	17.773	33.686	100.827
Otros	10.099	22.823	111.553
Total Activo	460.399	914.025	2.770.009

Fuente: Elaboración propia basada en los balances consolidados de Banco Patagonia, expresado en ARS millones.

Dentro de la distribución de los préstamos (tabla 3), se encontró que durante el año 2023 incrementó la participación en las tarjetas de crédito, adelantos y documentos en un +2% dichos productos, mientras que préstamos personales y prendarios perdieron participación del -2%. Esta situación se debe a que se continúa priorizando el consumo inmediato y de bajo costo.

Tabla 3. Préstamos y otras financiaciones

	2021	2022	2023
Préstamos y otras financiaciones	165.428	261.372	661.196
Sector público	36	424	2.822
Sector financiero	11.126	17.951	40.828
Sector privado no financiero y residentes en el exterior	157.486	246.656	623.089
Adelantos	58.015	67.384	177.625
Documentos	34.454	58.972	168.839
Tarjetas de crédito	28.958	47.942	140.060
Personales	14.331	20.655	34.220
Prendarios	3.993	7.104	7.878
Hipotecarios	3.623	6.233	14.089
Arrendamientos financieros	1.350	2.650	7.097
Otros préstamos	9.192	31.730	62.750
Intereses y Conceptos asimilables	3.569	3.987	16.072
Previsión por riesgo de incobrabilidad	-3.220	-3.660	-5.543

Fuente: Elaboración propia basada en los balances consolidados de Banco Patagonia, expresado en ARS millones.

Por el lado del pasivo (tabla 4), se mantuvo el promedio del 85% los depósitos como el principal rubro.

Tabla 4. Pasivo

	2021	2022	2023
Depósitos	336.798	659.910	1.862.863
Sector público no financiero	23.491	39.903	118.804
Otras entidades financieras	2.415	2.515	14.635
Sector privado no financiero y resider	310.892	617.492	1.729.424
Otros pasivos financieros	49.106	92.866	336.434
Obligaciones negociales emitidas	623	1.078	-
Total Pasivo	386.527	753.854	2.199.297

Fuente: Elaboración propia basada en los balances consolidados de Banco Patagonia, expresado en ARS millones.

En concordancia con esa estabilidad, la participación de caja de ahorros sobre el total de depósitos se mantuvo estable con respecto del año anterior (Variación: 2023~40% vs 2022~39%), y para el caso de plazos fijos subió 2%, siendo en 2022 una variación del 45%, mientras que el 2023 culminó en 47%.

Tabla 5. Depósitos

	2021	2022	2023
Depósitos	304.987	617.439	1.618.720
Cuentas corrientes	33.308	52.080	119.847
Cajas de ahorro	132.403	242.530	647.428
Plazo fijo e inversiones a plazo	117.451	275.887	757.352
Intereses y ajustes	14.916	33.985	63.318
Otros	6.909	12.958	30.776

Fuente: Elaboración propia basada en los balances consolidados de Banco Patagonia, expresado en ARS millones.

Los resultados del balance del banco (tabla 6), hubo un incremento año tras año explicado por los ingresos por intereses cuyo driver principal fueron los intereses generados por resultados en títulos públicos.

Tabla 6. Estado de resultados

	2021	2022	2023
Ingresos por intereses	118.316	339.297	1.884.670
Egresos por intereses	- 64.079	- 190.575	- 1.205.120
Resultado neto por intereses	54.237	148.722	679.550
Ingresos por comisiones	13.348	24.477	71.171
Egresos por comisiones	- 4.010	- 8.358	- 27.889
Resultado neto por comisiones	9.338	16.119	43.282
Ingresos operativos	8.872	22.889	203.390
Gastos operativos	- 42.419	- 82.854	- 328.769
Resultado operativo	30.028	104.877	597.453
Resultado por asociadas y negocios conjuntos	- 19.446	- 73.366	- 428.976
Resultado antes de impuestos de las actividades que continúan	10.582	31.510	168.477
Impuesto a las ganancias de las actividades que continúan	- 3.569	- 13.012	- 58.387
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	7.013	18.498	110.090

Fuente: Elaboración propia basada en los balances consolidados de Banco Patagonia, expresado en ARS millones.

Por otra parte, el resultado por comisiones fue incrementado más por la participación de los ingresos que por sobre los egresos. Esto implica que los productos vigentes del Banco Patagonia no pierden lugar en el mercado y que el banco va ganando de a poco terreno en lo competitivo de sus productos.

Por último, en el caso de los gastos operativos, para lo que es beneficios al personal, gastos de administración y otros gastos operativos, se rigen por variaciones en términos inflacionarios y operativos.

IV. Requerimientos de capital

A diferencia de las empresas tradicionales de otras industrias, cuyas actividades no se encuentran bajo la órbita de una entidad que controla y regula su actividad, los bancos financieros sí se encuentran sujetos a restricciones que deben cumplimentar.

Esto se debe a que la finalidad de la regulación bancaria es que exista una gestión financiera prudente y que proporcione estabilidad para reducir un posible riesgo sistémico.

Es por ello por lo que la regulación bancaria debe evitar que el riesgo sistémico produzca un efecto cascado y corra el pánico bancario. Además, hay otros tipos de impactos, por ejemplo, la quiebra de un banco puede repercutir en otros países y generar una crisis global.

Con lo cual, la gestión de riesgos dentro de una entidad es un pilar fundamental para la toma de decisiones, ya que requiere medición y seguimiento. Los riesgos que asumen las entidades debido a su actividad son:

- Riesgos de mercado, liquidez y crédito, (riesgos financieros).
- Riesgo operacional.
- Riesgos del negocio.
- Otros eventos de riesgo.

El comité de supervisión bancaria fue creado por los principales bancos centrales⁹ en 1974 con la finalidad de generar incentivos para que los bancos mejoren las técnicas de medición de riesgos. En 1988 el comité aprobó el Acuerdo de capital de Basilea (Bank for International Settlements, 1988), que fue el primer estándar sobre solvencia bancaria en el marco de Basilea I. Introdujo exigencias mínimas de recursos propios a las entidades y sienta las bases del sistema, todavía hoy vigentes, por ejemplo, la relación entre el capital regulatorio y los activos ponderados por riesgo. Tuvo por objetivo fortalecer la estabilidad en el sistema bancario.

Basilea I representó uno de los mayores avances en cuanto a la definición de los requerimientos mínimos de capital que deben cumplir los bancos para hacer frente a situaciones inesperadas de pérdidas por diferentes riesgos, en especial, de crédito.

Además, el acuerdo fundado por el comité establece 3 tipos de capital. El capital contable, que es el expuesto en el balance; el capital económico, que es el necesario para operar según la exposición a los riesgos de operatoria, y el capital regulatorio que garantiza la solvencia del

⁹ Bélgica, Canadá, Francia, Italia, Japón, los Países Bajos, el Reino Unido, Estados Unidos, Alemania y Suecia.

sistema financiero.

En junio del 2004, Basilea II (Bank for International Settlements, 2004) se publica para reforzar la medición del riesgo de crédito e incorporar el riesgo operacional, cuya medición está asociada al riesgo operativo de la mano de procesos internos y errores humanos.

Basilea II se apoya sobre 3 pilares:

- Requerimientos mínimos de capital: tienen por objetivo garantizar la solvencia de capital de las entidades financieras para cubrir los riesgos de crédito, riesgos de mercado y riesgo operacional. Esto permite que los bancos puedan calcular los requerimientos de capital de los distintos riesgos a través de diversos métodos de cálculo.
- Supervisión de la gestión de los fondos propios: para asegurar, en principio, un nivel adecuado de recursos propios para soportar todos los riesgos establecidos en el pilar anterior. También se deberá incentivar el desarrollo de técnicas de seguimientos como pauta para mejorar procesos de gestión de riesgos y exigir a los niveles altos de gerencia involucrarse en el control y planificación de sus procesos.
- Disciplina de mercado como normas de transparencia y publicación periódica de información: para exigirles los bancos la divulgación de las partidas de la base de su capital, las deducciones que realizan y la estructura del balance.

En 2010 se presentó Basilea III (Bank for International Settlements, 2010) como un nuevo avance para la regulación de los riesgos. Pese a que su anterior versión aún no había terminado de aplicarse en la totalidad de las entidades, por el advenimiento de la crisis del 2008, se puso en cuestionamiento los daños ocasionados analizando los fallos producidos en el mercado. Es por ello por lo que se plantó una serie de modificaciones con el fin de mejorar la capacidad del sistema financiero.

Con lo cual, Basilea III se rige con los mismos requerimientos de capital, pero más exigentes e introduce un nuevo marco internacional de liquidez. Intenta, a su vez, solucionar las carencias en términos de mayor calidad de capitales y carteras crediticias.

Como reformas fundamentales:

- Seguimiento del ratio de apalancamiento.
- Nuevo estándar de liquidez mínima.
- Exigir un capital de mayor transparencia y calidad.
- Mejorar la cobertura al riesgo.

Bajo estas normas internacionales, el BCRA se esfuerza para acercarse a la regulación recomendada según los más altos estándares internacionales. Tal es así que, bajo el texto ordenado de las normas de capitales mínimos, se reglamentó un método estándar para el cálculo del capital regulatorio.

Por consiguiente, exponemos las metodologías de cálculo de la responsabilidad patrimonial neta (RPC), los activos ponderados por riesgo y el requerimiento para distribuir dividendos.

RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL NETA

La RPC son los fondos disponibles para suplir los riesgos a los que se exponen los bancos. De acuerdo con la norma publicada por el BCRA, se formula de la siguiente forma:

$$RPC = PNb + PNC$$

Donde:

RPC: responsabilidad patrimonial computable.

PNb: patrimonio neto básico (capital de nivel uno).

PNC: patrimonio neto complementario (capital de nivel dos), neto de las deducciones correspondientes (CDPNc).

Para el armado del patrimonio neto básico, se consideran, además, los siguientes parámetros:

$$PNb = COn1 - CDCOn1 + CAn1 - CDCAn1$$

Donde:

COn1: capital ordinario de nivel uno.

CDCOn1: conceptos deducibles del capital ordinario de nivel uno.

CAn1: capital adicional de nivel uno.

CDCAn1: conceptos deducibles del capital adicional de nivel uno.

Los conceptos deducibles están asociados, entre otros, a partidas pendientes de imputación, activos intangibles, llaves de negocio, participaciones en otras entidades financieras, etc.

ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO

Los activos ponderados por riesgo (APR) es la exigencia que el BCRA les impone a las entidades para que integren capital en función de los 3 tipos de riesgos (crédito, mercado y operacional). Para su cálculo se considera la siguiente expresión:

$$APRC = A * p + PFB * CCF * p + no DVP + (DVP + RCD + INC(inversiones significativas en empresas)) * 12,5$$

Donde:

A: activos computables / exposiciones.

P: ponderador de riesgo, en tanto por uno.

PFB: conceptos computables no registrados en el balance de saldos (partidas fuera de balance).

CCF: factor de conversión crediticia.

no DvP: operaciones sin entrega contra pago.

DvP: operaciones de entrega contra pago fallidas.

RCD: exigencia por riesgo de crédito de contraparte en operaciones con derivados extrabursátiles (*over the counter*, OTC).

INC: exigencia por el incremento de los excesos a límites como, participación en el capital de cada empresa y el total de participaciones en el capital de empresas.

Para el cálculo de APR del riesgo de crédito se establece que la exigencia mínima sea calcula mediante la siguiente expresión:

$$CRC = (k * 0,08 * APRC) + INC$$

Donde:

CRC: exigencia de capital por riesgo de crédito.

