



UNIVERSIDAD NACIONAL DE CÓRDOBA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
ESCUELA DE GRADUADOS EN CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN DIRECCIÓN DE NEGOCIOS

TRABAJO FINAL DE APLICACIÓN

“Valuación de una Entidad de Servicios Financieros”

Autor: Francisco Gonzalo Guillén

Tutor: MBA Cra. Carla Lubrina

Córdoba

2014



Valuación de una Entidad de Servicios Financieros por Francisco Gonzalo Guillén se distribuye bajo una [Licencia Creative Commons Atribución 4.0 Internacional](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).



Agradecimientos

Ya finalizado el trabajo final de aplicación es muy importante reconocer y agradecer a quienes ayudaron de una u otra manera para que esto fuera posible.

Y como no comenzar a agradecer a uno de los pilares de esto, mi familia, quienes siempre estuvieron apoyando con su consejo, su palabra y su compañía, por eso para cada uno de ellos, un inmenso e infinito gracias.

A mis amigos de la vida, quienes entendieron la etapa que estaba transitando y solo ofrecieron más de su amistad para empujarme hacia este objetivo.

A mis amigos de la maestría, especialmente a Javier, Cecilia, Daniela y Lucia, con quienes compartimos tantas tardes de debate y tarea haciendo fuerza el uno por el otro para que avanzáramos en este desafío.

A Diego Criado, una gran docente, colega y gran amigo, quien con su aporte agrego valor a este trabajo.

Y finalmente a Carla Lubrina, mi tutora, compañera de cátedra y amiga, quien con su planificación, observaciones y aportes solo hizo que este trabajo ganara calidad.

A todos, sinceramente muchas gracias, hicieron que pudiera cerrar una etapa muy linda, realmente hicieron que lo transitara con felicidad.



Índice

PRESENTACION DEL PROYECTO	- 5 -
Introducción	- 8 -
Capítulo 1: Métodos de Valuación	- 9 -
1.1 Método de Flujo de Fondos	- 9 -
1.2 Diferentes Medidas de Flujos de Fondos.....	- 9 -
1.3 Costo del Capital	- 12 -
1.4 La valuación en los mercados emergentes	- 21 -
1.5 Análisis de sensibilidad.....	- 22 -
Capítulo 2: La empresa – TARJETA ALEGRÍA S.A.	- 25 -
Historia.....	- 25 -
Descripción del negocio	- 27 -
Servicios brindados	- 28 -
Estructura organizacional.....	- 33 -
Análisis de Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades (DAFO)	- 34 -
CAPITULO 3: Análisis de la información Financiera - TARJETA ALEGRÍA S.A.....	- 36 -
3.1 Análisis vertical y horizontal de los estados contables	- 36 -
3.2 Datos históricos.....	- 36 -
3.3 Análisis vertical.....	- 38 -
3.4 Análisis horizontal	- 42 -
3.5 Análisis económico-financiero	- 44 -
CAPITULO 4: Confección del flujo de fondos proyectado	- 47 -
4.1 Estimación de los rubros que componen el flujo de fondos.....	- 47 -
Capítulo 5: Determinación del Costo de Capital	- 53 -
5.1 La Tasa Libre de Riesgo en Argentina.....	- 53 -



5.2 Prima de riesgo de mercado ($R_m - R_f$)	- 54 -
5.3 Beta (β).....	- 55 -
5.4 Determinación del costo de capital – Modelo CAPM	- 57 -
Capítulo 6: Cálculo del Valor de la empresa	- 58 -
Capítulo 7: Análisis de sensibilidad	- 59 -
7.1 Escenario Optimista	- 59 -
7.2 Escenario Pesimista.....	- 62 -
Bibliografía	- 67 -



PRESENTACION DEL PROYECTO

I. Definición del problema

Considerando la intención de los dueños de vender la firma, el presente trabajo tiene por finalidad determinar un valor razonable para TARJETA ALEGRÍA S.A.

II. Marco Teórico

La teoría se enmarca dentro de las Finanzas Corporativas, específicamente en lo que es la Valuación de Empresas.

Si bien los activos de la empresa tienen por si solos un valor económico, lo importante para realizar una valoración es determinar los flujos de fondos futuros que dichos activos puedan generar.

III. Metodología

Existen diferentes métodos para determinar el valor de una empresa, pero en el caso de la valuación de TARJETA ALEGRÍA, se aplicará el método de flujos de fondos descontados (Discounted Cash-Flow) con la estimación de la tasa de costo de capital.

Para desarrollar el método de flujos de fondos descontados, será necesario:

- ✓ Analizar la información histórica de TARJETA ALEGRÍA publicada en sus estados contables y determinar tendencias útiles para la estimación de los flujos de fondos futuros. Además, se deben analizar factores críticos como lo son sus clientes, comercios adheridos, competidores y el contexto en general.
- ✓ Estudiar el contexto en el cual la empresa está inmersa, esto significa investigar sobre la situación económica, financiera y política del sector al que pertenece y del país en general. Lo anterior, será información determinante que servirá de base para realizar las estimaciones de los flujos de fondos.



- ✓ Proyectar los flujos de fondos de la empresa según determinantes analizados.
- ✓ Determinar el costo de capital de la empresa, es decir, el rendimiento requerido por los accionistas.
 - El costo del capital propio se determinará por el método CAPM (Capital Asset Pricing Model).
- ✓ Descontar los flujos de fondos obtenidos por la tasa de costo de capital de la empresa, determinando así el valor actual de dichos flujos, siendo éste el valor de mercado de TARJETA ALEGRÍA.
- ✓ Realizar un análisis de sensibilidad y escenarios a los efectos de determinar las variables que impactan significativamente en el valor ante modificaciones de las mismas.

IV. Objetivos del trabajo

Objetivo General:

Determinar el valor de mercado de la empresa TARJETA ALEGRÍA S.A. para que sea de utilidad al momento de la toma de decisiones tanto de sus propietarios como de sus inversores, lo cual será sustentado por la aplicación de la metodología que actualmente se esgrime en el mercado. Como objetivo implícito, se determinará la situación actual de la empresa y de su entorno económico.

Objetivos Particulares:

- ✓ Determinar la tasa de costo de capital de la empresa según el nivel de riesgo al cual está expuesta.
- ✓ Proyectar los flujos de fondos de la empresa, de acuerdo a estimaciones de crecimiento del contexto económico en el cual se encuentra.
- ✓ Sensibilizar los resultados para tener más información sobre variables críticas y contar con más elementos determinantes para la correcta toma de decisiones.



V. Límites o Alcance del trabajo

Los límites de este trabajo se circunscriben al campo de las Finanzas Corporativas, específicamente a la determinación del valor justo de TARJETA ALEGRÍA S.A., una empresa emisora de tarjetas de crédito.

VI. Organización del trabajo

El presente trabajo de aplicación consta de 8 capítulos:

- Introducción
- CAPITULO 1: Métodos de Valuación
- CAPITULO 2: La empresa – TARJETA ALEGRÍA S.A.
- CAPITULO 3: Análisis de la información Financiera - TARJETA ALEGRÍA S.A.
- CAPITULO 4: Confección del flujo de fondos proyectado
- CAPITULO 5: Determinación del Costo de Capital
- CAPITULO 6: Cálculo del Valor de la empresa
- CAPITULO 7: Análisis de Sensibilidad
- CAPITULO 8: Conclusiones
- Bibliografía



Introducción

Según la Real Academia Española, “*Valorar*” es reconocer, estimar o apreciar el valor o mérito de alguien o algo, esto aplicado en el ámbito de las finanzas será estimar el valor de una empresa.

En cuanto a los motivos o razones que justifican la valoración de una empresa, encontramos los siguientes:

- ✓ Fusiones y adquisiciones.
- ✓ Enajenación o liquidación de un derecho de participación en la empresa.
- ✓ Para fines distintos a la venta (operaciones financieras e información a los interesados).

Aquí es necesario y oportuno realizar una diferenciación entre valor y precio, ya que la determinación del primero debe estar basada en una metodología, mientras que el segundo se obtiene con la incorporación de la subjetividad en el análisis. Por esto afirmamos que, la diferencia entre el valor y el precio, es la negociación.

Respecto a la valoración de una empresa, que realiza sus actividades en el mercado Argentino, el desafío será trabajar con factores y escenarios que plantea una economía emergente a saber: inestabilidad económica, riesgo país, difusión de información limitada, mercado de capitales y de adquisiciones subdesarrollados, entre otros.

Por lo expresado anteriormente, el presente trabajo final de aplicación tiene por finalidad determinar el valor razonable de una empresa de servicios financieros líder en emisión de tarjetas de crédito, la cual a través de dicha emisión brinda a sus usuarios una amplia gama de servicios como lo son el financiamiento de compras, el otorgamiento de préstamos personales, el servicio de recarga a celulares, seguros y la posibilidad de adherir débitos automáticos entre otros.



Capítulo 1: Métodos de Valuación

1.1 Método de Flujo de Fondos

Una empresa debe ser valorada por la corriente de flujos de fondos que generen sus activos, para lo cual se debe determinar la medida de dichos flujos de fondos a utilizar y la tasa apropiada para cada flujo según el riesgo del mismo.

Según el método general, el valor de una empresa se representa como:

$$V = \frac{FF_1}{(1+K)} + \frac{FF_2}{(1+K)^2} + \frac{FF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{FF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Donde:

V = Valor de la empresa

FF_n = Flujos de fondos generados por la empresa en el año n

K = Tasa de descuento apropiada para el riesgo de los flujos de fondos

VR_n = Valor Residual de la empresa en el año n

1.2 Diferentes Medidas de Flujos de Fondos

Respecto a las diferentes medidas del flujo de fondos, tenemos las siguientes: *free cash flow*, *capital cash flow* y *equity cash flow*. Para cada una de estas medidas de flujo, se corresponde una tasa de descuento según el riesgo de dicho flujo en cuestión.

Cabe aclarar que, para confeccionar los flujos de fondos se parte de información contable (Estado de Resultados), siendo necesario realizar ajustes a la misma para obtener información financiera (flujo). Esto es así porque la contabilidad registra movimientos por el método de lo devengado, y como consecuencia podrían existir al cierre de los estados contables partidas que no signifiquen salidas reales de fondos (Por ejemplo: inventarios comprados pero no pagados).

En resumen, para obtener un flujo de fondos se necesita determinar el dinero entregado y recibido efectivamente.



Medida de flujo de fondo y tasa de descuento apropiada:

FLUJO DE FONDOS	TASA DE DESCUENTO APROPIADA
<i>Free Cash Flow</i>	WACC (costo promedio ponderado del capital)
<i>Capital Cash Flow</i>	WACC antes de impuestos
<i>Equity Cash Flow</i>	Ke (rendimiento requerido por los accionistas)

Free cash flow

El free cash flow es el flujo de fondos generado por las operaciones de la empresa, sin tener en cuenta el financiamiento (deuda financiera). Como todo flujo, es después de impuestos y se corresponde con el dinero disponible luego de cubrir la reinversión en activo fijo y necesidades operativas de fondos.

EBIT

- ✓ **Impuestos s/EBIT**
- + **Depreciación y amortización**
- + **Δ en el capital de trabajo**
- + **Δ en los activos fijos**

Free cash flow (FCF)

Tal como se mencionara anteriormente, la tasa de descuento apropiada es el WACC (*Weighted Average Capital Cost*), que es el costo promedio de los componentes de la estructura de capital.

$$WACC = K_e * E/V + K_d * D/V * (1 - t)$$

Donde:

WACC = Costo promedio ponderado de capital

K_e = Costo del capital propio/accionario (rendimiento requerido por accionistas)

K_d = Costo efectivo de la deuda

t = tasa impositiva (impuesto a las ganancias)

V = Valor total de la empresa ($V = D + E$)

D/V = participación de la deuda en el valor total de la empresa

E/V = participación del capital en el valor total de la empresa



El free cash flow, como flujo no tiene en cuenta el beneficio fiscal de los intereses de la deuda, lo cual debe ser corregido en la tasa WACC incluyendo dicho efecto fiscal (se multiplica el costo de la deuda $-K_d$ por $(1 - t)$).

Capital cash flow

El capital cash flow es el flujo de fondos para los inversores, estos son los proveedores de deuda y accionistas. En definitiva, es la suma de los flujos de fondos para acreedores y accionistas.