K: factor vinculado a la calificación asignada a la entidad de acuerdo con la evaluación por la Secretaría de Entidades Financieras y Cambiarias (SEFyC). Hay una escala aplicable para cada clasificación asignada. Llegado el caso en el que no se comunique qué valor le es asignado, por impago (*default*) debe considerarse el 1,03.

INC: inversiones significativas en empresas, es el incremento por los excesos de los siguientes límites: a) participación en el capital de cada empresa: 15%; b) total de participaciones en el capital de empresas: 60%.

En tanto la exigencia por riesgo de mercado se define como la probabilidad de sufrir pérdidas dentro y fuera de balance por las fluctuaciones de mercado. La exigencia se da por la siguiente formulación:

$$RM = RT + RA + RTC + RPB + ROP$$

Donde:

RM: riesgo de mercado.

RT: riesgo de tasa de interés.

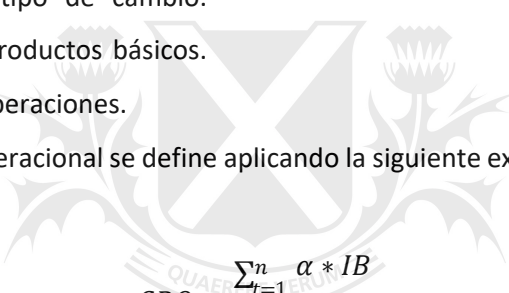
RA: riesgo en acciones.

RTC: riesgo por tipo de cambio.

RPB: riesgo por productos básicos.

ROP: riesgo por operaciones.

La exigencia por riesgo operacional se define aplicando la siguiente expresión:


$$CRO = \frac{\sum_{t=1}^n \alpha * IB}{n}$$

Donde:

CRO: exigencia de capital por riesgo operacional.

α : 15%.

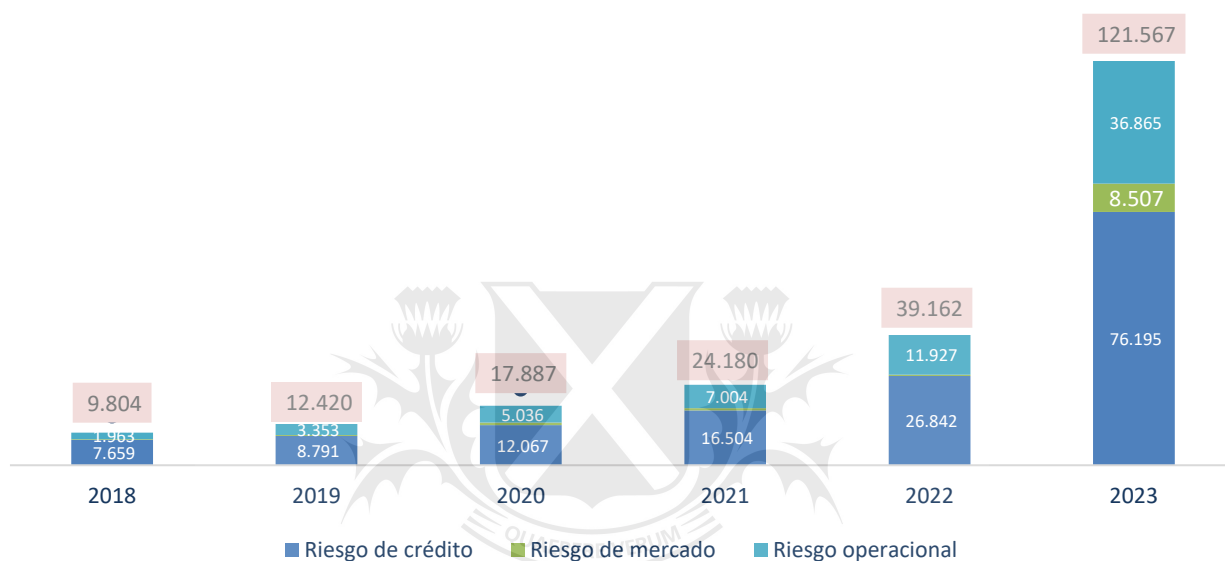
n: número de períodos de 12 meses consecutivos en los cuales el IB es positivo. Tomando en cuenta los últimos 36 meses anteriores al mes en que se efectúa el cálculo, el valor máximo de n es 3.

IB: ingreso bruto de períodos de 12 meses consecutivos (siempre que sea positivo), correspondientes a los últimos 36 meses anteriores al mes en que se efectúa el cálculo.

Entiéndase como ingreso bruto a los ingresos financieros netos, ingresos por servicios netos y utilidades y pérdidas diversas.

En el gráfico 18 exponemos cuál fue la exigencia que el Banco Patagonia tuvo durante los años analizados.

Gráfico 18. Evolución de la exigencia de capital



Fuente: Elaboración propia basada en los balances consolidados de Banco Patagonia, expresado en ARS millones.

Bajo estas reglamentaciones, el BCRA además de dar a conocer metodologías de cálculo para las exigencias mínimas de capital, también informa los límites para su integración. La norma de capitales mínimos expone que deberán mantener el 8% de los activos ponderados por riesgo como requerimiento mínimo de capital total, o bien el 4,5% de capital mínimo para operar.

REQUERIMIENTO PARA LA DISTRIBUCIÓN DE DIVIDENDOS

Además de las exigencias de capitales mínimos y ajustes por riesgo, se suma un requisito adicional de capital para la distribución de dividendos. El BCRA impone un requisito de capital adicional para poder distribuir dividendos, y este se compone por un margen del 2,5% para todos los bancos, un adicional del 1% para bancos que sean considerados con importancia sistémica¹⁰, y un colchón anticíclico de entre 0% y 2,5% formado por el capital ordinario u otros instrumentos que absorban la pérdida.

¹⁰ Se considera un banco con importancia sistémica aquel que tiene la capacidad para desestabilizar el sistema financiero por su tamaño, complejidad y estructura.

V. Coyuntura económica y selección de variables

A. Coyuntura económica local

Durante el año 2023 en Argentina hubieron determinados sucesos que impactaron negativamente en la economía y política del país. En primer lugar, una grave sequía ha deteriorado las condiciones económicas y ha amplificado aún más los desequilibrios macroeconómicos preexistentes, generando graves consecuencias en los ámbitos fiscal, monetario y cambiario. Por otro lado, el escenario político se vio agitado por el proceso electoral que se desarrolló a lo largo del año, desde la presentación de candidatos en junio hasta la elección de Javier Milei como presidente en noviembre.

Ante los desafíos económicos derivados de la sequía, Argentina se vio obligada a renegociar las metas del acuerdo con el FMI para garantizar el cumplimiento de los desembolsos. Sin embargo, el acuerdo estuvo en una situación de inestabilidad hasta la asunción de las nuevas autoridades. El país no logró cumplir con las metas establecidas en cuanto al déficit fiscal, la acumulación de reservas y la inflación, recurriendo incluso a operaciones de títulos públicos con el BCRA para sortear la meta de asistencia monetaria vía emisión.

En lo que respecta a la inflación, el año 2023 cerró con una variación acumulada de precios del 211.40%, en contraste con el 94.80% del año anterior. Esta dinámica se dividió en tres etapas a lo largo del año: los primeros siete meses registraron un promedio de inflación mensual del 7.0%, cifra que se elevó al 11.60% de agosto a noviembre, para finalizar en diciembre con una variación mensual del 25.50%.

El tipo de cambio de referencia cerró el año en \$848.48, mostrando un incremento del 356% respecto al cierre de 2022. La estrategia adoptada por el BCRA fue utilizar el tipo de cambio oficial como un mecanismo de control inflacionario, depreciando la moneda por debajo de la tasa de inflación hasta agosto. Después de las elecciones PASO en agosto, se implementó un ajuste del 21.80% a \$350, que se mantuvo hasta mediados de noviembre. Posteriormente, la nueva administración estableció un nuevo valor de \$800, con un ajuste mensual del dos por ciento en adelante.

La tasa de política monetaria (TPM) definida por el BCRA cerró el año en un 100% nominal anual, lo que representó un aumento de 2.500 puntos básicos respecto a diciembre de 2022. La trayectoria de la TPM estuvo marcada por la volatilidad, con incrementos significativos

tanto antes de las elecciones de octubre como durante el año en general. La nueva administración optó por reducir la TPM a un 100% nominal anual y cesar las licitaciones de Letras de Liquidez (LELIQ).

Tras un 2023 con grandes volatilidades tanto en lo político, como en lo económico y financiero, supondremos el comienzo de la estabilización a partir del 2024, con la regularización de las cuentas fiscales y el objetivo de cumplir un déficit primario \$0.-, también el nuevo gobierno tiene como objetivo la unificación de los distintos tipos de cambio, reducir los niveles de inflación y comenzar el sendero del crecimiento económico. En la siguiente sección trabajaremos los supuestos para la proyección de las variables a trabajar.

B. Selección de variables macroeconómicas por proyectar

En este apartado, se evalúan las principales variables macroeconómicas que serán tenidas en cuenta para la valuación del Banco Patagonia y cuáles serán las estimaciones de cara variable para los próximos cinco años.

1. Índice de precios al consumidor nivel general

El INDEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos), ente encargado de medir el índice de precios al consumidor (IPC) en Argentina, define este índice como “un indicador que mide la evolución promedio de los precios de un conjunto de bienes y servicios representativos del gasto de consumo de los hogares residentes en un área determinada” (INDEC, 2018, p. 4). Cabe destacar que hasta el año 2017, el IPC solo cubría el Gran Buenos Aires, pero con el cambio de metodología, el nivel de precios comenzó a contemplar a todo el país, tomando 39 conglomerados urbanos¹¹ desagregados en 6 regiones estadísticas definidas por el INDEC: Gran Buenos Aires, Cuyo, Noroeste, Noreste, Pampeana y Patagonia. Además de este cambio en la ampliación de regiones argentinas, se suma la recolección de 90.000 a 320.000 precios.

La inflación finalizó el 2023 con un nivel del 211,40%, y la expectativa de esta en diciembre del 2022 (inflación esperada para diciembre 2023) estimó una inflación anual cercano al 95%. Si

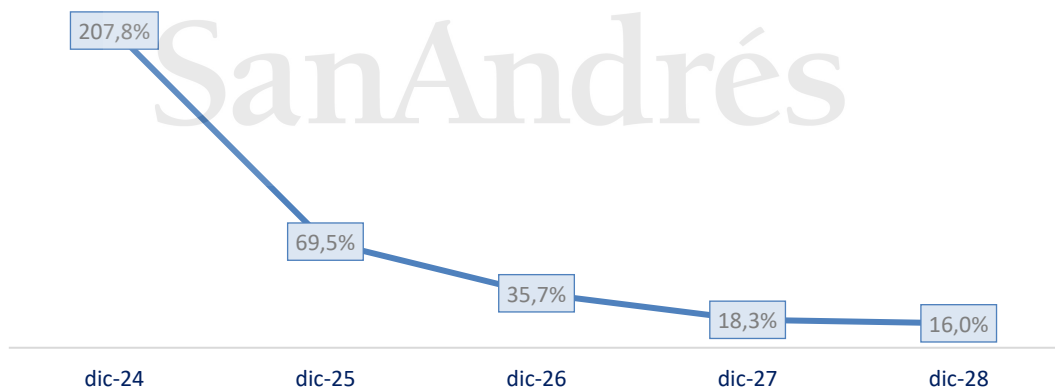
¹¹ “La selección de los 39 aglomerados abarca las cabeceras de provincia: La Plata, Córdoba, Santa Rosa, Paraná, Santa Fe, San Salvador de Jujuy, Salta, San Miguel de Tucumán, San Fernando del Valle de Catamarca, La Rioja, Santiago del Estero, Corrientes, Posadas, Resistencia, Formosa, Gran Mendoza, San Juan, San Luis, Neuquén, Viedma, Rawson-Trelew, Río Gallegos y Ushuaia. Además, se cuenta con información de las siguientes localidades: Bahía Blanca, Zárate, Campana, Mar del Plata, Tandil, Río Cuarto, Villa María, Concordia, Rosario, Rafaela, San Ramón de la Nueva Orán, Presidencia Roque Sáenz Peña, San Rafael, San Carlos de Bariloche, Comodoro Rivadavia, Puerto Madryn y Río Grande. A este conjunto se agrega el relevamiento en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y los 24 partidos del Gran Buenos Aires” (INDEC, 2018, p. 11).

bien las expectativas no traían consigo conflictos políticos o de sequía previamente comentados, hay una dispersión que logra que la serie este muy lejos de lo estimado. Sin embargo, la estimación de los años anteriores, observamos que el relevamiento de expectativas fue mejorando con el paso de los meses tras ir ajustando la metodología de las encuestas.

La mejora en la estimación de la inflación se presenta en un informe de errores de pronóstico. Este informe muestra y reconoce que la relación entre la estimación de la inflación esperada, según los analistas consultados, versus la inflación interanual presentada por el INDEC carecía de relación, y con el cambio de metodología de encuestas se fueron reduciendo ampliamente esas diferencias (BCRA, 2023).

Entonces, dada la mejora en la estimación de la inflación a 12 meses y entendiendo que la estimación de la inflación para el periodo 2023 estuvo afectada por escenarios imprevistos, se utilizará como referencia para la inflación el REM para el periodo 2024-2026. Adicionalmente, los años 2027 y 2028, utilice la reducción porcentual de la inflación periodo anterior inmediato (2026 vs 2025) y se lo aplicó a los próximos dos años.

Gráfico 19. Inflación estimada (REM y BCRA)



Fuente: Elaboración propia basada en REM - BCRA.

2. Encaje (BCRA)

La base monetaria es el monto que controlan los bancos centrales para manejar la oferta de dinero. De tal manera, mediante una serie de intervenciones en el mercado tratan de moderar la oferta monetaria afectando a las entidades financieras indirectamente (quienes también son creadores secundarios de dinero ya que recibe los depósitos de los individuos) y son los responsables de la política monetaria.

Por lo tanto, mediante los instrumentos como colocación de deuda, variaciones en la tasa de interés de referencia o decisiones en los niveles de encaje, las autoridades del BCRA pueden afectar la base monetaria y delinear los objetivos económicos del país.

Las que se utilizan en este trabajo son las tasas de interés de referencia y los niveles de encaje.

Para el caso de los encajes, la proyección de este rubro se define según la normativa vigente por los requerimientos de efectivo mínimo. Se mantiene la relación exigida para los depósitos según los siguientes:

- Se admite que las entidades financieras puedan integrar la exigencia de efectivo mínimo en pesos (puntos 1.3.7.1 y 1.3.17 del texto ordenado de “Efectivo mínimo”) con títulos públicos nacionales en pesos —incluidos los ajustables por el CER y con rendimiento en moneda dual (BONO DUAL) y excluidos los vinculados a la evolución del dólar estadounidense— de plazo residual no inferior a 90 días ni mayor a 760 días corridos al momento de la suscripción, siempre que sean adquiridos por suscripción primaria desde 20/12/23¹².

Tabla 7. Efectivo mínimo

	2024	2025	2026	2027	2028
Encajes	526.251	957.466	1.319.061	1.601.628	1.918.007
Encajes ARS	451.991	757.596	1.057.002	1.295.175	1.565.415
Encajes USD	74.260	199.870	262.059	306.453	352.592

Fuente: Elaboración propia basada en balances consolidados de Banco Patagonia, expresado en ARS millones.

En el caso del Banco Patagonia, según la tabla 7, la proporción de los encajes se mantuvieron estables durante los últimos 3 años. Sin embargo, lo que sí cambió fue la composición de la integración del efectivo mínimo, ya que el BCRA dio la posibilidad de que el encaje sea remunerado mediante la integración con títulos de deuda y no con encaje no remunerado, como lo son los depósitos en cuenta del BCRA.

¹² Ultima comunicación incorporada del Efectivo Mínimo: “A” 7970 al 22/02/2024

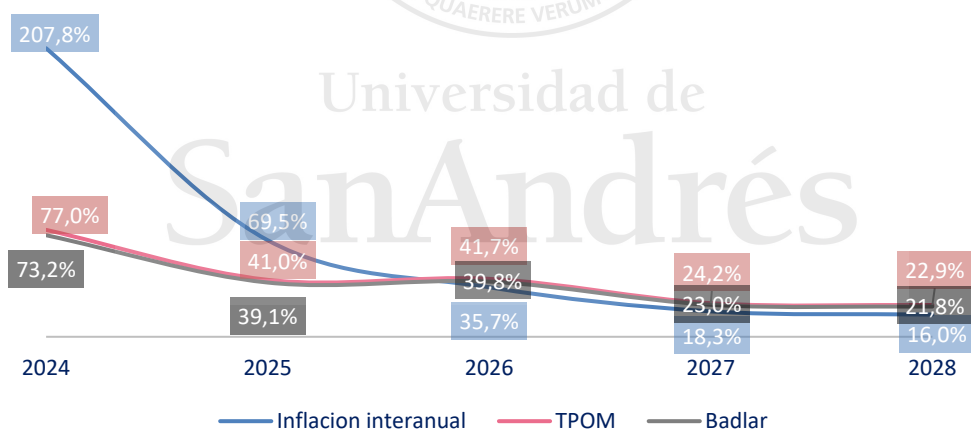
3. Tasa de interés

En un país la política monetaria es importante porque es la herramienta por la cual el Banco Central o la autoridad monetaria maneja la liquidez del sistema y es una de las principales variables endógenas para controlar los niveles de inflación.

La racionalidad que se utiliza para proyectar el nivel de tasas se corresponde con un escenario de estabilidad económica con tasas reales positivas. A tal efecto, se consideró la tasa BADLAR (por su sigla en inglés, Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate) como tasa de referencia dentro del modelo de proyección.

Con lo cual, para proyectar la tasa de interés de referencia, se utilizó como base de información las estimaciones del REM dado que la evolución de esta pasa a ser una tasa real positiva si la comparamos con la inflación proyectada de un año adelante. Luego, para el periodo restante, mantengo la evolución de la tasa real positiva entre 2,5% y 5 puntos por encima de la inflación anual estimada. En el gráfico 20 se encuentra la evolución de las tasas de referencia y la inflación estimada para el periodo en cuestión.

Gráfico 20. Proyección - Tasas BADLAR y Tasa de política monetaria



Fuente: Elaboración propia.

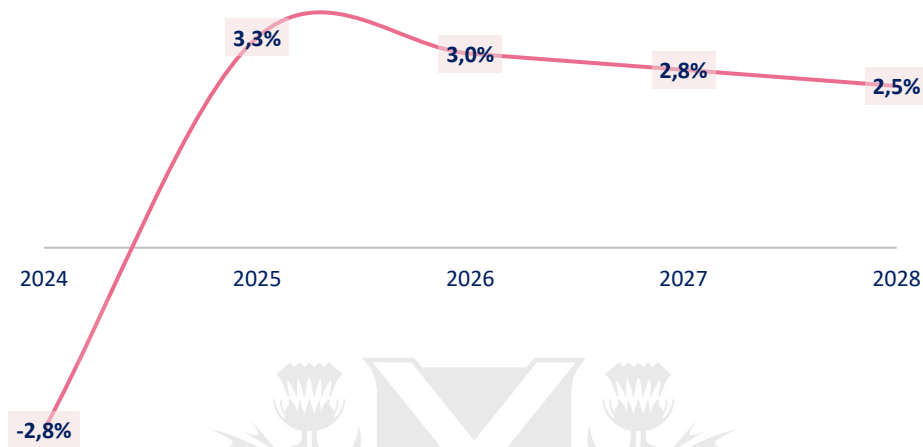
4. Producto bruto interno

El producto bruto interno (PBI) de un país es el valor monetario que representa la producción de bienes y servicios durante un periodo determinado.

Para este parámetro, se tomó como proyección del PBI (gráfico 21) los valores del World Economic Outlook database (FMI, 2023), base de datos del Fondo Monetario Internacional (FMI).

Para el primer año, el FMI proyecta un empeoramiento de la economía tras las reformas que propone el nuevo gobierno de -2,8 puntos por sobre la nulidad, luego estiman una curva de crecimiento que será acompañada, como vimos anteriormente, con una mejora en las tasas reales positivas y un acomodamiento de las cuentas fiscales.

Gráfico 21. Proyección del PBI



Fuente: Elaboración propia.

VI. Proyección de balance

Para desarrollar la valuación del Banco Patagonia se consideró la evolución de los últimos 5 años de las principales líneas de balance de la entidad y las proyecciones de las variables macroeconómicas vistas oportunamente.

La proyección de las líneas de balance se realizó en pesos argentinos y nominales. Adicionalmente, para realizar el cierre de balance ($activo = pasivo + patrimonio\ neto$) se utilizó la línea de títulos públicos, dado que el excedente de liquidez se invertirá a una tasa promedio de la tasa de política monetaria.

El periodo de proyección del balance es de 5 años, partiendo desde diciembre del 2023, y al final del periodo se estimó un valor terminal para darle perpetuidad a los flujos de fondos.

A. Estado de situación patrimonial

Se evaluó, como se mencionó anteriormente, los compuestos del estado de situación patrimonial del Banco Patagonia.

EFFECTIVO Y DEPÓSITOS EN BANCOS

El rubro efectivo y depósitos en bancos fue estimado, en principio, por la relación existente entre los saldos de efectivo mínimo y el saldo final presentado en el balance. Esta relación mantiene casi el 100% de promedio para los años en análisis. Entonces, se consideró que los saldos en efectivo deben mantener una relación similar entre el efectivo mínimo y los saldos de efectivo y bancos.

Luego de analizar el efectivo mínimo, se evaluó cuánto pondera el saldo de efectivo y depósitos en bancos por sobre el total de depósitos. Esa relación se mantuvo estable durante los últimos 3 años al 5%. Con lo cual, ante esa estabilidad, se mantuvo ese ratio para los años en proyección.

Finalizado el análisis de relaciones de los últimos años y tras la estimación de los depósitos (que se verán en el siguiente apartado), la partida de efectivo, se analizó la relación histórica del efectivo sobre el total de depósitos. Esa relación se mantuvo en un 5% promedio durante los últimos 5 años de estudio, con lo cual se mantuvo ese porcentaje para el resto de los años. Por otro lado, el efectivo en la cuenta del BCRA se proyectó mediante las exigencias de requisitos mínimos de efectivo del BCRA, comentada anteriormente. Por último, en la partida “otros” (que se compone en efectivo del país y del exterior), también se trató de mantener la relación histórica frente al total de efectivo. En la tabla 8 se encuentra la proyección de efectivo y depósitos en bancos final.

Tabla 8. Proyección de efectivo y depósitos en bancos

	2024	2025	2026	2027	2028
Efectivo y depósitos en bancos	769.211	1.339.724	1.858.671	2.268.306	2.730.444
Efectivo	216.522	331.513	468.809	579.925	707.583
Encaje en el BCRA	526.251	957.466	1.319.061	1.601.628	1.918.007
Otros	26.439	50.745	70.800	86.753	104.855

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

TÍTULOS PÚBLICOS Y PRIVADOS

Continuando con el análisis del activo, el otro rubro de importancia son los títulos públicos y privados (proyección en la tabla 9).

En los últimos años, los títulos privados del Banco Patagonia tuvieron una baja ponderación sobre el total del rubro, con lo cual el foco se puso en los títulos públicos en pesos argentinos.