Dividendos

+ *Intereses*

+ Δ *Deuda*

Capital cash flow (CCF)

También podemos expresarlo como:

$$\mathbf{Capital\ cash\ flow = FCF + Intereses * t}$$

En este caso, observamos que los flujos de fondos incluyen el beneficio fiscal generado por el endeudamiento, por lo cual dicha protección fiscal debe ser excluida de la tasa de descuento. De lo anterior se tiene que la tasa a utilizar será:

$$\mathbf{WACC\ antes\ de\ impuestos = K_e * E/V + K_d * D/V}$$

Equity cash flow

El equity cash flow es el flujo de fondos para los accionistas, es el flujo residual una vez que se han pagado intereses e impuestos:

EBIT

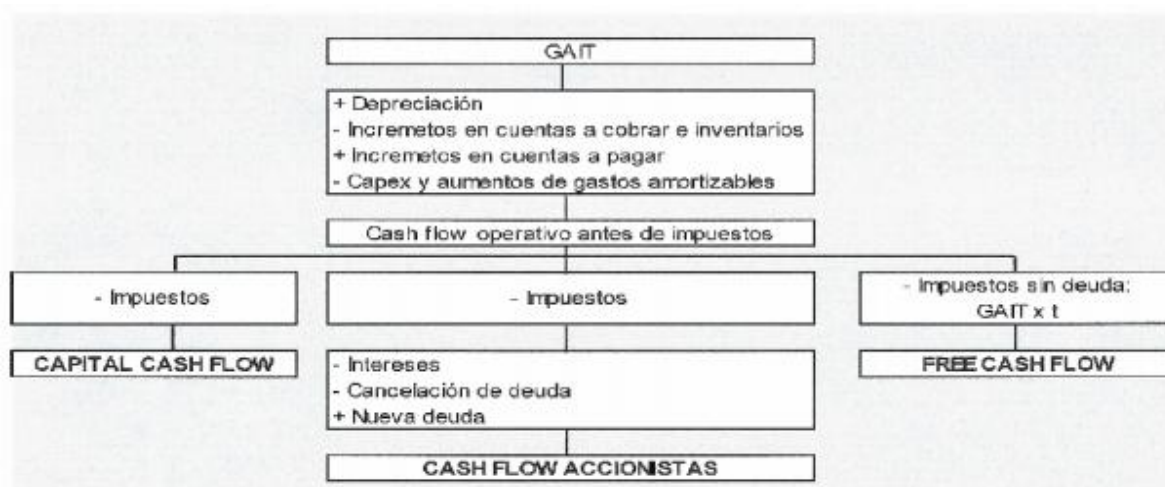
- ✓ **Impuestos s/EBIT**
- + **Depreciación y amortización**
- + **Δ en el capital de trabajo**
- + **Δ en los activos fijos**
- ✓ **Intereses**
- + **Δ en la Deuda**

Equity cash flow (ECF)

Para descontar el equity cash flow, la tasa apropiada es la del costo de capital propio, ya que representa el rendimiento requerido por los accionistas.

Como nota final referente a las diferentes medidas de flujos de fondos (*FCF*, *CCF* y *ECF*), si se descuenta cada uno de ellos por la tasa apropiada, se obtendrá el mismo resultado.

Diferentes medidas del cash flow



Fuente: Dunrauf, G. "Finanzas Corporativas: Un enfoque latinoamericano", 2010. Figura 4.7

1.3 Costo del Capital

Para realizar la valuación de una empresa, según la metodología, se dice que los flujos de fondos estimados deben ser descontados por la tasa apropiada. Dicha tasa es el Costo del Capital, y representa el rendimiento mínimo requerido por los accionistas.



Como sus principales características se puede mencionar que:

- ✓ Se trata de un costo marginal, o sea, es el costo de obtener un peso adicional de capital.
- ✓ Depende del uso que se hace de él y representa el costo de oportunidad de una alternativa de riesgo comparable.
- ✓ Representa el costo de los fondos provistos por los acreedores y los accionistas.

La determinación del costo de capital de una empresa, es posible realizarla según dos alternativas a saber:

- 1- WACC (*Weighted Average Capital Cost*)
- 2- CAPM (*Capital asset pricing model*)

1.3.1 WACC (Weighted Average Capital Cost)

Siendo que el WACC se determina a partir de la estructura de capital de la empresa, el costo de capital será una ponderación del costo de sus componentes. Como generalmente las estructuras de las empresas están compuestas por deuda y capital propio, el costo de capital será una ponderación de los rendimientos requeridos para compensar a acreedores y accionistas.

Para determinar el WACC, se parte del balance general de la empresa, en donde se estudia su estructura de financiamiento para determinar el costo de cada uno de sus componentes y la participación de cada uno en el total.

Entonces:

$$WACC = K_e * E/V + K_d * D/V * (1 - t)$$

Donde:

WACC = Costo promedio ponderado de capital

K_e = Costo del capital propio/accionario (rendimiento requerido por accionistas)

K_d = Costo efectivo de la deuda

t = tasa impositiva (impuesto a las ganancias)

V = Valor total de la empresa (V= D + E)

D/V = participación de la deuda en el valor total de la empresa

E/V = participación del capital en el valor total de la empresa



Consideraciones importantes a tener en cuenta:

- ✓ El K_e se debe ajustar por la tasa impositiva (t), ya que los intereses de la deuda son deducibles a efectos fiscales.
- ✓ Se debe tomar el costo marginal de la deuda, o sea, la tasa de interés para deudas nuevas.
- ✓ El valor total de la empresa ($V = D + E$), se debe calcular a valores de mercado. Puede que en casos particulares coincida el valor de mercado con el valor en libros, pero siempre debe utilizarse el primero.

En caso de que la empresa no cotice en bolsa, se deberán estimar sus valores.

1.3.1.1 Costo de la Deuda

El valor de mercado de la deuda, será igual al valor presente de los cupones de interés y amortización, o sea, el valor presente de los flujos que genera la deuda.

$$D = \frac{C_1}{(1 + Kd)} + \frac{C_2}{(1 + Kd)^2} + \frac{C_3}{(1 + Kd)^3} + \dots + \frac{C_n + Amort}{(1 + Kd)^n}$$

Donde:

D = Valor de mercado de la deuda

Kd = Costo efectivo de la deuda. Si bien es una tasa de costo, se calcula como el rendimiento al vencimiento (RAV)

C = Cupón de intereses

$Amort$ = Amortización de la deuda (en este caso se ejemplifica bajo una deuda amortizable por sistema americano)



1.3.1.2 Costo de Capital Propio

El costo de capital propio, es el costo de obtener una unidad adicional de capital propio, sea internamente (a través de las utilidades retenidas) o externamente (emitiendo acciones comunes)¹.

Los métodos para estimar el costo de las acciones (costo de capital propio) son:

- *El CAPM (Capital asset pricing model)*
- *El Modelo de valuación de los dividendos*

CAPM (Capital asset pricing model)

El modelo de valoración de activos financieros, Capital Asset Pricing Model (CAPM) fue introducido por Jack L. Treynor, William Sharpe, John Litner y Jan Mossin, basado en trabajos anteriores de Harry Markowitz sobre la diversificación y la Teoría Moderna de Portfolio.

El método postula que, en un mercado competitivo, la prima por riesgo de un activo es proporcional a su Beta. De esta afirmación podemos concluir que:

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

Donde:

K_e = Costo de capital propio

β = Beta de las acciones de la empresa

R_f = Tasa libre de riesgo

R_m = Rendimiento de mercado

$(R_m - R_f)$ = Prima de riesgo de mercado

Los supuestos sobre los que se basa el modelo CAPM son:

- ✓ Los mercados de capitales son eficientes: haciendo referencia a que la información estará disponible en todo momento.
- ✓ Todos los inversores tienen aversión al riesgo y exigirán un premio por ese mayor riesgo al que están expuestos.

¹ Dunrauf, G. L. (2010) Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano



- ✓ Los inversores tienen las mismas expectativas sobre la distribución de los rendimientos futuros y sobre la volatilidad de todos los activos
- ✓ No hay impuestos, ni costos de transacción, ni restricciones para prestar o tomar préstamos a la tasa libre de riesgo.
- ✓ Todos los inversores tienen el mismo horizonte temporal.

Modelo de valuación de los dividendos

Aquí el modelo supone que la empresa distribuirá dividendos que crecerán a una tasa constante en el futuro.

$$K_e = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Donde:

K_e = Costo de capital propio

D_1 = Dividendo del año 1

P_0 = Precio actual de la acción

g = Tasa de crecimiento de los dividendos

1.3.2 CAPM (Capital asset pricing model)

En el apartado anterior, se mencionaba que este modelo (CAPM), se utiliza para calcular el costo de capital propio y además, se afirmaba que la prima por riesgo de un activo es proporcional a su Beta. Para ese caso mencionado, la Beta utilizada deberá ser la Beta de las acciones.

Ahora bien, dicho modelo puede utilizarse también para determinar el costo de capital de la empresa como un todo, por lo cual, para llegar a dicho resultado debemos utilizar la Beta de los activos de la empresa. Aquí tendremos:

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

Donde:

K_e = Costo de capital propio

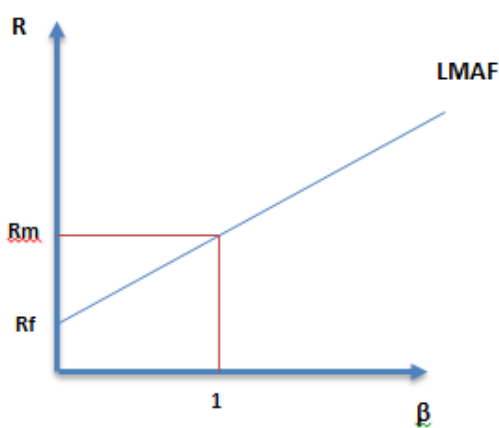
β = Beta de los activos de la empresa

R_f = Tasa libre de riesgo

R_m = Rendimiento de mercado

$(R_m - R_f)$ = Prima de riesgo de mercado

Representación gráfica del modelo:



El CAPM expresa que el rendimiento esperado de un activo depende de:

- ✓ El valor puro del dinero a través del tiempo (R_f)
- ✓ La recompensa por correr el riesgo sistemático ($R_m - R_f$)
- ✓ El monto de riesgo sistemático (β)²

Tasa libre de riesgo (risk-free rate)

La tasa libre de riesgo es el retorno de un activo o cartera de activos que no tiene riesgo de default. La mejor estimación sería el rendimiento de una cartera cuya correlación con el mercado sea nula³.

En un activo libre de riesgo, se entiende que no existe riesgo de impago y que no existen desvíos alrededor del rendimiento esperado si se mantiene el activo hasta el vencimiento⁴.

2 Ross, S., Westerfiel, R. & Jordan, B. (2010). "Fundamentos de finanzas corporativas", p. 425

3 Análisis de Acciones (Instituto Argentino de Mercado de Capitales, 1998)

4 Dumrauf, G. (2010). "Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano", p. 242

En este sentido, (Pereiro, 2000) postula que la llamada tasa libre de riesgo es la piedra basal del modelo; es la renta mínima que brinda una inversión “segura”, por ejemplo, un bono emitido por un país de economía sólida, como los EE.UU. Sin embargo, hay más de una alternativa de tasas a elegir⁵:

- ✓ Usar los T-bills, o sea, la tasa de los bonos de la Tesorería americana de corto plazo.
- ✓ Usar los T-bills para el primer año y estimar tasas a futuro (forward rates).
- ✓ Usar los T-bonds, o sea, la tasa de bonos de la Tesorería americana de largo plazo.

Prima de Riesgo de Mercado (market risk premium)

La prima de riesgo de mercado no existe como tal, es una expectativa matemática. En realidad, es lo que “esperan ganar” los inversores por correr un riesgo mayor que el que correrían en una inversión libre de riesgo.

En cuanto al horizonte temporal que debe utilizarse para calcular el retorno de mercado, la ventaja de utilizar series largas es que contienen información de un gran número de períodos, lo que amortigua el impacto de shocks ocasionales. Por el contrario, su desventaja es que en la última parte de la serie pueden haberse producido cambios importantes, que no se reflejen en los promedios.

La posibilidad de utilizar medias geométricas o aritméticas, sumado a la longitud de la serie de tiempo a emplear, será una decisión que debe tomar el evaluador según su criterio.

Beta (β)

Se define a beta como la sensibilidad del rendimiento del activo ante modificaciones en la rentabilidad del mercado y es una medida del riesgo sistemático de la empresa

El coeficiente beta se puede calcular como:

$$\beta = \frac{\sigma_{im}}{\sigma^2_m}$$

5 (Pereiro, 2000)



Donde:

σ_{im} = es la covarianza entre el rendimiento del activo i y el rendimiento de la cartera de mercado

σ^2_m = es la varianza de la rentabilidad del mercado

Respecto al CAPM, en el paper “La Determinación del Costo del Capital en la Valuación de Empresas de Capital Cerrado”, Pereiro, L.E. & Galli, M., discuten sobre los problemas del modelo en cuestión:

✓ *Problemas conceptuales del CAPM*

- Subjetividad: mediante la literatura moderna en finanzas corporativas se ha inducido en los gerentes y empresarios la convicción de que existe una tasa “correcta”, “ideal” o “aceptable” para el costo del capital propio, determinada por la teoría del CAPM. Esto ha sido criticado por diversos autores y concluyen que, las tasas de descuento no resultan ser un parámetro objetivo sino subjetivo, ya que finalmente las percepciones de riesgo y retorno en una valuación son totalmente personales.
- Irrelevancia: aquí se pone en tela de juicio la validez conceptual de la definición que hace el CAPM del riesgo, esto es la covarianza entre los retornos de una acción y los del mercado. En este caso, definen que lo que mueve a un inversor no es tanto la aversión a la varianza como la aversión a la pérdida, es decir, al “riesgo hacia abajo” o downside risk.
- Dificultad en capturar el riesgo asistemático: el CAPM no puede detectar las singularidades de una empresa en particular. En el mundo de los activos reales, sea por causa de una diversificación imperfecta, o imposible (caso del activo único), el riesgo asistemático es un componente importante que debe ser tenido muy en cuenta a la hora de determinar el costo del capital propio de una empresa, tanto de capital abierto como cerrado.