En el apartado del sistema financiero se analizó la composición de los títulos públicos en pesos argentinos y letras de liquidez del BCRA representaba un 82%.

Para la proyección de la línea otros títulos de deuda, donde priman las letras de liquidez y operaciones de pase, se consideró que sea el producto que haga el cierre de balance (activo -

pasivo = patrimonio neto). El motivo por el cual se optó realizarlo en esta línea es por el hecho de que los excedentes de liquidez, luego de las colocaciones de préstamos, y la estimación del efectivo mínimo, es aquel excedente que debería rendir determinada tasa, entonces es por ello por lo que el cierre se hará con los títulos públicos.

Los otros rubros tuvieron un incremento promedio de los últimos años. Luego fueron bajando la exposición en títulos para incrementarse en la colocación de préstamos.

Para los títulos en dólares, se tomó la proporción vigente al 2023 expuesto en el anexo L del balance consolidado (Banco Patagonia, 2023) dado que la ponderación sobre el saldo de títulos públicos es menor al 1%.

Tabla 9. Proyección de títulos

Total títulos	2024	2025	2026	2027	2028
Títulos de deuda a valor razonable con cambios en resultados	2.684.621	4.169.475	5.593.838	6.657.724	7.884.239
Instrumentos derivados	3.641	26.861	88.893	156.330	247.604
Otros títulos de deuda	3.420	8.144	18.982	42.345	90.232
Otros títulos de deuda	2.334.603	3.523.408	4.583.131	5.325.139	6.150.926
Activos financieros entregados en garantía	342.957	611.062	902.832	1.133.909	1.395.477

Títulos en USD	2024	2025	2026	2027	2028
Títulos de deuda a valor razonable con cambios en resultados	3.740	55.781	198.705	344.823	533.695
Instrumentos derivados	1.498	22.345	79.598	138.131	213.790
Otros títulos de deuda	2.242	33.436	119.107	206.692	319.905

Títulos en ARS	2024	2025	2026	2027	2028
Títulos de deuda a valor razonable con cambios en resultados	2.684.621	4.759.761	6.405.840	7.645.485	9.083.857
Instrumentos derivados	2.142	4.516	9.295	18.199	33.815
Otros títulos de deuda	3.420	8.144	18.982	42.345	90.232
Otros títulos de deuda	2.338.342	4.169.475	5.593.838	6.657.724	7.884.239
Activos financieros entregados en garantía	340.715	577.626	783.725	927.217	1.075.572

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

PRÉSTAMOS Y OTRAS FINANCIACIONES

Para proyectar el saldo total de préstamos del sector privado no financiero, se realizó una regresión lineal con aprendizaje Scikit-learn¹³, cuyo entrenamiento se basa en el comportamiento y relación del total con el PBI. Sumamos otra variable explicativa al modelo que es la relación del volumen de los depósitos con la evolución de los préstamos. La metodología se encuentra en el anexo del presente documento.

Tras luego estimar la evolución de los préstamos del sector privado no financiero, utilizamos la cuota de mercado del Banco Patagonia al momento de la valuación (diciembre 2023).

Adicionalmente, los productos dentro de la categoría préstamos, se partió desde la misma estructura de negocios que posee el Banco Patagonia a la fecha de valuación. Por lo cual, las proyecciones de los préstamos se basaron en el comportamiento de la evolución de los

¹³ Scikit-learn es una biblioteca de aprendizaje automático para el lenguaje de programación Python.

productos dentro de los préstamos para los últimos años.

De este análisis surgió que la variación del total de préstamos en pesos para el sector privado no financiero (tabla 10) se incrementará un 171% para el primer año de estudio (recordemos que la inflación del 2023 fue del 211%, por lo que en términos reales decreció la cartera de préstamos). Lo mismo sucede para los años subsiguientes, con una posible reducción de inflación, y un crecimiento más estable, los préstamos se van a incrementar un 35% promedio.

Tabla 10. Proyección de préstamos en pesos argentinos

	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028
Préstamos y otras financiaciones	1.805.888	2.746.744	3.816.746	4.725.395	5.837.877
Sector público	7.751	11.789	16.382	20.283	25.059
Sector financiero	112.136	170.563	237.014	293.449	362.545
Sector privado no financiero y residentes en el exterior	1.686.001	2.564.392	3.563.350	4.411.664	5.450.273
Adelantos	487.855	742.047	1.031.146	1.276.669	1.577.277
Documentos	463.724	705.343	980.142	1.213.520	1.499.259
Tarjetas de crédito	384.681	585.116	813.074	1.006.673	1.243.707
Personales	93.987	142.958	198.653	245.954	303.867
Prendarios	21.637	32.911	45.733	56.623	69.955
Hipotecarios	38.696	58.858	81.789	101.264	125.108
Arrendamientos financieros	19.492	29.648	41.199	51.009	63.020
Otros préstamos	172.346	262.145	364.275	451.012	557.208

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

Para el caso de los préstamos en dólares (tabla 11), como ya se mencionó, ponderan poco con respecto al total préstamos otorgados. Es por ello por lo que, en los préstamos en dólares, se proyectó un incremento de tan solo el 1% para visualizar movimientos en estas partidas. El motivo por el cual no se propuso más variación en el crecimiento es por las dificultades que existen en el mercado cambiario.

Tabla 11. Proyección de préstamos en dólares

	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028
Préstamos y otras financiaciones	161.923	246.291	342.246	423.736	523.511
Sector público	-	-	-	-	-
Sector financiero	3.499	5.322	7.396	9.157	11.313
Sector privado no financiero y residentes en el exterior	158.424	240.969	334.850	414.580	512.198
Adelantos	1.777	2.702	3.755	4.649	5.744
Documentos	103.741	157.795	219.271	271.481	335.405
Tarjetas de crédito	10.617	16.149	22.441	27.784	34.326
Personales	-	-	-	-	-
Prendarios	7.085	10.777	14.975	18.541	22.907
Hipotecarios	9.349	14.220	19.761	24.466	30.227
Arrendamientos financieros	-	-	-	-	-
Otros préstamos	25.854	39.325	54.646	67.658	83.589

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

Respecto del riesgo de crédito y los niveles de provisionamiento, se analizó la relación de los últimos años entre lo provisionado y el total de préstamos. Esta relación se mantuvo estable durante los últimos 2 años, en torno a un 1,4% en promedio.

En el balance anual, el Banco Patagonia informa que la estimación de las provisiones por el riesgo

de crédito incorpora la actualización de la información prospectiva *forward looking* en los modelos de NIIF 9¹⁴. Esto es para poder responder a la pandemia del COVID-19 en el entorno macroeconómico y financiero por su nivel de incertidumbre. Estas medidas son para administrar eficientemente sus carteras, realizando un seguimiento diario en las calificaciones crediticias.

Por lo cual, en el marco de estas medidas, se supuso 1,4% de provisiones sobre el total de créditos otorgados (tabla 12). Siendo el mismo nivel de previsión para los años siguientes por la imposibilidad de conocer el grado de incertidumbre económico.

Tabla 12. Proyección de provisiones

	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028
Préstamos y otras financiaciones	1.805.888	2.746.744	3.816.746	4.725.395	5.837.877
Previsión por riesgo de incobrabilidad	-23.612	-35.913	-49.903	-61.784	-76.329

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

Para la proyección del rubro Propiedad, planta y equipo proyectamos su variación de acuerdo con los niveles de inflación de cada año, dado que es un concepto que está relacionado a la variación de los precios de la economía (tabla 13).

Tabla 13. Proyección de propiedad y equipo

	2024	2025	2026	2027	2028
Propiedad y equipo	104.831	322.690	547.068	742.263	878.164

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

OTROS

En este concepto, se encontraron rubros diversos como inversiones en instrumentos de patrimonio, inversiones en subsidiarias, otros activos financieros y otros activos no financieros. Estos rubros representaron tan solo el 3% del total del activo, por eso se decidió mantener ese porcentaje por sobre el total de activos, porque no representaban un peso importante ante la proyección de resultados de la compañía.

Tabla 14. Proyección del rubro otros

	2024	2025	2026	2027	2028
Otros	71.024	218.624	370.641	502.887	594.960

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

¹⁴ NIIF (Normas internacionales de información financiera) o IFRS9 (International Financial Reporting Standard, por sus siglas en inglés) es una norma que se utiliza comúnmente con el objetivo de establecer los principios para la medición de los activos y pasivos financieros.

DEPÓSITOS

La estimación de los depósitos se llevó a cabo con una métrica similar al rubro de los préstamos. Realizamos una regresión lineal (cuya metodología se encuentra en el anexo) midiendo la relación entre el PBI y depósitos del sector privado no financiero. Además, sumamos como variable explicativa al modelo el saldo de los préstamos.

Luego, para determinar los depósitos proyectados del Banco Patagonia utilizamos la cuota de mercado de estos sobre el total de los depósitos del sector privado no financiero.

Se llegó al resultado de que, para el primer año, siguiendo en línea con la variación del 2023, los depósitos en pesos argentinos (tabla 15) se incrementarán aproximadamente un 102%, variación menor que la inflación del mismo año. Esto es debido al freno económico que se está estimando para el 2024. Luego de este año, para los subsiguientes, continuamos relacionando a los valores del PBI, llegando a una variación promedio anual del 37%.

Tabla 15. Proyección de depósitos en pesos argentinos

	2024	2025	2026	2027	2028
Depositos	3.341.189	5.115.633	7.234.278	8.948.928	10.918.835
Sector Público no Financiero	229.782	350.462	491.370	604.187	732.798
Otras Entidades financieras	29.595	23.837	33.263	40.762	49.271
Sector Privado no Financiero y Residentes en el exterior	3.081.812	4.741.334	6.709.646	8.303.980	10.136.766
Depositos	3.499.591	5.865.779	8.183.963	10.028.048	12.120.410
Cuentas corrientes	287.682	482.194	672.759	824.352	996.353
Cajas de ahorro	1.358.361	2.276.794	3.176.594	3.892.373	4.704.520
Plazo fijo e Inversiones a plazo	1.642.171	2.752.496	3.840.296	4.705.626	5.687.460
Intereses y ajustes	141.329	236.886	330.505	404.977	489.476
Otros	70.047	117.409	163.809	200.720	242.601

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

La desagregación de los depósitos se realizó en función del promedio de los últimos 3 años con respecto al total. Por ejemplo, el caso de los depósitos en cuentas corrientes tuvo un promedio, sobre el total, del 8% y para el caso de plazos fijos estuvo en torno al 47%.

El caso de los depósitos en dólares (tabla 16) se basó en los saldos del Anexo L de los estados consolidados (Banco Patagonia, 2023) y se supuso una participación promedio del 18% de los últimos años del saldo total de los depósitos en ARS para los años proyectados. Esto es debido al bajo volumen de depósitos en moneda extranjera.

Tabla 16. Proyección de depósitos en dólares

	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028
Depositos	428.423	1.153.094	1.511.881	1.767.996	2.034.185
Sector público no financiero	10.625	28.596	37.494	43.845	50.446
Otras entidades financieras	20	54	70	82	95
Sector privado no financiero y residentes en el exterior	417.779	1.124.445	1.474.317	1.724.068	1.983.644

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

OTROS PASIVOS FINANCIEROS

La proyección de este rubro (tabla 17) fue evaluado y proyectado mediante su evolución por sobre el total de depósitos. Como resultado, se estimó que la partida será de un 13% del total de los depósitos.

Tabla 17. Proyección de otros pasivos financieros

	2024	2025	2026	2027	2028
Otros pasivos financieros	549.616	913.991	1.275.205	1.562.546	1.888.573

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

OBLIGACIONES NEGOCIABLES EMITIDAS

El saldo de las obligaciones negociables está asociado a deudas emitidas por una de las subsidiarias que tiene el banco, GPAT Compañía financiera S.A.