✓ *Problemas Empíricos del CAPM*

- Las investigaciones empíricas realizadas sobre el CAPM para testear su funcionamiento han arrojado resultados inconsistentes y poco concluyentes. Concretamente, no está probada inequívocamente la relación directa entre el retorno de la acción y el riesgo de la misma medido por el beta, que el modelo postula.

✓ *Problemas Analíticos del CAPM*

- La relación positiva entre beta y retorno que predice el modelo depende de que, el índice de mercado que se utilice para calcular el beta esté exactamente sobre la frontera eficiente. Si estuviera próximo, no exactamente sobre, dicha frontera, no se verificaría correlación alguna entre beta y retorno, lo que podría explicar la inconsistencia de los resultados empíricos mencionada en el ítem anterior.

✓ *Problemas metodológicos del CAPM*

- La determinación de cada uno de los componentes o primas de riesgo del modelo es un proceso altamente subjetivo y especulativo, y pequeñas variaciones en los parámetros básicos producen tremendas diferencias en el costo del capital propio, y por ende, en la valuación de una empresa.

Los autores concluyen pensando que el CAPM seguirá siendo popular entre quienes necesiten tomar decisiones de inversión, ya que el modelo brinda una mecánica muy valiosa para estimar la percepción de riesgo que otros actores informados tienen respecto de un negocio determinado, y algunas de sus desventajas pueden paliarse parcialmente con modificaciones apropiadas.

El modelo de primas y ajustes apilables (MPAA)

Los problemas presentados en el punto anterior sirven de justificación o argumento para desarrollar un modelo que incorpore elementos que el CAPM no puede capturar (Pereiro, L.E. & Galli, M., 2000). El MPAA:

- ✓ Es de significativa importancia en la valuación de empresas de capital privado la consideración y cálculo del riesgo asistemático.



- ✓ Provee sugerencias para resolver problemas metodológicos que contiene la operacionalización de un modelo de primas apilables en el mundo real.
- ✓ Realiza ajustes para mostrar con claridad el downside risk al inversor.
- ✓ Provee una guía de operación con datos específicos para la Argentina.

El MPAA se estructura en dos fases:

Fase nro. 1: De abajo hacia arriba. Aquí se calcula el valor del capital accionario utilizando el DCF, para lo cual es necesario determinar la tasa de costo de capital con la cual se descontarán los flujos de fondos correspondientes.

Fase nro. 2: De arriba hacia abajo. Aquí se debe ajustar hacia arriba o hacia abajo el valor del paquete accionario determinado en la fase anterior ajustándolo por el riesgo asistemático.

1.4 La valuación en los mercados emergentes

Se define a las economías emergentes como aquellas regiones del mundo que se encuentran experimentando una rápida mejora en sus métodos de información bajo condiciones de parcial industrialización.

Cuando los modelos de valuación como el CAPM son utilizados en países con mercados de capitales emergentes, se plantea una serie de controversias que demandan ajustes a los modelos originales. A esto se suma el mayor riesgo que entraña una inversión en un país que presenta riesgos políticos, económicos, jurídicos y otros, que en conjunto son considerados en una medida muy extendida, denominada “riesgo país”.

En las economías emergentes, los principales desafíos son estimar los flujos de fondos y por sobre todas las cosas, la de determinar la tasa de costo de capital propio. Si bien se menciona que el CAPM es un método criticado y con diversos problemas para aplicarlo a economías como la de Argentina, es el más utilizado.

Dentro de los cuestionamientos al CAPM, encontramos que sus supuestos se alejan de la realidad de una economía emergente y en mayor medida en lo que respecta a la eficiencia de mercados.



Las problemáticas mencionadas en los párrafos anteriores, queda plasmada en las siguientes razones:

- ✓ **Mercados de capitales relativamente pequeños:** baja capitalización bursátil, esto es consecuencia de la pequeña cantidad de empresas que cotizan en los dichos mercados (bursátiles), por esto la liquidez, el volumen de mercado y la capitalización es menor en mercados subdesarrollados, ello da como resultado una baja eficiencia de los mercados.
- ✓ **Mercados de capitales altamente concentrados:** la actividad está concentrada en pocas acciones, presentándose la posibilidad de manipular los precios por parte de los inversores.
- ✓ **Información escasa, poco confiable y volátil:** en las economías emergentes, la información contable es poco confiable debido a exigencias de información poco rigurosas. Además, dicha información es afectada por la significativa volatilidad del mercado, la inflación, el riesgo del tipo de cambio, la falta de seguridad jurídica y las regulaciones e inestabilidad del gobierno.
- ✓ **Serie de tiempo de los datos corta:** las economías latinoamericanas frecuentan ciclos económicos fuera de tendencia, lo que hace que los datos históricos carezcan de relevancia estadística.
- ✓ **Muy pocas compañías comparables disponibles:** existe un mercado de capitales subdesarrollado y como consecuencia un reducido número de empresas cotizan sus acciones, lo que se traduce en que son escasas las compañías que pueden utilizarse como comparables al momento de la valuación.

1.5 Análisis de sensibilidad

La determinación de los flujos de fondos se realiza mediante proyecciones de datos históricos ajustadas por el contexto actual y futuro, dentro del cual se encuentra la empresa. En general, dichas estimaciones resultan distintas a lo que



se observa en la práctica, concluyendo en consecuencia que el valor de la compañía diferirá del estimado.

Considerando la variabilidad de las economías en desarrollo, como la Argentina, es de significativa importancia realizar un análisis de sensibilidad para determinar las variables de mayor impacto en el valor de la empresa ante cambios en dichas variables.





Capítulo 2: La empresa – TARJETA ALEGRÍA S.A.

Historia

TARJETA ALEGRÍA S.A. es una empresa líder en materia de tarjetas de crédito en el país. Su actividad principal es la creación, el desarrollo, la dirección, la administración, la comercialización, la explotación y la operación de sistemas de tarjetas de crédito y/o débito y/o compra y/o afines, pudiendo participar en el capital social de otras sociedades que realicen servicios complementarios de la actividad financiera permitidos por el Banco Central. No es una entidad bancaria ni una entidad financiera regulada por el Banco Central, y está inscrita en el “Registro de entidades no financieras emisoras de tarjeta de crédito bajo la modalidad de sistema cerrado”.

La Sociedad, comenzó sus actividades en el año 1985 en la Provincia de Córdoba bajo la denominación de Saltando 96 S.A. En 1995 Banco Galicia se incorpora como accionista y se constituye la Sociedad Anónima⁶, como consecuencia de la escisión con su antecesora Saltando 96 S.A.

En el año 2001, TARJETA ALEGRÍA, absorbió por fusión⁷ a Tarjetas del Sur S.A., sociedad en la cual poseía una participación accionaria del 40% y en 2004, absorbió por fusión a Tarjeta Comfiar S.A.

En el año 2007, TARJETA ALEGRÍA inaugura su primera sucursal fuera del país mediante una asociación estratégica con Banco Múltiple León S.A., un grupo empresario de República Dominicana. En el mes de junio 2012, los accionistas de TARJETA ALEGRÍA Dominicana S.A. (“TND” o “Dominicana”), resolvieron la venta a Banco Múltiple León S.A. (titular del 50% restante del capital accionario de TND) del derecho de clientela de TND, discontinuando así la operación y dando inicio al proceso de liquidación de la sociedad. Finalmente, en septiembre de 2013, los accionistas de TND, resolvieron la disolución y liquidación definitiva de dicha sociedad. La Sociedad había provisionado el 100% de su inversión en

⁶ Sociedad anónima: Sociedad mercantil con personalidad jurídica en la que el capital, dividido en acciones, está integrado por las aportaciones de los socios que no responden personalmente de las deudas sociales.

⁷ La fusión puede definirse como un proceso de concentración de empresas, que da lugar a una unión de patrimonios y de socios de las sociedades intervinientes en la operación. Fruto de la misma se extinguen personalidades jurídicas independientes, con el fin de ampliar el patrimonio de otra personalidad jurídica preexistente o de nueva constitución.



TND por lo que la disolución y liquidación mencionada no afectó el desarrollo normal de sus negocios.

Siguiendo con su incursión internacional, en 2011, TARJETA ALEGRÍA inicia actividades en la República del Perú, mediante una asociación con el Banco de Crédito del Perú (“BCP”), principal banco privado de ese país. Al final del ejercicio 2013, TARJETA ALEGRÍA Perú S.A.C. (“TNP”) contaba con 11 sucursales en Lima, un equipo de 487 colaboradores, 80.671 tarjetas activas y 45.522 resúmenes de cuenta.

Asimismo, en septiembre de 2011 la Sociedad resolvió adquirir de su controlante Tarjetas Regionales S.A. 2.093.415 acciones ordinarias, representativas del 35,336% del capital social Tarjetas del Mar S.A.

En el año 2011, se resuelve la escisión⁸ de Tarjetas del Mar S.A., sin disolución de la misma destinando parte de su patrimonio a la constitución de una nueva sociedad escisionaria denominada Tarjeta Mira S.A. Como consecuencia de la mencionada escisión, TARJETA ALEGRÍA S.A. no retuvo participación en Tarjetas del Mar S.A, recibiendo a cambio acciones que representan el 98% del capital social de la sociedad escisionaria Tarjeta Mira S.A.

En febrero de 2012, Tarjetas Regionales S.A. transfirió a TARJETA ALEGRÍA S.A. 42.656 acciones representativas del 2% del capital social de Tarjeta Mira S.A. En consecuencia, TARJETA ALEGRÍA S.A. obtuvo una participación en el patrimonio de Tarjeta Mira S.A. del 100%.

En marzo de 2012 se aprobó la fusión por absorción de TARJETA ALEGRÍA S.A. (sociedad absorbente) y Tarjeta Mira S.A. (sociedad absorbida) conjuntamente con el Compromiso Previo de Fusión.

Al 31 de diciembre de 2013, Tarjetas Regionales S.A. poseía el 99% del capital accionario de TARJETA ALEGRÍA y Tarjetas Cuyanas S.A.

⁸ Una escisión es una división o partición de una empresa con el fin de crear una nueva. La compañía principal cede y se desprende de algunos de sus activos y pasivos para formar una nueva compañía o capitalizar y hacer crecer una existente.



Descripción del negocio

TARJETA ALEGRÍA comenzó sus actividades en el año 1985 como una tarjeta de compra exclusiva para los clientes de Saltando 96 Deportes (tienda de artículos deportivos).

En 1995, luego del ingreso de Banco Galicia como accionista, TARJETA ALEGRÍA se transformó en una tarjeta de crédito. Así, fue expandiendo progresivamente sus operaciones, hasta convertirse en una de las empresas regionales líderes en materia de tarjetas de crédito.

Cabe destacar que TARJETA ALEGRÍA ha efectuado un convenio con Visa de Argentina S.A. y Banco Galicia para la emisión de “TARJETA ALEGRÍA Visa”, otorgándole a quienes obtengan esta tarjeta la posibilidad de utilizarla en todo el mundo. Adicionalmente, en noviembre de 2005 TARJETA ALEGRÍA comenzó a emitir el nuevo producto “TARJETA ALEGRÍA MasterCard”, a través de una alianza estratégica con dicha marca. A su vez, en el año 2007, se firmó un contrato de co-branding⁹ con American Express, convirtiéndose TARJETA ALEGRÍA en la única tarjeta de crédito del país que emite estas tres tarjetas internacionales.

En el año 2013, TARJETA ALEGRÍA continuó marcando su posición, logrando incrementar su presencia en el mercado de las tarjetas de crédito de Argentina, producto de las estrategias implementadas. Además, continuó incrementando su presencia en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires (CABA) y en el resto del país. Concretó la apertura de 7 sucursales, distribuidas en Villa Crespo y Villa del Parque (CABA); en las localidades de Mina Clavero y La Calera (Córdoba), Puerto Iguazú (Misiones), Perico (Jujuy) y San Miguel de Tucumán. Además, con el objetivo de mejorar la experiencia del cliente, se efectuó la mudanza de 10 sucursales en diferentes puntos del país.

En este sentido, al 31 de diciembre de 2013, TARJETA ALEGRÍA operaba a través de ciento sesenta y seis sucursales y cuarenta y nueve receptorías, distribuidos en todo el territorio nacional. Existen treinta sucursales ubicadas en la Provincia de Córdoba, cuarenta y seis en la Provincia de Buenos Aires, nueve en Capital Federal, treinta sucursales ubicadas en las Provincias de San Luis, La

⁹ El co-branding es el de asociación de dos marcas con el fin de potenciar el valor y la rentabilidad de las mismas.



Rioja, La Pampa, Santiago del Estero, Catamarca, Salta, Tucumán y Jujuy, dieciséis sucursales ubicadas en las Provincias de Neuquén, Río Negro, Chubut, Santa Cruz y Tierra del Fuego y treinta y cinco sucursales en las Provincias de Santa Fe, Entre Ríos, Misiones, Corrientes, Formosa y Chaco.

Por otro lado, al 31 de diciembre de 2013, TARJETA ALEGRÍA empleaba aproximadamente 4.049 personas. Del total de empleados, aproximadamente el 77% corresponden al área comercial, incluyendo el personal de atención en locales, cajeros y promotores de colocación de nuevas cuentas. Dentro de la Dirección de Operaciones, 714 personas se encargan de la atención del centro de autorizaciones, tareas de análisis crediticio, contaduría, graboverificación¹⁰ y todas aquellas tareas necesarias de back-office¹¹. Por su parte, el área de Sistemas cuenta con 160 personas.

Este año las cuentas habilitadas superaron los 2,5 millones. Considerando los poseedores de tarjetas adicionales, la compañía posee 3,7 millones de clientes, en tanto, el total de tarjetas habilitadas es de 6,9 millones incluyendo TARJETA ALEGRÍA Visa, TARJETA ALEGRÍA Mastercard y TARJETA ALEGRÍA American Express.

Por su parte, TNP cuenta con 487 empleados, posee 11 sucursales en Lima y tiene más de 80 mil tarjetas activas y más de 45 mil resúmenes de cuenta.

Servicios brindados

TARJETA ALEGRÍA brinda a sus usuarios una amplia gama de servicios a través de la emisión de tarjetas de crédito para titulares, tarjetas adicionales sin cargo para cónyuges e hijos entre 16 y 21 años y la Tarjeta Teen para hijos entre 13 y 17 años (también sin cargo).

Además, mediante la tarjeta, los usuarios acceden a diversos planes de pago para sus compras a través de una amplia red de comercios adheridos, préstamos personales en el acto para montos menores a \$10.000 en hasta 12 cuotas fijas, acceso a las redes Banelco y Link de cajeros automáticos en todo el país para la

¹⁰ Consiste en registrar (grabar) en el sistema los datos de los cupones manuales de compra.

¹¹ Soporte de las áreas que están en contacto directo con el cliente. Incluye la resolución de pedidos y reclamos que realizan los titulares de tarjeta, además de las mesas de ayuda que atienden online consultas de las distintas sucursales.



extracción de dinero efectivo, débito automático mensual de servicios públicos y privados, transfer nacional, entre otros.

Misión

Brindar servicios financieros orientados al consumo con calidad y calidez, a través de un equipo de colaboradores capaces, alegres y motivados.

Visión

Ser el emisor líder en Argentina con presencia en todo el país, expandiendo el negocio internacionalmente.

Estrategia

Crecer a través de la expansión nacional e internacional con resultados sostenibles.

Ofrecer a los clientes una experiencia diferente, basada en servicios y comunicaciones innovadores y atención con calidad y calidez.

Crear relaciones amigables y robustas con los clientes, comercios amigos y la comunidad. Desarrollar procesos simples y eficientes.

Promover el desarrollo continuo de los colaboradores. Fomentar un clima de alegría, participación y trabajo en equipo. Proveer las mejores herramientas para gestionar.

Valores

Alegría del trabajo

El más importante, porque sin alegría del trabajo, difícilmente puedan alcanzarse los demás.



Según el reglamento de la empresa este valor se expresa de la siguiente manera: “en TARJETA ALEGRÍA queremos gente que se sienta feliz, cómoda en su tarea y con su equipo. Jóvenes que sepan hacer de cada día una experiencia positiva. Buenos compañeros, que inicien amistades para toda la vida. Que se sientan seguros, acompañados, protegidos, apoyados. Que sepan que pueden contar con la empresa, porque TARJETA ALEGRÍA es suma de los sueños, los intereses y las aspiraciones de todos nosotros”.

Mejora continua

Quienes trabajan en TARJETA ALEGRÍA deben esforzarse permanentemente. Poner en juego todas sus capacidades para ejercer mejor sus responsabilidades. No hay mejora continua sin esfuerzo. Todo aprendizaje conlleva gran cantidad de repeticiones, ensayos y errores.

Por mejor que se haga una tarea, o por eficiente que resulte, siempre se puede mejorar. Hay que proponérselo, y desafiar la rutina.

La mejora continua será el resultado de la cantidad y calidad del esfuerzo que todos hagamos.

Para mantener el liderazgo, no debe haber límites en la búsqueda de mejora continua.

Pirámide invertida

Toda la organización está puesta al servicio del cliente.

Pirámide Invertida resume los siguientes conceptos:

- ✓ El que manda, es el cliente por su poder de decidir. Quien lo atiende, el personal de contacto, tiene que estar suficientemente capacitado para resolver sus necesidades.
- ✓ Pocos niveles de conducción para hacer más fluida la intercomunicación.
- ✓ Cada "nivel" dirige, ayuda y sirve de soporte al anterior, porque tiene más capacitación y experiencia y consecuentemente mayor responsabilidad.



El cliente, es una persona; un ser humano único e irrepetible. Con sentimientos, necesidades, aspiraciones e intereses particulares. Y merece ser tratado en exclusividad, con la máxima atención y buena voluntad.

Puertas abiertas

Hace referencia a una empresa con democracia, de "puertas abiertas".

Como consecuencia, todos los colaboradores tienen obligaciones, pero también derechos, y con ello la permanente posibilidad de ser pro-activos en el trabajo, y con el resto de los compañeros.

Cada colaborador debe mantener y encontrar siempre abiertas las puertas para escuchar, sugerir, reclamar o criticar. Para intentar que todo funcione mejor.

"Puertas abiertas", significa ¡Bienvenidas las ideas! Bienvenidos comentarios, sugerencias, expectativas, críticas, y bienvenidas también las palmadas y felicitaciones.

"Puertas abiertas", significa también, por supuesto, bienvenidos los clientes externos y sus problemas, que serán solucionados; sus necesidades, que intentaremos satisfacer, y sus aspiraciones, que orientarán nuestra acción.

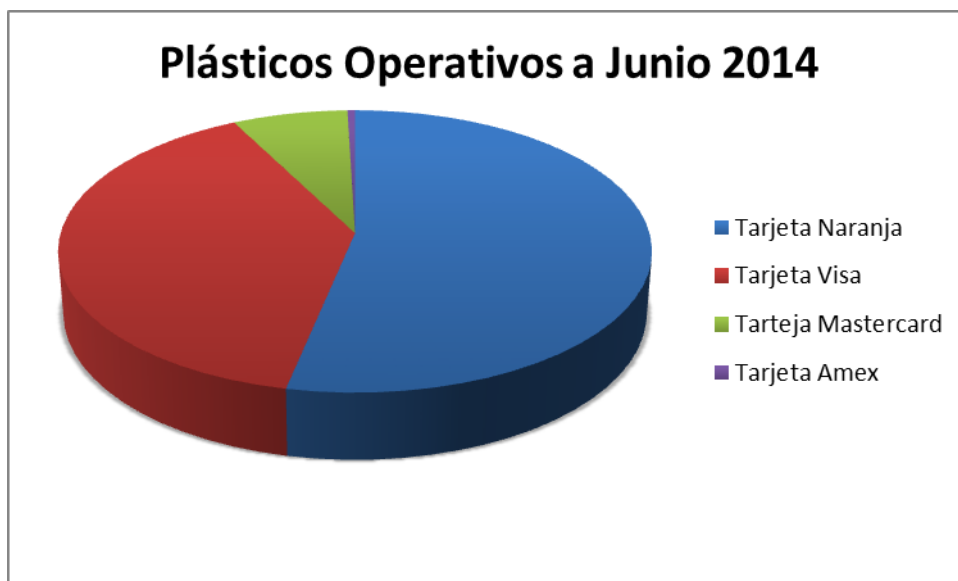
Tarjeta Alegría en números

- ✓ Con 7.034.800 de tarjetas, ALEGRÍA es la principal emisora de tarjetas de crédito del país.
- ✓ 215 Sucursales.
- ✓ 204.570 Comercios Amigos.
- ✓ 3.821 Colaboradores.
- ✓ 118.076.000 operaciones anuales.
- ✓ 38.400 millones facturación anualizada 2014 (Comercios Amigos).



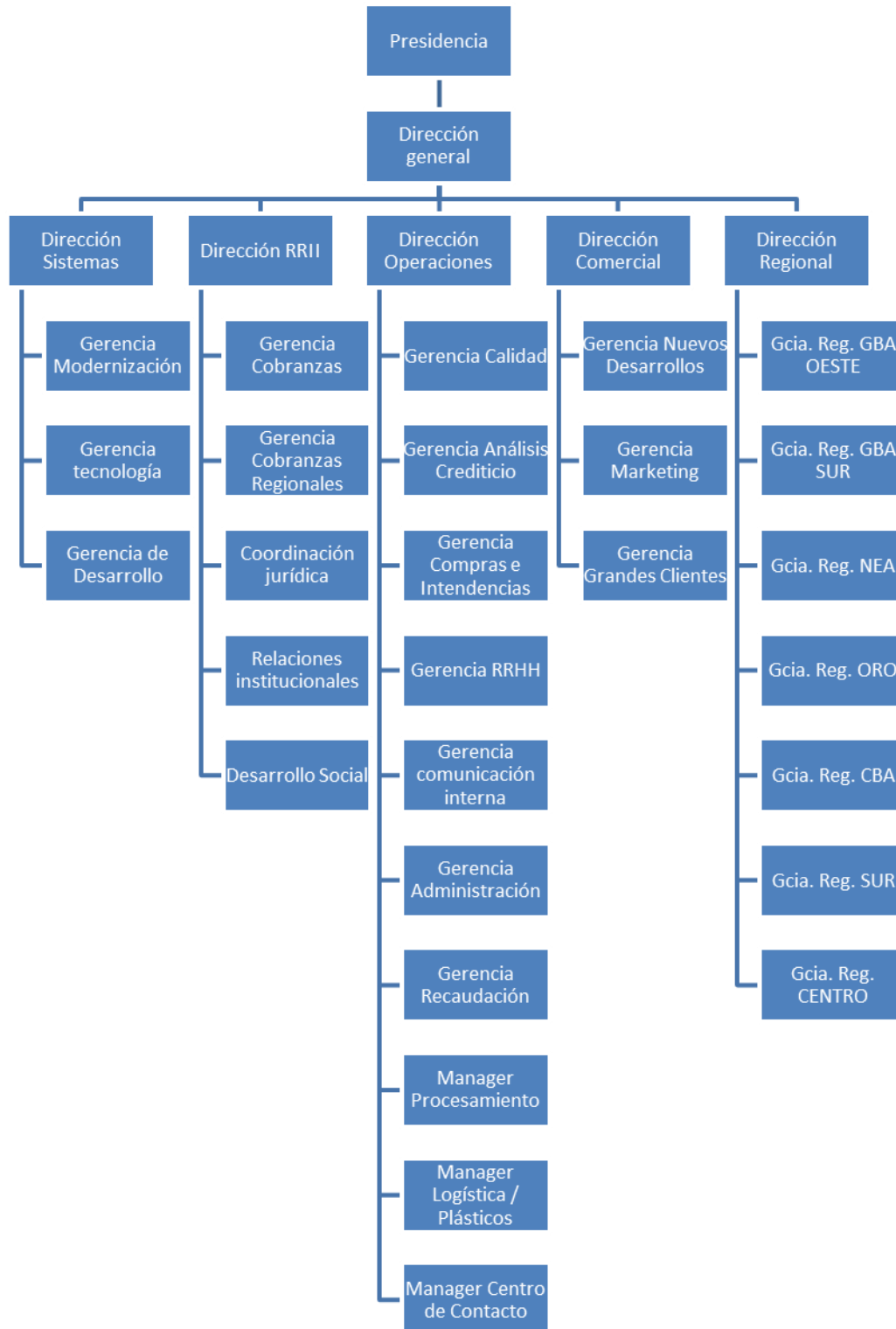
✓ Cantidad de Plásticos Operativos a Junio 2014 (sobre una base de 7.034.800).

- TARJETA ALEGRÍA 3.609.956
- Tarjeta Visa 2.869.561
- Tarjeta Mastercard 521.190
- Tarjeta Amex 34.093



Estructura organizacional

TARJETA ALEGRÍA se encuentra estructurada en cinco direcciones con sus respectivas gerencias, esquematizadas a través del siguiente organigrama:





Análisis de Debilidades, Amenazas, Fortalezas y Oportunidades (DAFO)

Es una metodología de estudio de la situación de la empresa, por la cual se analizan las características internas (Debilidades y Fortalezas) y la situación externa (Amenazas y Oportunidades) de la organización. Esto aportará información relevante para la determinación de estimaciones futuras, complementando de esta manera, el proceso y metodología de valuación de la firma.