La emisión de estas obligaciones negociables tiene el fin de darle sustentabilidad al negocio de los préstamos prendarios.

Con lo cual, evaluando la evolución de los préstamos prendarios del banco, se llevó esa misma correlación a la necesidad de cobertura por préstamos prendarios otorgados por el lado de GPAT y las posibles emisiones de deuda (tabla 18).

Tabla 18. Proyección de otros pasivos financieros

	2024	2025	2026	2027	2028
Obligaciones negociales emitidas	14.492	14.731	16.902	20.885	32.549

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

PATRIMONIO NETO

La proyección del patrimonio neto se realizó en el rubro ajuste de capital, ya que el capital social y los aportes no capitalizados no tuvieron variación durante los años anteriores al análisis, y no se cambió porque se entendió que mantendrán la misma estrategia de estructura. Por lo cual, se asumió que no se realizarán emisiones de capital, y los resultados del periodo serán los que se proyectan y analizan en el siguiente apartado.

Por otro lado, para el rubro que se mencionó, se supuso una variación ajustada por inflación. En la tabla 19 se expone la estimación del patrimonio neto.

Tabla 19. Proyección del patrimonio neto

	2024	2025	2026	2027	2028
Capital social	719	719	719	719	719
Aportes no capitalizados	217	217	217	217	217
Ajustes al capital	559.045	870.024	1.118.366	1.282.174	1.446.293
Resultado del ejercicio	541.872	728.847	1.029.396	1.313.110	1.604.313
Total Patrimonio Neto	1.101.854	1.599.808	2.148.698	2.596.221	3.051.542

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

B. Estado de resultados

INGRESOS FINANCIEROS

El resultado por ingresos financieros proviene de dos fuentes principales. Una son los resultados por devengamiento o compra y venta de títulos públicos, y la otra corresponde a la tasa de interés de los préstamos otorgados.

Para el caso de los resultados de títulos públicos, hemos visto que gran parte de la cartera de títulos estaba compuesta por las letras de liquidez. Estas letras están sujetas a la tasa de política monetaria, por lo cual, como ya se estimó, el resultado por estas especies será por la tasa de política monetaria.

Asimismo, para el resto de los activos de la cartera de títulos del banco, suponemos un spread positivo sobre la tasa de referencia del mercado, dado que la rentabilidad de una cartera de inversión se debe comparar con una tasa de referencia del mercado.

Tabla 20. Proyección del resultado de títulos

Resultados Títulos	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028
Títulos de deuda a valor razonable con cambios en resultados	1.157.562	1.379.619	1.830.022	1.734.129	1.551.551
Instrumentos derivados	494	498	3.673	13.934	27.631
Otros Títulos de Deuda	802	1.403	3.399	8.302	19.368
	1.062.660	1.377.718	1.822.950	1.711.893	1.504.552

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

Por el lado de los préstamos, la evolución de las tasas del total de los préstamos promedio se encuentra en un 68%. Siendo que, para el primer año, la cartera estaría devengando una tasa del 69% mientras que, para el fin del periodo en análisis, culmina la cartera devengando una tasa del 62%.

Luego, cada producto en su particularidad llevó una tasa distinta que ha sido evaluada en función de la relación que tuvo con la tasa de política monetaria. Con lo cual, tras la proyección de esta, se trató de continuar esa relación para todos los productos.

Tabla 21. Proyección del resultado de préstamos

	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028
Préstamos y otras financiaciones	1.211.496	1.887.033	2.465.420	3.007.352	3.571.989
Sector público	5.199	8.453	11.653	14.302	17.152
Sector financiero	73098	118802	163751	200983	242558
Sector privado no financiero y residentes en el exterior	1.133.198	1.759.777	2.290.016	2.792.066	3.312.279
Adelantos	326.177	530.285	731.016	897.220	1.076.004
Documentos	248.131	402.156	553.634	679.580	815.542
Tarjetas de crédito	324.705	420.873	450.615	524.313	591.416
Personales	97.122	172.124	237.938	294.711	355.393
Prendarios	8.334	14.994	21.444	27.771	34.319
Hipotecarios	8.665	15.540	22.199	28.707	35.488
Arrendamientos financieros	20.141	34.033	47.565	59.666	72.325
Otros préstamos	99.924	169.773	225.606	280.097	331.792

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

EGRESOS POR INTERESES

La proyección de egresos por intereses se realizó sobre los rubros depósitos. Las partidas que resultan del pago de intereses son las cajas de ahorro, cuentas corrientes y plazo fijos.

Los egresos por plazo fijo representaron el 70% de los resultados para los últimos años.

Luego, con respecto a la proyección de la tasa, se utilizó como referencia la tasa de las letras de liquidez y la relación con la tasa BADLAR. El motivo que llevó a realizar este supuesto es que entre muchas de las medidas que el BCRA divulga está la imposición de tener una tasa mínima de rentabilidad y que esté sujeta a la rentabilidad de las tasas de política monetaria.

Luego de ese análisis, se observó que, durante los años anteriores, había tenido una relación estrecha con la tasa de política monetaria, por lo que se trató de mantener esa misma relación.

Por último, los egresos generados por las cuentas de cajas de ahorro y cuentas corrientes estaban muy por debajo de las tasas de referencia, por consiguiente, se mantuvo la última tasa implícita para ambos productos. En la tabla 22 se muestran los resultados por egresos de interés.

Tabla 22. Proyección de los resultados por egresos de interés

	2.024	2.025	2.026	2.027	2.028
Cajas de ahorro	259.820	435.493	607.602	744.513	899.856
Plazo fijo e inversiones a plazo	877.625	1.061.344	1.342.154	1.436.416	1.450.269
Otros	61.002	102.248	142.657	174.802	211.275
	1.198.448	1.599.086	2.092.414	2.355.731	2.561.400

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

INGRESO Y EGRESOS POR COMISIONES

En esta sección se proyectaron los resultados, por el lado de los ingresos, provenientes de tarjetas (crédito y débito), paquetes de productos, depósitos, entre otros. Por el lado de los egresos, los resultados se dieron por recaudaciones, vinculadas con títulos de deuda, entre

otros.

Por lo que la proyección de estas partidas (tabla 23) se hizo tomando en consideración el crecimiento promedio con respecto a la inflación promedio de dichos periodos.

Tabla 23. Proyección de los resultados por comisiones

	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos por comisiones	119.378	190.447	248.877	294.444	341.555
Egresos por comisiones	- 45.349 -	- 72.347 -	- 94.544 -	- 111.854 -	- 129.750
Resultado neto por comisiones	74.028	118.100	154.333	182.590	211.805

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

INGRESOS OPERATIVOS

Esta línea del estado de resultados está compuesta por rubros volátiles como “diferencias de cotización de oro y moneda extranjera”, o los “cargos por incobrabilidad”.

El primer paso para estimarlo fue conocer la relación que tiene el total de los ingresos operativos por sobre el total activo y se encontró una relación ínfima, casi del 1%, que no guarda relación con valores de inflación o algún otro parámetro representativo. Con lo cual, se proyectó para este resultado un 1% por sobre el total de activo (tabla 24).

Tabla 24. Proyección de los ingresos operativos

	2024	2025	2026	2027	2028
Ingresos operativos	243.374	472.857	758.648	1.085.380	1.527.768

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

IMPUESTOS A LAS GANANCIAS

Para el impuesto a las ganancias, se asumió una alícuota del 15% anual para los resultados del periodo.

De todos modos, es importante mencionar que se encuentra vigente la ley 27.468. Esta ley determinó, mediante una reforma tributaria, que la alícuota del pago del impuesto a las ganancias del 35% se reduzca al 15% para los ejercicios iniciados en el 2018 y luego 2019, para finalizar el 2020 con una alícuota del 25%¹⁵. Sin embargo, fuimos conservadores ante el

¹⁵ “La ley N° 27.468 estableció que la aplicación del ajuste por inflación impositivo de la Ley de Impuesto a las Ganancias, tendrá vigencia para los ejercicios que se inicien a partir del 1° de enero de 2018 cuando, para el primer, segundo y tercer ejercicio, la variación del Índice de Precios al Consumidor (IPC), calculada desde el inicio hasta el cierre de cada uno de esos ejercicios, supere un cincuenta y cinco por ciento (55%), un treinta por ciento (30%) y un quince por ciento (15%), respectivamente”. (Banco Patagonia, 2023, p.

impacto de la alícuota y mantuvimos una alícuota del 35%.

Sin embargo, adicional a la reducción de la alícuota de ganancias, se volvió a implementar el impuesto por el pago de dividendos o utilidades que sean distribuidos por los resultados de las compañías.

Es por este motivo por el que, en los periodos de análisis, la carga tributaria por ganancias y distribución de dividendos es semejante al 35%.

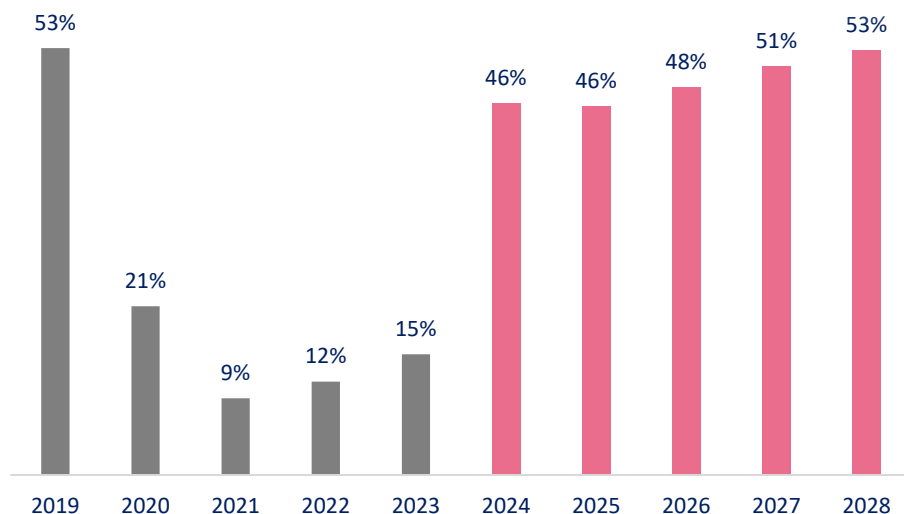
RESUMEN DE LOS RESULTADOS OBTENIDOS

Como ya se mencionó, el estado de resultado representa la gestión financiera del balance. Por lo cual, se muestra la proyección del ROE y el coeficiente de eficiencia de los años previos y años proyectados del banco para corroborar que la proyección realizada no distorsiona los resultados.

En el gráfico 23 se ve una mejora en el ratio para el primer año de proyección después de un 2020 con dificultades económicas y pandemia de por medio. La recuperación costó, pero luego, el ratio se mantendrá en torno al 53% promedio volviendo a valores del 2019.

La diferencia que hay con el ratio que ya se mencionó resulta de la información presentada ante el BCRA versus información pública a los inversores (balance público). Esto se debe a que la información que recibe el BCRA se basa en regímenes informativos, que pueden ser rectificadas meses posteriores.

Gráfico 22. Evolución del ROE



Fuente: Elaboración propia.

VII. Metodología de valuación

El método de valuación que se utilizó es el método de descuento de flujos de fondos del accionista¹⁶. Considerando que para el caso de valuación de una entidad financiera se debe asumir que los fondos libres de utilización (luego de las exigencias de capital y los requerimientos adicionales) serán distribuidos entre los accionistas.