La organización por sí misma existe dentro de un entorno, por lo que el análisis externo le permitirá fijar las oportunidades y amenazas que el contexto puede presentarle.

Por otra parte, y tal como su palabra lo indica, el análisis interno de la organización, se refiere a determinar factores dentro de la organización que la afecte positiva o negativamente.

	Fortalezas	Debilidades
Análisis Interno	Fidelización de clientes Colaboradores motivados Cultura organizacional	Espacio físico limitado Procedimientos obsoletos y burocráticos
	Oportunidades	Amenazas
Análisis Externo	Mercado para el lanzamiento de nuevos productos Alianza estratégica	Regulaciones de tasas por parte del gobierno Nivel de actividad económica Incertidumbre en el plan de gobierno

Amenazas

Las **regulaciones de tasas** por parte del gobierno, atentan contra la rentabilidad de la empresa, siendo que pone topes a dichas tasas, impactando directamente en la generación de flujos de ingresos de la compañía.

La economía Argentina está atravesando una situación de estancamiento y recesión, lo cual puede repercutir en el **nivel de actividad de la economía**



impactando negativamente en el consumo, lo que generaría una retracción en la actividad del sector.

Existe **incertidumbre** en el plan de gobierno respecto de las políticas a aplicar, lo que impacta en el nivel de certeza con el que se pueda determinar estimaciones del futuro.

Oportunidades

La **cartera de clientes** de TARJETA ALEGRÍA SA tiene un tamaño considerable, es por ello que puede considerarse, como un **mercado** sin competidores para el lanzamiento de un nuevo producto.

Las **alianzas estratégicas** logradas con las distintas tarjetas internacionales (VISA, MASTER y AMEX), permiten llegar a un mayor mercado.

Debilidades

El gran crecimiento de la empresa en años anteriores, hizo que el **espacio físico** destinado a los colaboradores este prácticamente en capacidad plena, surgiendo la inminente necesidad de realizar obras de adaptación.

En algunos casos, los **procedimientos** son **obsoletos y burocráticos**, por lo que es necesario revisión de los mismos.

Fortalezas

Los clientes consideran que la tarjeta es algo más que un simple medio de pago, TARJETA ALEGRÍA es quien satisface sus necesidades financieras y de consumo con una calidez en el servicio que agrega valor, **fidelizando** de esta manera la relación.

Cuenta con un plantel de **colaboradores altamente motivados**, generadores de un excelente clima para trabajar, lo que aumenta la productividad de las tareas desarrolladas.

La empresa tiene una **cultura** muy fuerte que trasciende a los ejecutivos que la dirigen, siendo dicha cultura un motor para la innovación permanente, el buen clima de trabajo y la comunicación fluida en cualquiera de los niveles.



CAPITULO 3: Análisis de la información Financiera - TARJETA ALEGRÍA S.A.

3.1 Análisis vertical y horizontal de los estados contables

El análisis de la información financiera es necesario para obtener un punto de referencia sobre la situación económica financiera de la empresa. Con esto se intenta determinar relaciones entre las distintas variables y tendencias de las mismas, de modo que sirvan de base a las proyecciones de la firma.

3.2 Datos históricos

A continuación se exponen los estados contables de TARJETA ALEGRÍA S.A.:

Cuadro I - Estado de Resultados (en miles de pesos)			
	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011
Ingresos por servicios	2.434.519	1.785.669	1.332.555
Egresos por servicios	-284.392	-210.019	-144.354
Ingresos netos por servicios	2.150.127	1.575.650	1.188.201
Ingresos por financiación	2.065.851	1.453.885	872.708
Egresos por financiación	-848.613	-430.047	-273.920
Ingresos netos por financiación	1.217.238	1.023.838	598.788
Resultado neto por inversiones transitorias	51.382	35.760	56.432
Cargos por incobrabilidad	-489.544	-365.868	-58.172
Total de ingresos operativos netos del cargo por incobrabilidad	2.929.203	2.269.380	1.785.249
Gastos de personal	-993.730	-808.098	-533.083
Impuestos y tasas	-422.676	-285.077	-185.339
Gastos de publicidad	-105.578	-106.428	-80.295
Depreciación de activos fijos y amortización de activos intangibles	-38.946	-31.174	-21.934
Otros egresos operativos	-598.197	-366.252	-235.243
Total egresos operativos	-2.159.127	-1.597.029	-1.055.894
Resultado neto antes de inversiones en asociadas/otras s.	770.076	672.351	729.355
Resultado de inversiones en asociadas y otras sociedades	-15.365	-8.939	-2.604
Resultado antes del impuesto a las ganancias	754.711	663.412	726.751
Impuesto a las ganancias	-264.998	-231.803	-252.083
Resultado neto del ejercicio	489.713	431.609	474.668

Se analizará del estado de situación patrimonial, la información que va desde el 2010 al 2013 (inclusive), en cambio del estado de resultados se examinarán los



ejercicios 2011 a 2013 (inclusive). Esto porque en el año 2010 hubo un cambio de criterio de confección de este último que, no los hace comparables. Los EECC¹² se encuentran publicados en CNV.

Cuadro II - Estado de Situación Patrimonial (en miles de pesos)				
	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
ACTIVO				
ACTIVO CORRIENTE				
Efectivo y equivalentes de efectivo	854.948	413.798	438.189	78.255
Inversiones	100.610	24.010	-	241.514
Créditos por servicios prestados	9.016.500	6.622.494	4.883.545	3.127.425
Otros créditos	230.211	70.617	60.855	28.895
Total del Activo Corriente	10.202.269	7.130.919	5.382.589	3.476.089
ACTIVO NO CORRIENTE				
Créditos por servicios prestados	144.587	173.499	188.395	87.550
Inversiones	-	28.611	-	
Otros créditos	111.938	39.566	5.180	71.931
Activo por impuesto diferido	177.829	138.841	89.520	
Inversiones en asociadas y otras sociedades	26.271	20.683	7.873	5
Activos fijos	159.105	142.080	107.112	90.495
Activos intangibles	83.766	96.058	51.516	18.798
Total del Activo No Corriente	703.496	639.338	449.596	268.779
Total del Activo	10.905.765	7.770.257	5.832.185	3.744.868
PASIVO				
PASIVO CORRIENTE				
Cuentas por pagar	5.199.159	3.555.512	2.695.258	1.876.843
Deudas bancarias y financieras	1.613.661	982.449	613.388	607.743
Remuneraciones y cargas sociales	200.687	165.853	115.363	74.338
Cargas fiscales	145.188	110.218	74.364	86.657
Otros pasivos	10.616	11.235	9.661	6.475
Provisión impuesto a las ganancias	65	30.404	61.463	
Total del Pasivo Corriente	7.169.376	4.855.671	3.569.497	2.652.056
PASIVO NO CORRIENTE				
Deudas bancarias y financieras	1.771.458	1.340.053	1.011.563	160.612
Previsiones	22.847	15.357	25.190	36.272
Total del Pasivo No Corriente	1.794.305	1.355.410	1.036.753	196.884
Total del Pasivo	8.963.681	6.211.081	4.606.250	2.848.940
PATRIMONIO	1.942.084	1.559.176	1.225.935	895.928
Total del Pasivo y Patrimonio	10.905.765	7.770.257	5.832.185	3.744.868

¹² Estados contables



3.3 Análisis vertical

El análisis vertical consiste en determinar la participación relativa de cada rubro sobre una categoría común que los agrupa para cada período analizado. En el presente análisis, se definió como variable de referencia a los ingresos por servicios, para el caso del estado de resultados y los activos totales, para el estado de situación patrimonial.

El análisis vertical dará una primera lectura sobre la composición de la estructura de inversión y financiamiento de la empresa. Esto servirá de apoyo para la posterior determinación de los indicadores financieros.

Cuadro III - Estado de Resultados - ANÁLISIS VERTICAL				
	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	Promedio
Ingresos por servicios	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Egresos por servicios	11,68%	11,76%	10,83%	11,43%
Ingresos netos por servicios	88,32%	88,24%	89,17%	88,57%
Ingresos por financiación	84,86%	81,42%	65,49%	77,26%
Egresos por financiación	34,86%	24,08%	20,56%	26,50%
Ingresos netos por financiación	50,00%	57,34%	44,94%	50,76%
Resultado neto por inversiones transitorias	2,11%	2,00%	4,23%	2,78%
Cargos por incobrabilidad	20,11%	20,49%	4,37%	14,99%
Total ingresos operativos netos del cargo por incobrabilidad	120,32%	127,09%	133,97%	127,13%
Gastos de personal	40,82%	45,25%	40,00%	42,03%
Impuestos y tasas	17,36%	15,96%	13,91%	15,75%
Gastos de publicidad	4,34%	5,96%	6,03%	5,44%
Depreciación de activos fijos y amortización de activos intangibles	1,60%	1,75%	1,65%	1,66%
Otros egresos operativos	24,57%	20,51%	17,65%	20,91%
Total egresos operativos	88,69%	89,44%	79,24%	85,79%
Resultado neto antes de inversiones en asociadas/otras s.	31,63%	37,65%	54,73%	41,34%
Resultado de inversiones en asociadas y otras sociedades	0,63%	0,50%	0,20%	0,44%
Resultado antes del impuesto a las ganancias	31,00%	37,15%	54,54%	40,90%
Impuesto a las ganancias	10,89%	12,98%	18,92%	14,26%
Resultado neto del ejercicio	20,12%	24,17%	35,62%	26,64%



Cuadro IV - Estado de Situación Patrimonial - ANÁLISIS VERTICAL				
	31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
ACTIVO				
ACTIVO CORRIENTE				
Efectivo y equivalentes de efectivo	7,84%	5,33%	7,51%	2,09%
Inversiones	0,92%	0,31%	-	6,45%
Créditos por servicios prestados	82,68%	85,23%	83,73%	83,51%
Otros créditos	2,11%	0,91%	1,04%	0,77%
Total del Activo Corriente	93,55%	91,77%	92,29%	92,82%
ACTIVO NO CORRIENTE				
Créditos por servicios prestados	1,33%	2,23%	3,23%	2,34%
Inversiones	-	0,37%	-	-
Otros créditos	1,03%	0,51%	0,09%	1,92%
Activo por impuesto diferido	1,63%	1,79%	1,53%	0,00%
Inversiones en asociadas y otras sociedades	0,24%	0,27%	0,13%	0,00%
Activos fijos	1,46%	1,83%	1,84%	2,42%
Activos intangibles	0,77%	1,24%	0,88%	0,50%
Total del Activo No Corriente	6,45%	8,23%	7,71%	7,18%
Total del Activo	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
PASIVO				
PASIVO CORRIENTE				
Cuentas por pagar	47,67%	45,76%	46,21%	50,12%
Deudas bancarias y financieras	14,80%	12,64%	10,52%	16,23%
Remuneraciones y cargas sociales	1,84%	2,13%	1,98%	1,99%
Cargas fiscales	1,33%	1,42%	1,28%	2,31%
Otros pasivos	0,10%	0,14%	0,17%	0,17%
Provisión impuesto a las ganancias	0,00%	0,39%	1,05%	
Total del Pasivo Corriente	65,74%	62,49%	61,20%	70,82%
PASIVO NO CORRIENTE				
Deudas bancarias y financieras	16,24%	17,25%	17,34%	4,29%
Previsiones	0,21%	0,20%	0,43%	0,97%
Total del Pasivo No Corriente	16,45%	17,44%	17,78%	5,26%
Total del Pasivo	82,19%	79,93%	78,98%	76,08%
PATRIMONIO	17,81%	20,07%	21,02%	23,92%
Total del Pasivo y Patrimonio	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

Respecto a los ingresos, se observa que la empresa tiene dos fuentes bien diferenciadas, pero con un aporte similar al resultado del ejercicio. Esto se refleja por la evolución en los últimos años de los ingresos por financiación, que ha llegado a representar en 2013 algo menos que el 85% de los ingresos por servicios (variable de referencia).



En cuanto a los gastos, el rubro de mayor significación es el de gastos de personal con un 42% en promedio. Este resultado es de esperar ya que TARJETA ALEGRÍA es una empresa de servicios, siendo su principal bien de capital, los colaboradores.

Continuando con el análisis de los gastos, una partida considerable y que se ha incrementado en los últimos años es cargos por incobrabilidad, que pasa de 5% para 2011 a aproximadamente un 20% en 2013. Esto ha sido generado por el contexto y situación económica del país, donde la empresa desarrolla su principal negocio, Argentina.

Del estado de resultados se analiza también el rubro egresos por financiación, el cual se relaciona directamente con la deuda de la empresa, deuda que se ha incrementado en volumen y en cuanto a su costo efectivo. Esto se respalda por el incremento de la participación relativa del rubro mencionado (egresos por financiación), pasando del 20% en 2011 a más del 35% en 2013.

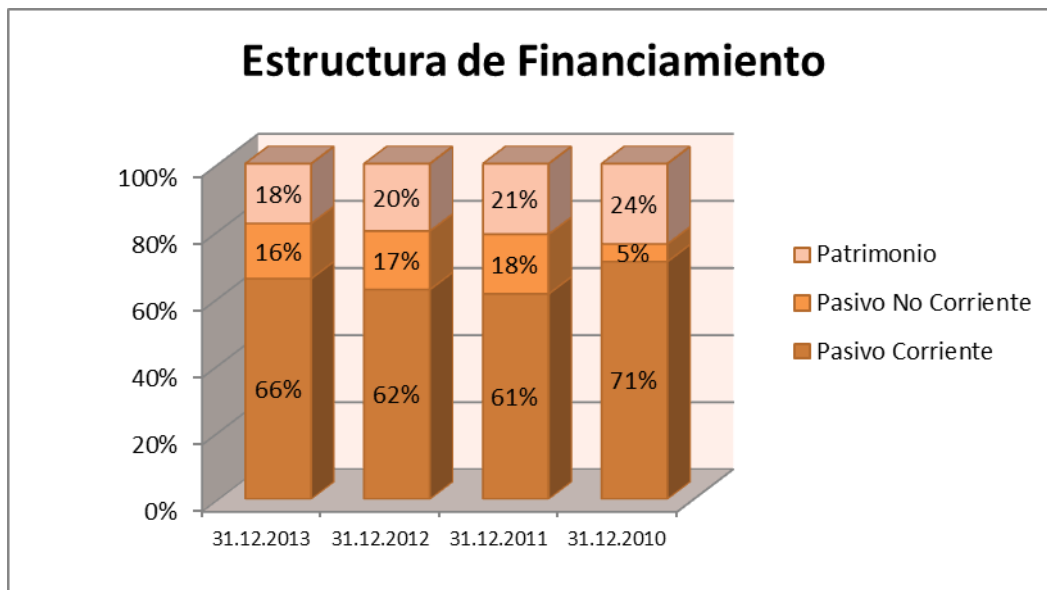
Del análisis del estado de situación patrimonial, se puede observar que el principal rubro del activo es el de créditos por servicios prestados (deudas de sus clientes) con un 83% promedio para los últimos 3 años.

En relación los pasivos, las cuentas por pagar de la empresa representan el 47% del activo en 2013 (de comportamiento similar en años anteriores), siendo el rubro más significativo dentro de la estructura de financiamiento. La deuda incluida en este rubro corresponde en un 97% a deudas con comercios adheridos.

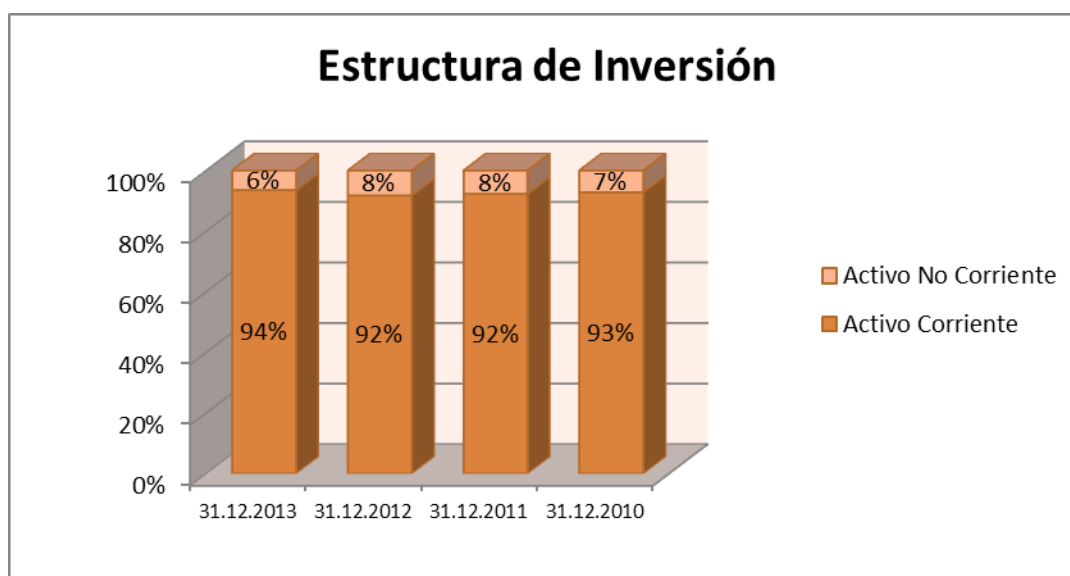
Si se

Otro rubro de significación en el pasivo es el de deudas bancarias y financieras, de similar significación en cuanto a la diferenciación en corrientes y no corrientes, alcanzando en su conjunto algo más del 30% para 2013.

De los estados contables analizados se puede apreciar que la principal fuente de financiamiento de la empresa es la deuda y particularmente la deuda no corriente. Esto se puede observar en el siguiente gráfico que muestra que, en los últimos tres años el pasivo corriente representó más del 60% en la estructura de financiamiento.



Respecto a la estructura de inversión, se observa en el siguiente gráfico que el activo corriente representa más del 90% en los últimos cuatro años. Esto se debe particularmente a la gran significación del rubro créditos por servicios prestados.





3.4 Análisis horizontal

Permite establecer tendencias para los distintos rubros del Estado de Situación Patrimonial y del Estado de Resultados, haciendo comparaciones contra un año determinado. Para que la comparación resulte procedente es necesario fijar un “año base”, en este caso se calculan en relación con el año anterior.

A las tendencias establecidas mediante el análisis horizontal habrá que complementarlas con un minucioso estudio del contexto dentro del cual se desenvuelve la empresa, esto por la inestabilidad propia de las economías emergentes como la Argentina.

Cuadro V - Estado de Resultados - ANÁLISIS HORIZONTAL			
	2013/2012	2012/2011	Promedio
Ingresos por servicios	36,34%	34,00%	35,17%
Egresos por servicios	35,41%	45,49%	40,45%
Ingresos netos por servicios	36,46%	32,61%	34,53%
Ingresos por financiación	42,09%	66,59%	54,34%
Egresos por financiación	97,33%	57,00%	77,16%
Ingresos netos por financiación	18,89%	70,99%	44,94%
Resultado neto por inversiones transitorias	43,69%	-36,63%	3,53%
Cargos por incobrabilidad	33,80%	528,94%	281,37%
Total ingresos operativos netos del cargo por incobrabilidad	29,08%	27,12%	28,10%
Gastos de personal	22,97%	51,59%	37,28%
Impuestos y tasas	48,27%	53,81%	51,04%
Gastos de publicidad	-0,80%	32,55%	15,87%
Depreciación de activos fijos y amortización de activos intangibles	24,93%	42,13%	33,53%
Otros egresos operativos	63,33%	55,69%	59,51%
Total egresos operativos	35,20%	51,25%	43,22%
Resultado neto antes de inversiones en asociadas/otras s.	14,53%	-7,82%	3,36%
Resultado de inversiones en asociadas y otras sociedades	71,89%	243,28%	157,58%
Resultado antes del impuesto a las ganancias	13,76%	-8,72%	2,52%
Impuesto a las ganancias	14,32%	-8,04%	3,14%
Resultado neto del ejercicio	13,46%	-9,07%	2,20%

Fiel reflejo de lo mencionado en el párrafo anterior es lo que se muestra en el “cuadro V”, donde por ejemplo, la tendencia de ingresos por servicios es creciente en los años 2012 y 2013 alcanzando un 35% promedio. Este crecimiento se



desacelera para el 2014, por la menor actividad económica, que afecta directamente al sector.

Cuadro VI - Estado de Situación Patrimonial - ANÁLISIS HORIZONTAL				
	2013/2012	2012/2011	2011/2010	Promedio
ACTIVO				
ACTIVO CORRIENTE				
Efectivo y equivalentes de efectivo	106,61%	-5,57%	459,95%	187,00%
Inversiones	319,03%			319,03%
Créditos por servicios prestados	36,15%	35,61%	56,15%	42,64%
Otros créditos	226,00%	16,04%	110,61%	117,55%
Total del Activo Corriente	43,07%	32,48%	54,85%	43,47%
ACTIVO NO CORRIENTE				
Créditos por servicios prestados	-16,66%	-7,91%	115,19%	30,20%
Inversiones				
Otros créditos	182,91%	663,82%	-92,80%	251,31%
Activo por impuesto diferido	28,08%	55,09%		41,59%
Inversiones en asociadas y otras sociedades	27,02%	162,71%	157360,00%	52516,58%
Activos fijos	11,98%	32,65%	18,36%	21,00%
Activos intangibles	-12,80%	86,46%	174,05%	82,57%
Total del Activo No Corriente	10,04%	42,20%	67,27%	39,84%
Total del Activo	40,35%	33,23%	55,74%	43,11%
PASIVO				
PASIVO CORRIENTE				
Cuentas por pagar	46,23%	31,92%	43,61%	40,58%
Deudas bancarias y financieras	64,25%	60,17%	0,93%	41,78%
Remuneraciones y cargas sociales	21,00%	43,77%	55,19%	39,99%
Cargas fiscales	31,73%	48,21%	-14,19%	21,92%
Otros pasivos	-5,51%	16,29%	49,20%	20,00%
Provisión impuesto a las ganancias	-99,79%	-50,53%		
Total del Pasivo Corriente	47,65%	36,03%	34,59%	39,43%
PASIVO NO CORRIENTE				
Deudas bancarias y financieras	32,19%	32,47%	529,82%	198,16%
Previsiones	48,77%	-39,04%	-30,55%	-6,94%
Total del Pasivo No Corriente	32,38%	30,74%	426,58%	163,23%
Total del Pasivo	44,32%	34,84%	61,68%	46,95%
PATRIMONIO	24,56%	27,18%	36,83%	29,53%
Total del Pasivo y Patrimonio	40,35%	33,23%	55,74%	43,11%



3.5 Análisis económico-financiero

Respecto a la **solventia de corto plazo** de la empresa, se observa que el indicador es levemente superior a 1,40 en promedio. Significa que hay suficientes activos corrientes para cancelar los pasivos corrientes existentes al cierre de ejercicio.

Cuadro VII – Análisis Económico-Financiero (RATIOS)		31.12.2013	31.12.2012	31.12.2011	31.12.2010
Solventia a Corto Plazo					
Razón circulante	AC/PC	1,42	1,47	1,51	1,31
Prueba de Acido	(AC - Inventarios)/PC	N/A	N/A	N/A	N/A
Capital de Trabajo (\$)	AC – PC	3.032.893	2.275.248	1.813.092	824.033
Índices de Endeudamiento					
Razón de Endeudamiento	PT/AT	0,82	0,80	0,79	0,76
Razón de Pasivo a PN	PT/PN	4,62	3,98	3,76	3,18
Multiplificador del Capital Contable	AT/PN	5,62	4,98	4,76	4,18
Cobertura de los Intereses	EBIT/Gastos por Intereses	1,89	2,54	3,65	-
Índices de Actividad					
Razón de Activos	Ingresos (Ss + Financ)/AT	0,41	0,42	0,38	-
Rotación de cuentas por cobrar	Ingresos (Ss + Financ)/Cuentas por cobrar	0,50	0,49	0,45	-
Rotación de Inventario	Costo de Ventas/Inventario	N/A	N/A	N/A	N/A
Días de Inventario	Inventario/Costo de Ventas x 365	N/A	N/A	N/A	N/A
Rotación de cuentas por pagar	Compras/Cuentas por pagar	N/A	N/A	N/A	N/A
Período promedio de pago	Cuentas por pagar/Compras x 365	N/A	N/A	N/A	N/A
Índices de Rentabilidad					
Margen de Utilidad					
Margen de Utilidad Neta	UN/Ingresos (Ss + Financ)	0,11	0,13	0,22	-
Rendimiento Bruto sobre los Activos	EBIT/AT	0,15	0,14	0,17	-
Rendimiento sobre los Activos					
Rendimiento Neto sobre los Activos	UN/AT	0,04	0,06	0,08	-
Margen de Utilidad Bruta	EBIT/Ingresos (Ss + Financ)	0,36	0,34	0,45	-
ROA	UN/AT	0,04	0,06	0,08	-
Rendimiento del Capital					
ROE	UN/PN	0,25	0,28	0,39	-



Por otra parte, en cuanto al **apalancamiento financiero**, se observa que la empresa mantiene una **razón de endeudamiento** estable pero en niveles significativos, siendo 0,80 en los dos últimos años analizados. Esto es congruente con la **Razón de Pasivo a Patrimonio Neto** que, aumenta de 3,98 a 4,62 (de 2012 a 2013), lo cual se explica por un aumento del 25% en el patrimonio neto y un aumento del 44% en el pasivo total.