Por esto, para determinar el flujo de fondos del accionista se estimó y proyectó la responsabilidad patrimonial computable, los requerimientos mínimos de capital (activos ponderados por riesgo) y los requerimientos adicionales.

$$FCFE = RPC - \text{Requerimiento mínimo de capital}$$

Una vez obtenidos los flujos de fondos, se estimó la tasa de descuento para el cálculo del costo del capital.

Por último, se evaluó el resultado obtenido y se lo comparó con otro de los métodos más utilizados, que es el de valuación por comparables. Para esta valuación se consideraron apropiados los múltiplos de:

- Precio/Valor libro, o *Price to book value – P/BV*;
- Precio/beneficio, o *rice to earning – P/E*;
- Precio/cuota de mercado.

Comparar sobre sí mismo sería en vano, por lo tanto, se utilizaron estos 3 múltiplos y se seleccionaron 4 bancos distintos del mercado para evaluar si realmente el Banco Patagonia se encuentra sobrevalorado o subvaluado.

A. Supuestos generales

- El horizonte temporal de la proyección se corresponde con la duración estimada dadas las condiciones macroeconómicas actuales y las características del plan de negocios quinquenal de la compañía. Se ha considerado un horizonte temporal definido desde el 1 de enero de 2024 hasta el 31 de diciembre de 2028 y a partir de allí se consideró un valor terminal bajo la premisa del negocio en marcha.
- Cierre de ejercicio: la fecha de cierre de ejercicio considerada fue 31 de diciembre de cada año.

¹⁶ Free Cash Flow to the Equity (FCFE), por su sigla en inglés.

- El balance se proyectó en pesos argentinos.

B. Cálculo del costo del capital

En este apartado se estima la tasa de descuento que se aplicó a los flujos de fondos proyectados del accionista.

Para su estimación, se utilizó el modelo de valuación de activos de capital¹⁷. Dicho modelo analiza la relación de riesgo que mantiene un activo con el riesgo sistémico.

El modelo presume una serie de supuestos sobre el comportamiento de los mercados.

- Modelo estativo y no dinámico. Esto implica que, ante una decisión, será tomada en cuenta solo por el periodo de análisis.
- Adversidad al riesgo. Los inversores precisan ante un mayor riesgo, más rentabilidad.
- La rentabilidad se corresponde con una distribución normal. La idea es la optimización de resultados.
- Expectativas homogéneas. Todos los inversores tienen la misma información.
- Existe una tasa libre de riesgo, que los inversores utilizan para colocar o tomar fondos.

Por último, el costo de oportunidad del capital propio se realizó con base en los estados proyectados en moneda pesos y la tasa de descuento se determinó con esa base para que fuese consistente la valuación.

$$Ke = rf + \beta * (rm - rf) + \text{Riesgo País}$$

Donde:

Ke = costo de capital.

Rf = *risk free*, rentabilidad libre de riesgo.

β = Beta¹⁸.

¹⁷ CAPM, *Capital asset pricing model*, por sus siglas en inglés.

¹⁸ Volatilidad sistémica de la compañía respecto del mercado. Por ejemplo, si Bando Patagonia tiene un Beta de 1,1 respecto al S&P Merval, significará que Bando Patagonia se mueve un 10% más de lo que lo hace S&P Merval. Es decir, si el S&P Merval sube un 10%, Bando Patagonia subirá un 11%.

$(rm-rf)$ = prima de riesgo de mercado.

Riesgo país = Es el evento probabilístico de que un estado se vea imposibilitado de cumplir con sus obligaciones financieras

A continuación, se expresan los supuestos que se mantuvieron tras el armado de los parámetros:

- Tasa libre de riesgo (Rf): para esta tasa se consideró la tasa de rendimiento de un US Bond a 10 años.

$$Rf = 3,8\%$$

- Beta (β): este parámetro se estimó siguiendo una serie de pasos para el cálculo. En principio, se seleccionó el S&P500, como índice de mercado, luego se buscó la serie histórica de precios de dos bancos locales que posean ADRs¹⁹, para aplicar el método de cálculo de betas por comparables. El paso siguiente fue analizar los rendimientos diarios de cada una de las acciones de las entidades que seleccionamos como comparables con respecto al rendimiento diario del S&P500 para los últimos 10 años.

El cálculo del β se realizó mediante un código armado en Python que se encuentra adjunto en el en el anexo del presente documento. El resultado de las sentencias se muestra en la tabla 25 donde finalmente avanzamos con tomar el beta promedio de los comparables.

Tabla 25. Beta

Banco	Beta
Banco Galicia	1,26
Banco Macro	1,19
β promedio	1,23

Fuente: Elaboración propia.

- La prima de riesgo de mercado es la diferencia entre la rentabilidad de mercado y la rentabilidad de un activo libre de riesgo. Esto representa aquel rendimiento adicional que espera el inversor por asumir riesgos.

Para la prima de riesgo, se tomó en cuenta la rentabilidad promedio anual del S&P500

¹⁹ American Depositary Receipt: son certificados de depósitos de acciones no listadas para cotizar directamente en EE.UU.

para el periodo 2013-2023 y la tasa libre de riesgo previamente expuesta, determinando que la prima sea:

$$Rm - Rf = 11\% - 3,8\%$$

$$Rm - Rf = 7,2\%$$

- El riesgo país para Argentina se consideró al EMBI²⁰ a diciembre 2023 para que refleje el riesgo argentino.

A raíz de esto, surge la tasa de descuento, como se muestra en la tabla 26.

Tabla 26. Tasa de descuento.

Tasa libre de riesgo - US10Y	3,8%
Beta	1,23
Prima de riesgo	7,2%
Riesgo país	1.906
Tasa de descuento	31,70%

Fuente: Elaboración propia

- Finalmente, dado que el análisis del factor de descuento corresponde a tasas en dólares, realizamos el cambio a una tasa en pesos corrigiendo por inflación basada en argentina y por supuesto, de estados unidos para cada año de valuación. Los factores de descuento son los siguientes:

Tabla 27. Tasa de descuento real.

Factor de descuento ajustado por inflación	2024	2025	2026	2027	2028
Tasa de descuento en USD	31,7%	31,7%	31,7%	31,7%	31,7%
Inflacion esperada Argentina	208%	70%	36%	18%	16%
Inflacion esperada EEUU	3%	3%	3%	3%	3%
Tasa en ARS	293%	116%	73%	51%	48%
Factor de descuento	25%	21%	19%	19%	14%

Fuente: Elaboración propia

²⁰ Emerging Markets Bonds Index o Indicador de Bonos de Mercados Emergentes) es el principal indicador de riesgo país y está calculado por JP Morgan Chase

c. Determinación de los flujos de fondos

Para la determinación de los flujos de fondos, se debían estimar los fondos libres de utilización que se distribuirán entre los accionistas. En el apartado 4 se detallaron los conceptos para la determinación del flujo.

Por esto, la estimación de la responsabilidad patrimonial neta y los requerimientos adicionales son preponderantes para la estimación de los flujos. Por supuesto, en el presente trabajo se asume que los fondos que excedan a lo exigido serán distribuidos entre los accionistas.

RESPONSABILIDAD PATRIMONIAL NETA (RPC)

Como ya se mencionó la RPC son los fondos disponibles para suplir los riesgos que se exponen los bancos. De acuerdo con lo expuesto, para calcularlo se siguió la siguiente expresión:

$$RPC = PNB + PNC$$

Los conceptos deducibles están asociados, entre otros, a partidas pendientes de imputación, activos intangibles, llaves de negocio, participaciones en otras entidades financieras, entre otros.

Para la estimación de los conceptos por deducir, se evaluó primeramente qué dedujo el Banco Patagonia en los últimos informes de Disciplina de Mercado. Inicialmente, las deducciones del capital uno se originó en los rubros “otros activos intangibles”, “saldos a favor por aplicación del impuesto a la ganancia mínima” y “saldos a favor provenientes de activos por impuestos diferidos”. Con lo cual, para el caso de los activos intangibles, se utilizó la línea que se proyectó para la partida de activos.

En cambio, el caso de los impuestos diferidos se entendió que se debe al diferimiento del pago de ganancias por la distribución de dividendos.

A los fines del presente trabajo, se supuso que el pago de ganancias diferidas estaba dentro de la alícuota de ganancias y se dedujo sobre el resultado neto del periodo.

ACTIVOS PONDERADOS POR RIESGO (APR)

La exigencia de los bancos a que integren capital es en función a los 3 tipos de riesgos: crédito, mercado y operacional.

Por el lado de la exigencia del riesgo de crédito, se establece que la exigencia mínima sea calculada mediante la siguiente expresión:

$$CRC = (k * 0,08 * APRC) + INC$$

Donde:

K: el factor vinculado a la calificación asignada por la SEFyC, no se informa en los balances ni en la disciplina de mercado, con el valor asignado por *default* es 1,03.

INC: para la proyección se supuso que no realiza inversiones significativas en empresas.

APRC: como se presentó en el apartado 4, se tomaron para el cálculo los parámetros: a)

A: activos computables / exposiciones, b) P: ponderador de riesgo, en tanto por uno;

$$APRC = A * p$$

Es la exposición de riesgos de crédito y cada exposición tiene asociado un ponderador asignado por el BCRA. Sin embargo, a los fines del presente trabajo, por falta de información y simplicidad, se tomó el 100% de los créditos otorgados para el cálculo del APR por riesgo de crédito.

La exigencia por riesgo de mercado se estimó mediante su relación con el total exigido con la RPC. Esto se debió a que no se contaba con la metodología de cálculo y los supuestos para el armado del modelo del valor al riesgo²¹. Lo mismo se supuso para la exigencia también por riesgo operacional, y se evaluó su relación con la RPC.

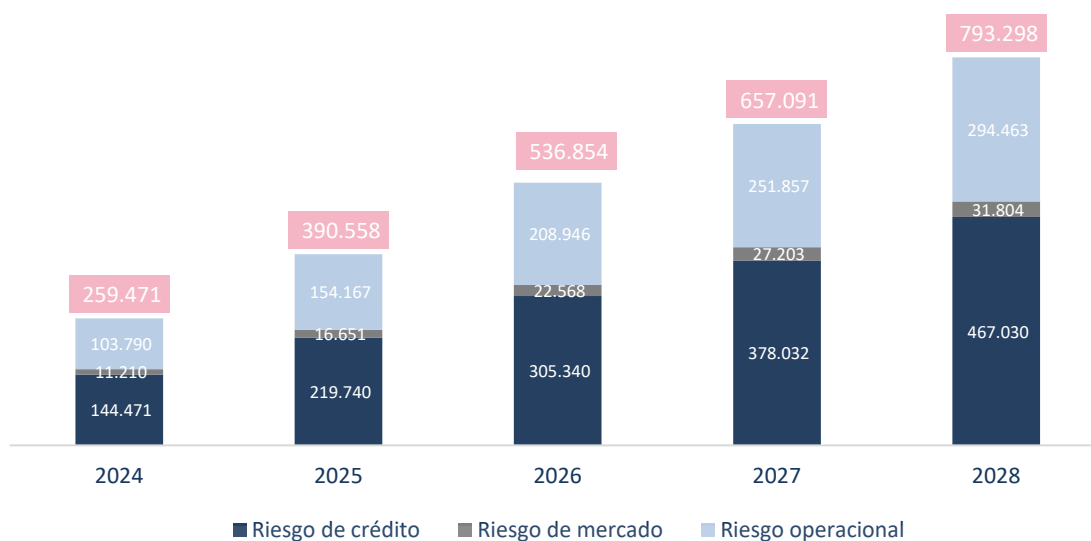
Adicionalmente de las exigencias de capitales mínimos y ajustes por riesgo, se sumó el requisito adicional de capital para la distribución de dividendos que se compuso por un margen del 2,5%.

Se agregó también el 1% para bancos que son considerados con importancia sistémica. El motivo por el cual se hizo así fue porque el Banco Patagonia se encuentra dentro del ranking de préstamos y depósitos entre el banco décimo y treceavo, respectivamente.

En el gráfico 24, se expone la evolución de los APR calculados.

²¹ VaR, por sus siglas en inglés, *Value at risk*.

Gráfico 23. Evolución los activos ponderados por riesgo



Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

Luego de estimar las variables, se obtuvo el flujo de fondos libres para el accionista, que se detalla en la tabla 28.

Tabla 28. Proyección del flujo de fondos libres para el accionista

	2024	2025	2026	2027	2028
Capital ordinario (CON1)	1.079.903	1.604.058	2.174.022	2.620.494	3.063.796
PN contable	1.079.903	1.604.058	2.174.022	2.620.494	3.063.796
Conceptos deducibles del capital ordinario de nivel 1	6.304	10.255	14.231	17.389	20.909
Activos intangibles	6.304	10.255	14.231	17.389	20.909
CAPITAL A INTEGRAR (RPC)	1.073.599	1.593.803	2.159.790	2.603.104	3.042.887
Integración (RPC)	1.073.599	1.593.803	2.159.790	2.603.104	3.042.887
Exigencia total como % APRs	8%	8%	8%	8%	8%
APRs	3.243.390	4.881.971	6.710.675	8.213.641	9.916.220
Exigencia total de los riesgos	259.471	390.558	536.854	657.091	793.298
Capital mínimo como % de APRs	8%	8%	8%	8%	8%
Buffer de conservación de capital	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Adicional por importancia sistémica	1%	1%	1%	1%	1%
Exigencia total	372.990	561.427	771.728	944.569	1.140.365
Integración RPC	1.073.599	1.593.803	2.159.790	2.603.104	3.042.887
Fondos libres para distribuir (RPC - exigencia total)	700.609	1.032.376	1.388.063	1.658.536	1.902.522

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

D. Valor Terminal

Para la estimación del valor terminal, se tuvo en cuenta la siguiente fórmula:

$$VT = \frac{FF_{t+5} * (1 + g)}{Ke - g}$$

Donde:

VT = valor terminal.

FF_{t+5} = flujo de fondos del último año de proyección.

Ke = costo del capital.

g = tasa de crecimiento.

El valor que faltaba estimar era la tasa de crecimiento. Para este caso, se tomó como base la siguiente fórmula para determinar el valor de g .

$$g = (1 + r_{real}) * (1 + \pi_e)$$

Donde:

r_{real} = tasa de crecimiento real esperada. Para dicho cálculo se evaluaron las proyecciones de inflación contra la evolución del PBI estimada por el FMI. Con lo cual, dicha tasa resultó del 2,5%

π_e = Inflación proyectada. Esta tasa fue la tasa del último año proyectado que se sitúa en un 16% para el 2028.

Una vez calculados los flujos de fondos del accionista, el valor terminal y la tasa de descuento se procedió a realizar la valuación del Banco Patagonia.

Al día de la fecha de valuación, el 31 de diciembre de 2023, el capital bursátil del Banco Patagonia ascendió en \$ 434.363.723.148. Cantidad de acciones en circulación (719.145.237 VN) por el precio de la acción (\$604) al 31 de diciembre del 2023, equivalente en dólares al tipo de cambio a la fecha (808.45) a USD 537 millones.

La valuación que realizamos a la misma fecha de cierre que el valor bursátil de la compañía

resultó de ARS 1.982.749 millones, equivalente en dólares al tipo de cambio a la fecha USD 808.45 en USD 2.452 millones.

Es decir, nuestra valuación resulta superior que el valor de mercado, por lo que estaría subvaluada.

En la tabla 29 se detalla la valuación.

Tabla 29. Detalle de la valuación del Banco Patagonia (FCFE)

Valuación - Método de descuento de flujo de fondos del accionista	
TC	\$ 808,48
Valor presente del valor terminal - ARS millones	\$ 724.927
Valor presente FCFE - ARS millones	\$ 1.257.822
Valor del paquete accionario - ARS millones	\$ 1.982.749
Valor del paquete accionario - USD millones	USD 2.452
Valuación - Precio de mercado	
Cant de acciones - VN millones	719
Precio por acción en ARS	\$ 604
Precio de mercado del paquete accionario - ARS millones	\$ 434.364
Precio de mercado del paquete accionario - USD millones	USD 537
Conclusión:	
El precio de mercado se encuentra por debajo del valor del paquete accionario medido por el método de descuento de flujo de fondos del accionista.	

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

E. Valuación por múltiplos de mercado

Por último, en lo que se refiere a la valuación por múltiplos, el valor se determinó en función del precio de los activos con negocios similares. Para este caso, se tomaron otros bancos que cotizan en mercado para realizar la comparación.

La idea de utilizar este tipo de valuación fue por las similitudes de negocio, de estructuras y operación bajo el mismo mercado. Sin embargo, para poder valorar a la compañía mediante esta metodología se tuvieron en cuenta dos supuestos fundamentales: a) los precios de mercado están estandarizados y b) las compañías son similares para poder realizar la comparación.

Los múltiplos que se utilizaron fueron:

- Precio beneficio o *Price to earnings* – (P/E)

$$\frac{P}{E} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{Beneficio por acción}}$$

El beneficio por acción se calcula:

$$\text{Beneficio por acción} = \frac{\text{Resultado neto}}{\text{Acciones en circulación}}$$

- Precio valor libro o *Price to Book Value* – (P/BV)

$$\frac{P}{BV} = \frac{\text{Precio por acción}}{\text{PN por acción}}$$

Donde PN por acción se calcula:

$$\text{PN por acción} = \frac{\text{Patrimonio neto}}{\text{Acciones en circulación}}$$

De tal manera, los bancos que fueron seleccionados para la elaboración de los múltiplos fueron Galicia, Banco Macro y Supervielle.

Comenzamos el análisis con el valor libro de las entidades y su promedio con respecto al Banco Patagonia. Entonces, considerando el valor libro de nuestro banco en cuestión, llegamos a un valor de libro de \$434.364 millones y aplicando el promedio de nuestros comparables, el valor mediante este método debería ser de \$574.517 millones. En conclusión, en este caso también el valor del paquete accionario medido por el múltiplo *Precio valor libro* sería mayor que el precio del paquete accionario valuado a precio de mercado.

Tabla 30. Datos para valuar mediante el método de múltiplos

ARS millones	Patagonia	Galicia	Macro	Supervielle
Precio por acción	\$ 604	\$ 1.677	\$ 782	\$ 782
Acciones en circulación	719	1474	639	445
Patrimonio neto (PN)	\$ 570.712	\$ 1.653.969	\$ 2.044.164	\$ 269.647
PN por acción	\$ 794	\$ 1.122	\$ 3.197	\$ 606
Precio Valor libro (P/BV)	0,76 x	1,49 x	0,24 x	1,29 x
Promedio Precio Valor libro (P/BV)	1,01 x			
Precio de mercado del paquete accionario medido por P/BV - ARS millones	\$ 574.517			
Precio de mercado del paquete accionario medido por P/BV - USD millones	USD 711			

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

Luego de realizar el cálculo de los múltiplos a valor libro, continuamos con el método *Price to earning*.

Tabla 31. Datos para valuar mediante el método de múltiplo

ARS millones	Patagonia	Galicia	Macro	Supervielle
Precio por acción	\$ 604	\$ 1.677	\$ 782	\$ 782
Acciones en circulación	719	1474	639	445
Resultado neto	\$ 110.090	\$ 282.787	\$ 627.472	\$ 44.351
Beneficio por acción	\$ 153	\$ 192	\$ 981	\$ 100
Precio beneficio (P/E)	3,95 x	8,74 x	0,8 x	7,85 x
Promedio Precio beneficio (P/E)	5,8 x			
Precio de mercado del paquete accionario medido por P/E - ARS millones	\$ 638.155			
Precio de mercado del paquete accionario medido por P/E - USD millones	USD 789			

Fuente: Elaboración propia, expresado en ARS millones.

Para este método, el Banco Patagonia presenta una valuación tomando el promedio de sus comparables (5.8x) de \$ 638.155 millones.

En conclusión, ambos múltiplos utilizados arrojaron una que el banco aún tiene recorrido de valorización con respecto a sus pares. Entendemos que aun sus competidores nacionales, impactados por la coyuntura del país, también les reste crecimiento de valorización. Pero, sin embargo, si comparamos su valor de mercado con respecto a sus pares regionales, o inclusive de países desarrollados, vemos que técnicamente y con las condiciones adecuadas, tienen mucho potencial de valorización.

VIII. Conclusión

El desempeño en dólares de las acciones argentinas ha sido el peor en los últimos años. Durante el 2018, luego de las elecciones, tuvo una caída del 50%. En 2019 la caída fue menor, sin embargo, las acciones sufrieron un 13% de pérdida de valor y del 12% a diciembre de 2020. Por lo cual, la desvalorización que sufrieron las empresas argentinas, en términos de dólar, devino de la incertidumbre política y macroeconómica, sumada la pandemia por COVID-19. Sin embargo, pese a esta pérdida de valor, el rebote post pandemia y apertura de las economías a nivel global se ve ese crecimiento del 33% y 40% recuperando gran parte de lo perdido. Sin embargo, la incertidumbre política del 2023 no logró captar la valorización de las empresas argentinas.

Tabla 32. Merval en dólares y el delta anual

MERVAL en USD				
Fecha	Merval ARS	TC	Merval Usd	▲
29/12/2023	929.704	808,5	1.150	0,8%
30/12/2022	202.085	177,1	1.141	40,4%
30/12/2021	83.500	102,8	813	33,5%
31/12/2020	51.226	84,2	609	-12,5%
31/12/2019	41.671	59,9	696	-13,2%
31/12/2018	30.293	37,8	801	-50,0%
31/12/2017	30.065,61	18,8	1.602	

Fuente: Elaboración propia

Pese a la coyuntura negativa de los últimos años, la gestión de balance que presentó Banco

Patagonia demuestra que ha mantenido un negocio rentable con una estructura sólida e indicadores de gestión que lo acompañan. Por lo tanto, lo posicionan en un buen lugar para captar las oportunidades de mercado y comenzar a ubicarse dentro de los mejores bancos privados de Argentina.

El principal objetivo del trabajo fue estimar el valor de Banco Patagonia al 31 de diciembre del 2023 mediante método de descuento de flujo de fondos del accionista.

La resolución de los flujos se basó en el excedente de los requerimientos mínimos de capital y se descontó con una tasa de descuento basada en el método de fijación de precios de activos de capital (CAPM).

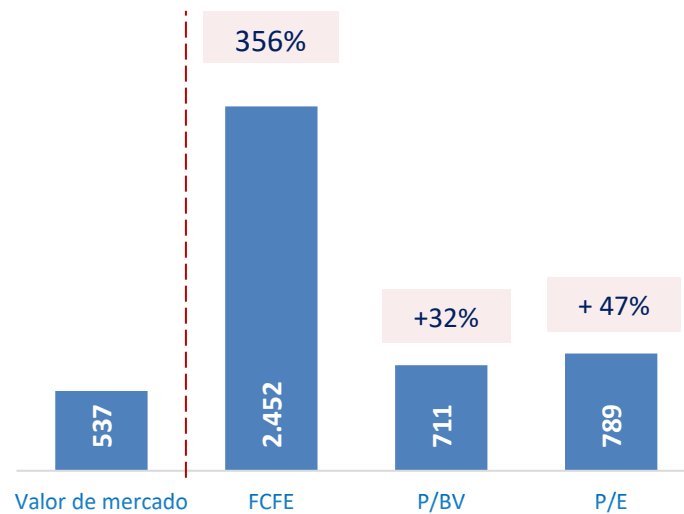
De acuerdo con la metodología del CAPM fue necesario estimar el beta de mercado para el Banco Patagonia y los bancos seleccionados como comparables. Además, se utilizó como representativo a la tasa libre de riesgo, un bono del tesoro estadounidense a 10 años (*US10Y*).