En cuanto al **ROE**, se observa que desde 2011 su caída ronda el 35%. Para determinar el motivo de esta disminución se desagrega el indicador en sus tres componentes:

- ✓ El **Margen de Utilidad Neta**, que mide la eficiencia económica, sufrió una disminución del más del 50% (si se considera su evolución desde el 2011).
- ✓ La **Rotación de los Activos**, que mide eficiencia operativa, prácticamente no sufre variaciones en el período analizado.
- ✓ El **Multiplicador del Capital**, que mide el apalancamiento financiero, se incrementó en un 18% desde 2010 al 2013.

Con lo anterior, podemos concluir que el incremento en el multiplicador del capital no fue suficiente para contrarrestar el impacto de la significativa disminución en el margen de utilidad.

Otra desagregación posible es la del ROA como sigue:

$$ROA \text{ Bruto} = \frac{EBIT}{Ventas} \times \frac{Ventas}{Activos \text{ Totales}}$$

Del primer componente, el **margen de utilidad**, se observa una disminución del 27% desde el 2011 al 2013, pasando dicho indicador de 0,45 a 0,36 respectivamente, lo cual indica una pérdida en el margen que aplica a los productos y/o servicios.

Respecto al segundo componente, la **rotación de los activos**, se mantiene sin variaciones significativas.



De lo anterior, se concluye que la disminución del **ROA** se explica por la caída en el margen de utilidad.



CAPITULO 4: Confección del flujo de fondos proyectado

Del análisis financiero se debe tener en claro que es útil para marcar tendencias según el comportamiento histórico de la empresa, reflejado este último en sus estados contables.

Respecto a la proyección de los flujos, será necesario complementar dicho análisis económico financiero con el comportamiento de variables internas de la empresa y el comportamiento de variables macroeconómicas, como lo son la inflación, la tasa de interés, y el nivel de actividad económica.

Cuando se piensa en proyectar debe definirse el horizonte temporal, y en este caso el mismo será de 5 años. Dicho plazo se justificada por el entorno en el cual se desenvuelve la empresa, inestable y con alta incertidumbre.

En esta etapa, la de realizar estimaciones, será necesario plantear supuestos que servirán de base para dichas proyecciones.

4.1 Estimación de los rubros que componen el flujo de fondos

4.1.1 Ingresos por servicios y por financiación

Considerando las tendencias, se observa un crecimiento de los **ingresos por servicios** del 35% promedio desde el 2011 al 2013. Siendo que la empresa continuará con una política conservadora (análisis interno) y que los indicadores económicos pronostican para 2015 estancamiento y recesión (análisis externo), pronosticar un crecimiento de los ingresos a niveles del 35% sería ambicioso y hasta peligroso, si los gastos a presupuestar utilizan esta base de ingresos.

Entonces, una estimación razonable de los ingresos por servicios, contemplando la situación interna de la empresa y su contexto, es establecer un incremento del 15%.

El mismo razonamiento anterior se aplica a la estimación de los **ingresos por financiación**, si bien su concepto y componentes son distintos, estimar como tendencia un 54% (promedio entre 2011 y 2013), es sobredimensionar dicho crecimiento si se considera la situación interna y externa de la empresa.



De lo anterior se concluye y para ser coherentes con la estimación de ingresos por servicios, que un 15% será una estimación razonable del crecimiento de los ingresos por financiación.

4.1.2 Egresos por servicios y por financiación

Para el caso de los **egresos por servicios**, se proyecta que su comportamiento será similar al calculado en el “Cuadro III” precedente, o sea, se estima que dicho concepto representará el 11% de los ingresos por servicios.

En el caso de los **egresos por financiación**, se prevé que los mismos tengan un incremento significativo para el siguiente año y consecutivos, esto debido a que el costo de deuda continúa en aumento y se estima que su comportamiento no se modificará en el corto plazo.

La menor actividad económica conllevará una reducción en la necesidad de financiamiento de la empresa a través de sus pasivos, consecuentemente se reducirá el pago de intereses (egresos financieros). Además, para compra de insumos en dólares, se piensa en programar las mismas para que no se vean afectadas por alteraciones del tipo de cambio (egresos por diferencia de cambio), complementando esto el menor impacto del costo financiero en el resultado de la empresa.

Del análisis realizado, se concluye que la tendencia de los egresos financieros será un aumento, considerándose pertinente utilizar el indicador calculado en el “Cuadro III”. Por esto, se estima que el rubro se incrementará en un 26,50%.

4.1.3 Incobrabilidad

Atendiendo a la realidad económica del país, donde el estancamiento repercute directamente en la capacidad de pago de los consumidores, la empresa tiene por objetivo que el rubro incobrabilidad no supere el 20% de sus ingresos por servicios, para lo cual está realizando gestiones y una planificación de acciones.

Es de esperar que dicho objetivo sea cumplido, por lo que se tomará dicho indicador como estimación del rubro para el futuro.



4.1.4 Gastos de Personal

Se entiende que los gastos de personal, están estrechamente relacionados con los incrementos salariales dispuestos por acuerdo gremiales, los cuales están atados a la inflación acumulada cada año. Además, se debe tener en cuenta que la empresa en cumplimiento de su política conservadora, espera reducir su personal por la rotación normal y no cubrir dichas vacantes, lo que significa un menor costo laboral.

Por lo expresado precedentemente, es razonable estimar un crecimiento del 20% para el 2015 y sucesivos.

4.1.5 Impuestos y Tasas

Respecto a este rubro, se utilizará el promedio de la tendencia calculada en el “Cuadro III”, por lo que se estima un crecimiento del 16% anual.

4.1.6 Gastos de Publicidad

La empresa presupuesta sus gastos de publicidad a principio de año y realiza un control para que no haya exceso de los mismos. Por esto y siendo que la partida presupuestaria para tal concepto es de 100 millones anual, se utilizará tal presupuesto como proyección más un 5% (desvío razonable y observado en los años 2012 y 2013).

4.1.7 Depreciación de activos fijos y amortización de activos intangibles

En cuanto a los reemplazos de activos fijos e incorporación de intangibles, la empresa no tiene previsto realizar inversiones significativas que impacten fuertemente en este rubro, por lo cual se estima que las depreciaciones y amortizaciones seguirán representando, en promedio, el 1,70% (ídem a participación en de los ingresos por servicios de años anteriores).

4.1.8 Otros egresos operativos

Si bien se prevé que los egresos se incrementen, esto mínimamente por el proceso inflacionario en el cual se desenvuelve la empresa, es de esperar que los operativos sigan la misma suerte. Aquí se utiliza el mismo razonamiento que el



punto anterior y se estima que los egresos operativos proyectados representarían el 21% de los ingresos por servicios.

4.1.9 Resultado de inversiones en asociadas y otras sociedades

Este rubro no será considerado en el análisis, ya que la empresa se ha desprendido de las inversiones en el extranjero y los resultados de las inversiones en controladas argentinas no son significativos ni hacen al negocio de la firma.

4.1.10 Impuesto a las ganancias

La alícuota a la que se encuentra gravada la empresa para determinar el impuesto a las ganancias es del 35%, por lo que define dicha tasa como proyectada.

4.1.11 Capital de Trabajo

Se entiende que el capital de trabajo acompaña al crecimiento de la empresa, esto es, los activos y pasivos de corto plazo. Por lo anterior, se proyecta que los mismos deberán mantener su relación con el crecimiento de los ingresos por servicios.

4.1.12 Inversiones en Activo Fijo (CAPEX)

Dado que la tendencia determinada no proyecta un crecimiento significativo del rubro (análisis horizontal) y además, observando que dichos activos fijos representan menos del 2% de los activos totales (análisis vertical), se decide no contemplar en el análisis nuevas erogaciones por este concepto.

4.1.13 Valor Residual – Perpetuidad

Para completar el análisis y proyección de los flujos es necesario definir qué sucederá con la empresa al final del horizonte de planeación, en este caso se espera que la misma continúe funcionando, por lo que se debe estimar un valor residual de los flujos que se generen luego del año cinco.



Como es de suponer que los flujos a partir del sexto año se repitan indefinidamente, el valor de dicha continuidad se estima mediante el cálculo de una perpetuidad:

$$\text{Valor Residual}_t = \frac{FF_{t+1}}{(Ke - g)}$$

Para determinar el valor de la perpetuidad se estima un crecimiento del 1%, esto asumiendo un criterio conservador motivado por la gran incertidumbre que existe sobre el futuro.

4.1.14 Confección del flujo de fondos proyectado para el accionista

Definidos los criterios con que se estimarán los rubros precedentemente detallados, se continúa con la proyección de los flujos de fondos para los accionistas para el horizonte de valuación de cinco años.

El flujo de fondo para el accionista se representa como sigue:

Utilidad neta
+ Depreciación / Amortización
+ Flujo no operativo
+ Previsiones
- Erogaciones de capital (CAPEX)
- Requerimientos de capital de trabajo
Flujo de FONDOS de LOS ACCIONISTAS

Para la estimación de los flujos, es importante tener en cuenta que solamente se deben considerar partidas que sean entradas o salidas reales de dinero, o sea, no se deben considerar partidas virtuales para determinar el flujo (Por ejemplo: amortizaciones, provisiones, etc.). Estas últimas, solo se tienen en cuenta para



determinar el efecto impositivo, ya que son deducibles de la base imponible de ganancias, pero en ningún caso deben formar parte del flujo de fondos.

FLUJO DE FONDOS PARA EL ACCIONISTA					
	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por servicios	2.799.697	3.219.651	3.702.599	4.257.989	4.896.687
Egresos por servicios	-307.967	-354.162	-407.286	-468.379	-538.636
Ingresos netos por servicios	2.491.730	2.865.490	3.295.313	3.789.610	4.358.052
Ingresos por financiación	2.375.729	2.732.088	3.141.901	3.613.186	4.155.164
Egresos por financiación	-741.920	-853.208	-981.189	-1.128.367	-1.297.622
Ingresos netos por financiación	1.633.809	1.878.880	2.160.712	2.484.819	2.857.542
Resultado neto por inversiones transitorias	-	-	-	-	-
Cargos por incobrabilidad	-559.939	-643.930	-740.520	-851.598	-979.337
Total de ingresos operativos netos del cargo por incobrabilidad	3.565.600	4.100.440	4.715.506	5.422.832	6.236.256
Gastos de personal	-1.192.476	-1.430.971	-1.717.165	-2.060.599	-2.472.718
Impuestos y tasas	-447.951	-515.144	-592.416	-681.278	-783.470
Gastos de publicidad	-105.000	-105.000	-105.000	-105.000	-105.000
Depreciación de activos fijos y amortización de activos intangibles	-47.595	-54.734	-62.944	-72.386	-83.244
Otros egresos operativos	-587.936	-676.127	-777.546	-894.178	-1.028.304
Total egresos operativos	-2.372.857	-2.781.976	-3.255.071	-3.813.440	-4.472.736
Resultado neto antes de inversiones en asociadas/otras s.	1.192.743	1.318.463	1.460.434	1.609.391	1.763.520
Resultado de inversiones en asociadas y otras sociedades	-	-	-	-	-
Resultado antes del impuesto a las ganancias	1.192.743	1.318.463	1.460.434	1.609.391	1.763.520
Impuesto a las ganancias	-417.460	-461.462	-511.152	-563.287	-617.232
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	775.283	857.001	949.282	1.046.104	1.146.288
+ Depreciación activos fijos y amortización activos intangibles	47.595	54.734	62.944	72.386	83.244
+ Previsiones	15.043	15.043	15.043	15.043	15.043
- Erogaciones de Capital	0	0	0	0	0
- Requerimientos de Capital de Trabajo	0	0	0	0	0
FLUJO DE FONDO DE LOS ACCIONISTAS	837.921	926.778	1.027.270	1.133.533	1.244.575



Capítulo 5: Determinación del Costo de Capital

Tal como lo expresa el apartado 1.3 de este trabajo de aplicación, existen diversos modelos mediante los cuales es posible determinar el costo de capital de una empresa.

En este caso particular, para valorar a TARJETA ALEGRÍA S.A. se utilizará el modelo **CAPM (Capital Asset Pricing Model)** definido en el punto 1.3.2.