Por último, para la prima de riesgo de mercado, se consideró el rendimiento del S&P 500 de los diez años anteriores a la fecha de valuación menos la tasa libre de riesgo.

Finalmente, se introdujeron, como métodos alternativos de valuación, los múltiplos valor libro y beneficio neto para evaluar la entidad.

Como resultado de las valuaciones, el método por flujo de fondos se encuentra muy por encima de la valuación de mercado y múltiplos.

Gráfico 24. Valuación del paquete accionario del Banco Patagonia



Fuente: Elaboración propia, expresado en USD millones.

Se considera que la diferencia que trae aparejado el flujo de fondos devendría por la pérdida de valor de las acciones en dólares. Sin embargo, el valor de mercado alcanzado tiene la proyección de recuperar el valor perdido por las mejoras en las perspectivas económicas y su desvalorización.

Por consiguiente, las expectativas de crecimiento económico, la reducción de los niveles de inflación y pronta recuperación económica tras los conflictos políticos y económicos que viene atravesando argentina generarían un impacto positivo para el crecimiento del rubro bancario.

IX. Bibliografía

Libros y publicaciones:

- Allen, F. Brealey, R. Myers, S. (2006). Principios de finanzas corporativas. Berlin: Mc Graw Hill
- Artana, D. (30 de octubre de 2019). Terminó la campaña, llegó la hora de la consistencia.
Cronista. <https://www.cronista.com/columnistas/Termino-la-campana-llego-la-hora-de-la-consistencia-20191030-0047.html>
- Castagniaro, L. (2019). *Valuación de Grupo Supervielle*. [Tesis de Maestría en Finanzas publicada]. Universidad de San Andrés.
- Damodaran, A. (2002). *Investment valuation, Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2nd ed., Wiley Financial.
- Damodaran, A. (2009). *Valuing Financial Service Firms*. Stern Business School, New York University, New York
- FELABAN. (2021). *Informe Económico Bancario Trimestral N° 21*.
<https://felaban.s3-us-west-2.amazonaws.com/publicaciones/Informe%20Econ%C3%B3mico%20Bancario%20Trimestral%20No%202021.pdf>
- Filgueira, F. (2015). *Valuación del Banco Francés*. [Tesis de Maestría en Finanzas publicada]. Universidad de San Andrés.
- INDEC. (2018). *¿Qué es el índice de precios al consumidor? Cobertura nacional*. Buenos Aires.
- International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards, Comité de Supervisión Bancaria de Basilea (Julio de 1988). Todos los documentos del Comité de Basilea mencionados en este documento están disponibles en el web site del BPI.
<http://www.bis.org>.
- Instituto Interamericano para el Desarrollo Económico y Social (INDES). (2012). *La Realidad Macroeconómica. Política monetaria y cambiaria*. INDES.
- López, V. M. (2018). *Valuación de Banco Macro*. [Tesis de Maestría en Finanzas publicada]. Universidad de San Andrés.
- Nieto, F. (2017). *Valuación del Banco Patagonia*. [Tesis de Maestría en Finanzas publicada]. Universidad de San Andrés.
- Pusseto, L. (2018). Sistema financiero y crecimiento económico: Un misterio sin resolver. *Palermo Business Review 1*.
<https://www.palermo.edu/economicas/cbrs/pdf/1Business04.pdf>

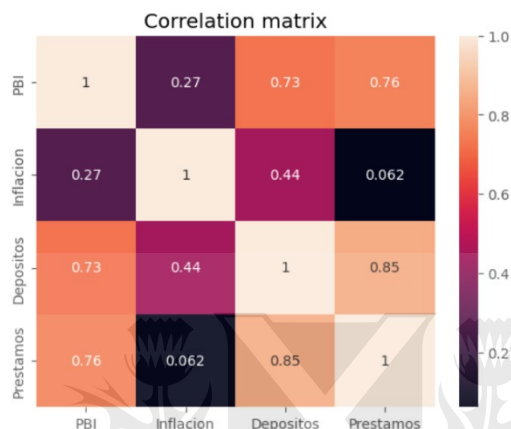
Documentos Financieros

- Banco Patagonia. (2023). *Estados Financieros Consolidados Condensados Intermedios al 30 de septiembre de 2023. Junto con los informes de los auditores independientes y de la Comisión Fiscalizadora.*
https://www.bancopatagonia.com.ar/relacionconinversores/espanol/docs/info_fi_nanciera_gestion/estados_contables/20230930_EEFF.pdf
- Banco Patagonia (febrero 2024) *INFORME DE RESULTADOS al 31 DE DICIEMBRE DE 2023,*
https://www.bancopatagonia.com.ar/relacionconinversores/espanol/docs/info_fi_nanciera_gestion/estados_contables/20231231_Informe_de_resultados.pdf
- Banco Patagonia. (s.f.) Historia.
<https://www.bancopatagonia.com.ar/institucional/banco-patagonia/historia.php>
- BCRA. (2023). *Informe de Política Monetaria.*
<https://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/IPOM1023.asp>
- BCRA. (2023). *Errores de pronóstico del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM).*
<http://www.bcra.gov.ar/Pdfs/PublicacionesEstadisticas/210531%20Errores%20de%20pron%C3%B3stico%20del%20REM.pdf>
- BCRA (s.f.a). *Información sobre entidades financieras.*
http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Entidades_financieras.asp
- BCRA (s.f.b). *Objetivos y planes.*
https://www.bcra.gob.ar/Institucional/Objetivos_y_Planes.asp
- FMI (2021). *World Economic Outlook.*
<https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/03/23/world-economic-outlook-april-2021>

X. Anexo metodológico

PROYECCIÓN DE LOS DEPÓSITOS Y PRESTAMOS EN RELACIÓN CON EL PBI

La proyección se realizó mediante una regresión lineal utilizando matrices como en scikitlearn. Los datos que trabajamos en el modelo son a precios constantes, quitándole el efecto de inflación. Luego del entrenamiento de la estimación, evaluamos la matriz de covarianzas entre las posibles variables intervinientes del modelo:



Tras analizar dicha matriz, los resultados obtenidos tanto para los depósitos como para préstamos son los siguientes:

Universidad de
San Andrés

Tabla a. OLS Regression - PRESTAMOS

OLS Regression Results

```

=====
Dep. Variable:          y      R-squared:                0.751
Model:                 OLS    Adj. R-squared:           0.740
Method:                Least Squares  F-statistic:              67.77
Date:                  Wed, 28 Feb 2024  Prob (F-statistic):      2.65e-14
Time:                  10:32:52    Log-Likelihood:          -337.49
No. Observations:     48        AIC:                     681.0
Df Residuals:         45        BIC:                     686.6
Df Model:              2
Covariance Type:      nonrobust
=====

```

```

=====
              coef      std err          t      P>|t|      [0.025      0.975]
-----
const      -1612.1318    442.469     -3.643     0.001    -2503.311    -720.953
Depositos    0.3409         0.073      4.663     0.000         0.194         0.488
PBI         0.0031         0.001      3.758     0.000         0.001         0.005
=====

```

```

=====
Omnibus:            0.246    Durbin-Watson:           1.524
Prob(Omnibus):     0.884    Jarque-Bera (JB):        0.362
Skew:              -0.154    Prob(JB):                 0.834
Kurtosis:          2.706    Cond. No.                 7.33e+06
=====

```

Notes:

- [1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.
- [2] The condition number is large, 7.33e+06. This might indicate that there are strong multicollinearity or other numerical problems.

Tabla b. OLS Regression – Depósitos

OLS Regression Results						
Dep. Variable:	y	R-squared:	0.693			
Model:	OLS	Adj. R-squared:	0.679			
Method:	Least Squares	F-statistic:	50.78			
Date:	Wed, 28 Feb 2024	Prob (F-statistic):	2.89e-12			
Time:	10:36:48	Log-Likelihood:	-362.22			
No. Observations:	48	AIC:	730.4			
Df Residuals:	45	BIC:	736.1			
Df Model:	2					
Covariance Type:	nonrobust					
	coef	std err	t	P> t	[0.025	0.975]
const	-669.4965	837.053	-0.800	0.428	-2355.408	1016.415
Prestamos	0.9556	0.205	4.663	0.000	0.543	1.368
PBI	0.0026	0.002	1.730	0.090	-0.000	0.006
Omnibus:	8.905	Durbin-Watson:	1.794			
Prob(Omnibus):	0.012	Jarque-Bera (JB):	9.504			
Skew:	1.059	Prob(JB):	0.00863			
Kurtosis:	2.485	Cond. No.	8.28e+06			

Notes:

- [1] Standard Errors assume that the covariance matrix of the errors is correctly specified.
- [2] The condition number is large, 8.28e+06. This might indicate that there are strong multicollinearity or other numerical problems.

CÁLCULO DE BETA

Utilizamos Python para la estimación de dicho calculo dado que posee una sentencia que permite calcular la relación entre diversos indicadores.

Como primer paso, descargamos la información de los precios diarios y calculamos los retornos un día versus otro para luego impactarlos en una tabla intermedia.

Adjuntamos código de trabajo:

```
In [1]: import numpy as np
from scipy.optimize import minimize
#import pandas_datareader.data as web
import matplotlib.pyplot as plt
import statsmodels.api as sm
import pandas as pd
import math
from scipy import stats

path_1 = 'C:/Users/Julietta Enriquez/Desktop/Tesis - Valuacion BP/Calculo de Beta/Serie SP500 & ADRs.xlsx'
Datosbancos=pd.read_excel(path_1)

infodiariaSP500=Datosbancos['SP500'].values
infodiariaGGAL=Datosbancos['GGAL'].values
infodiariaBMA=Datosbancos['Macro'].values

RiskFree=-0.038 #(US10Y) Dado que La Risk Free es constante para todo el periodo, el promedio es el mismo.
RiskFreeD=0.038/252
```

```
In [2]: #uso La funcion definida antes

def Rendimientos(Listaprecios):
    rendimiento=[]
    for j in range(1,len(Listaprecios)):
        rendimiento.append(Listaprecios[j]/Listaprecios[j-1]-1)
    return rendimiento
```

```
In [3]: #Calculo rendimientos
RendSP500=Rendimientos(infodiariaSP500) #SP500
RendGGAL=Rendimientos(infodiariaGGAL) #Galicia
RendBMA=Rendimientos(infodiariaBMA) #Macro
```

```
In [4]: #Calculo de las primas de riesgo

PRSP500=[]
for r in range(1,len(RendSP500)):
    PRSP500.append(RendSP500[r]-RiskFreeD)
PRGGAL=[]
for r in range(1,len(RendGGAL)):
    PRGGAL.append(RendGGAL[r]-RiskFreeD)
PRBMA=[]
for u in range(1,len(RendBMA)):
    PRBMA.append(RendBMA[u]-RiskFreeD)
```

```
In [5]: ##Calculamos el Beta del modelo de CAPM para los 4 activos

(betaGGAL, alphaGGAL, r_valueGGAL, p_valueGGAL, std_errGGAL) = stats.linregress(PRSP500, PRGGAL)
print('El Beta de Banco Galicia sobre S&P500 es:', betaGGAL)
(betaBMA, alphaBMA, r_valueBMA, p_valueBMA, std_errBMA) = stats.linregress(PRSP500, PRBMA)
print('El Beta de Banco Macro sobre S&P500 es:', betaBMA)

El Beta de Banco Galicia sobre S&P500 es: 1.2608128944224875
El Beta de Banco Macro sobre S&P500 es: 1.199893906149011
```