Recordamos que este modelo establece que la tasa de costo de capital es igual a la suma de la tasa libre de riesgo más la prima de riesgo de mercado ajustada por el riesgo sistemático de la empresa. Entonces se tiene:

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

Donde:

K_e = Costo de capital propio

R_f = Tasa libre de riesgo

β = Beta de los activos de la empresa

R_m = Rendimiento de mercado

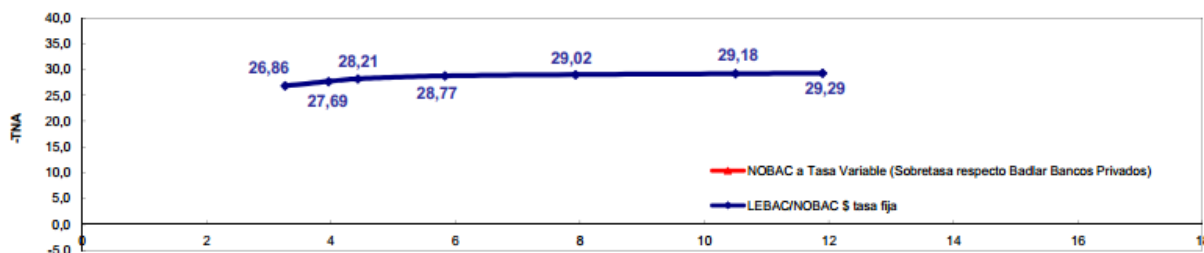
$(R_m - R_f)$ = Prima de riesgo de mercado

5.1 La Tasa Libre de Riesgo en Argentina

Cuando se define la tasa libre de riesgo en el apartado 1.3.2 precedente, se dice que dicha tasa es la renta mínima que brinda una inversión “segura”, y como ejemplo se cita un bono emitido por un país de economía sólida, como los EE.UU. Si bien lo anteriormente es razonable y viable para muchas economías, para la Argentina no es tan simple, ya que para un inversor individual no es simple la posibilidad de realizar operaciones de compra venta de bonos en el exterior. Por lo anteriormente mencionado se define tomar como tasa libre de riesgo las LEBAC¹³ emitidas por el Banco Central de la república Argentina.

¹³ Las LEBAC son títulos de corto plazo que licita dicha entidad a cada semana, su principal característica es que tienen tasa fija.

Rendimiento LEBAC



Fuente: Informe semanal subastas de LEBACs y NOBACs emitido por el BCRA

Como se observa en el informe semanal subastas de LEBACs y NOBACs (10 al 14 de Noviembre) emitido por el BCRA, la tasa LEBAC para 357 días es del 29,29%, pasando a ser en adelante la tasa libre de riesgo para valorar la firma. Respecto al horizonte temporal de la tasa de libre de riesgo utilizada, se entiende razonable a los efectos de la estimación de la tasa descuento anual.

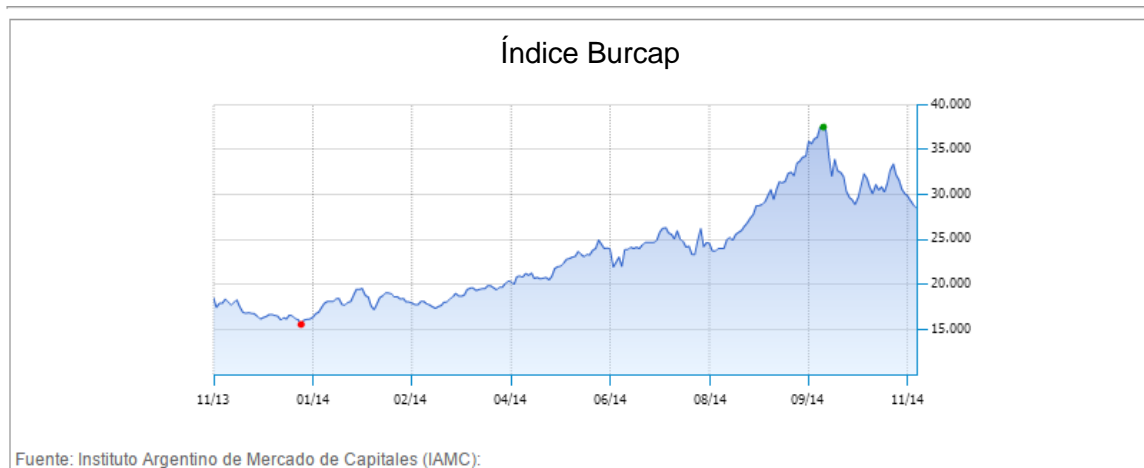
5.2 Prima de riesgo de mercado ($R_m - R_f$)

Se entiende por prima de riesgo de mercado a la diferencia entre el rendimiento del mercado y la tasa libre de riesgo.

Para el presente trabajo de valuación de empresa, se define el índice Burcap¹⁴ como rendimiento de mercado, esto se debe a la metodología de cálculo.

Cabe recordar que éste índice es más representativo de la evolución del mercado Argentino, ya que toma como base a la capitalización bursátil y no al volumen negociado, como lo hace el Merval.

¹⁴ El índice Burcap es un índice basado en función de la capitalización bursátil y no de la liquidez del mercado como es el caso del índice Merval.



Para determinar el rendimiento de mercado se toma como horizonte de análisis el último año, siendo representativo de la situación actual y futura del mercado Argentino. De aquí se obtiene que el rendimiento de mercado es del 64,15%. Entonces, la prima de riesgo de mercado es del 34,86%.

5.3 Beta (β)

Ya se ha definido a beta como la sensibilidad del rendimiento del activo ante modificaciones en la rentabilidad del mercado, lo que constituye una medida del riesgo sistemático de la empresa.

Ahora bien, la forma de sensibilizar el rendimiento del activo según las variaciones en el mercado, es calcular una regresión de los rendimientos de las acciones de la empresa comparativamente con las variaciones del mercado (Burcap).

Siendo que TARJETA ALEGRÍA S.A. no cotiza sus acciones en la bolsa, no es viable el cálculo anterior de manera directa, por lo que se debe determinar un beta comparable.

Determinar un beta comparable implica:

- ✓ Encontrar una empresa que coticen sus acciones en la bolsa local que sea similar a la empresa objeto de nuestro análisis.

Al momento de definir la empresa con similitudes significativas es importante tener en cuenta en la comparación los productos/servicios que vende, los clientes a los que les vende, sus competidores y que tipo de mercadería compra. Encontrando similitud en esto, se piensa que la empresa es comparable.

- ✓ Determinar la beta de esta empresa comparable relacionando los retornos de la acción en consideración con los rendimientos de la cartera de mercado para una unidad de tiempo determinada.
- ✓ Desapalancar la beta obtenida con la estructura de capital de la empresa comparable.
- ✓ Apalancar la beta con la estructura de capital de la empresa en estudio.

La firma comparable seleccionada es Grupo Galicia [G.F. Galicia (GGAL)], ya que por ser TARJETA ALEGRÍA S.A. parte del grupo inversor seleccionado, resulta apropiado y razonable.

Luego de realizado el análisis de regresión lineal mencionado párrafos anteriores, se obtiene un beta (β) para la comparable de 0,9715. Este valor indica que por cada 1% que varía el rendimiento del mercado, los rendimientos de Grupo Galicia varían aproximadamente 0,9715%.

Ahora, para desapalancar la beta, se toman los datos de la empresa comparable y se calcula lo siguiente:

$$\text{Beta desapalancado} = \left[\frac{\text{Beta apalancado}}{\left(1 + \left[\frac{Dc}{Ec} * (1 - tc)\right] \right)} \right]$$

Donde:

Dc/Ec = Razón de pasivo y patrimonio neto de la comparable.

Tc = Tasa marginal del impuesto a las ganancias de la comparable.

Como se observa, para realizar el cálculo del beta desapalancado se debe obtener la estructura de financiamiento de la empresa comparable, en este caso, se utilizó la información de los estados contables anuales publicados a diciembre 2013¹⁵. Del análisis de dichos balances de publicación correspondientes al Grupo Financiero Galicia S.A. se obtuvo un pasivo igual a \$ 76.208.594 y como

¹⁵ www.cnv.gob.ar



patrimonio neto \$ 6.947.229. Además, se supone una tasa impositiva para la comparable del 35%.

Con los datos mencionados en el párrafo anterior, obtenemos una beta desapalancada igual a 0,1195. Esto significa que hemos eliminado de beta el efecto de la estructura de financiamiento de Grupo Financiero Galicia S.A., por lo que estamos en condiciones de apalancar dicha beta con la estructura de financiamiento de TARJETA ALEGRÍA S.A. y así determinar la beta objetivo de la empresa bajo análisis. El cálculo se realiza empleando la fórmula que se detalla a continuación:

$$\text{Beta apalancado} = \text{Beta desapalancado} * \left[1 + \frac{Do * (1 - t_o)}{Eo} \right]$$

Donde:

Do/Eo = Razón de pasivo y patrimonio neto de la empresa objetivo.

Para calcular el beta apalancado, se tomaron los datos de los estados contables de TARJETA ALEGRÍA S.A. a diciembre de 2013, siendo el importe del pasivo igual a \$ 8.963.681 y el patrimonio neto igual a \$ 1.942.084, suponiéndose una tasa impositiva del 35%.

Con los datos anteriormente mencionados, se obtiene un beta de 0,478.

5.4 Determinación del costo de capital – Modelo CAPM

En este momento ya hemos calculado cada uno de los componentes para determinar el costo de capital de la empresa según el modelo CAPM:

$$Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$$

$$Ke = 0,2929 + 0,478 (0,6415 - 0,2929)$$

$$Ke = 0,4595 = 45,95\%$$



Capítulo 6: Cálculo del Valor de la empresa

Hasta aquí, hemos determinado el flujo de fondos para el accionista y el costo de capital. A partir de estos datos, se procederá a calcular y determinar el valor de la firma (Equity de TARJETA ALEGRÍA S.A.) mediante la siguiente expresión:

$$\text{Valor del Capital Accionario} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{ECF_t}{(1 + Ke)^t} + \frac{ECF_{t+1}/(Ke - g)}{(1 + Ke)^{t+1}}$$

De las estimaciones realizadas, surge que el valor de la empresa es de \$2.066.679.000.

VALUACIÓN DE LA EMPRESA						
	2015	2016	2017	2018	2019	Perpetuidad
FF DE LOS ACCIONISTAS	837.921	926.778	1.027.270	1.133.533	1.244.575	2.796.471
Costo de Capital						45,95%
Valor del Equity						2.066.679



Capítulo 7: Análisis de sensibilidad

En el capítulo anterior calculamos el valor de la empresa. Como ya fuera mencionado, dicho valor surge de la estimación de las variables con las que se determina el flujo de fondos de la firma y la tasa de costo de capital.

En este punto es importante tener en cuenta que, la empresa se desarrolla en un contexto de significativa incertidumbre e inestabilidad económica y política. Por esto y por lo comentado en el primer párrafo de este capítulo, es necesario plantear distintos escenarios para determinar el impacto que tiene sobre el valor de la firma la modificación de las variables críticas.

La herramienta a aplicar es un análisis de sensibilidad, en el cual se analiza “que sucede si”. O sea, se modifica el nivel de una de las variables clave y se analiza el impacto que la misma tiene sobre el valor de la empresa.

Se procederá a la construcción de dos escenarios posibles, uno optimista donde las variables clave asumirán valores superiores a los esperados en la situación probable y otro pesimista donde las variables clave asumirán valores inferiores a los esperados en la situación probable.

7.1 Escenario Optimista

Las variables definidas como claves son los ingresos y egresos tanto por servicios como por financiación, variables consideradas sensibles al impacto de los factores macroeconómicos.

Un escenario optimista indicaría que el PBI proyectado para 2015 crecerá a un nivel mayor que el estimado en el presente trabajo. Dicho crecimiento impacta directamente en el consumo, lo que implica una mayor utilización de la tarjeta de crédito y por consiguiente implica un aumento en los ingresos.

Una proyección optimista significa un crecimiento del PBI del 2% y como se menciona anteriormente, se corresponde con un incremento de los ingresos. Aquí para determinar la tendencia del consumo, la cual deberá ser mayor al 15% estimado en un inicio, se toma como proyección de los ingresos el crecimiento de los mismos contemplados en los estados contables trimestrales de 2014 y 2013.



La utilización de los trimestrales, se justifica en que se cuenta con información actualizada, lo que supone contemplar la evolución de la economía del 2014. Cabe aclarar que los ingresos de la empresa son constantes en el tiempo, es decir, no tienen estacionalidad.

Tendencia Ingresos (en miles de pesos)			
	30.09.2014	30.09.2013	Crecimiento
Ingresos por servicios	2.143.764	1.771.796	21%

Este crecimiento del 21% en los ingresos por servicios será reproducido como tendencia de los ingresos por financiamiento.

Por otra parte, para proyectar los gastos, se relacionan con la inflación estimada y con los mayores costos variables impulsados por mayores ingresos. Con esto, es razonable mantener el nivel de gastos obtenido en las tendencias, lo cual significa que incrementarían siguiendo a los ingresos.

Ya se ha determinado la tendencia de los ingresos y egresos por servicios, dos de las variables clave de alto impacto en los flujos de fondos. Ahora es necesario reproducir este razonamiento en los ingresos y egresos por financiamiento, o sea, se proyectará que dichas variables tienen el mismo comportamiento que el determinado para el rubro servicios.

Con esto, el valor de la firma bajo el escenario optimista sería de \$ 2.802.619.000.



FLUJO DE FONDOS PARA EL ACCIONISTA					
	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos por servicios	2.945.768	3.564.379	4.312.899	5.218.608	6.314.515
Egresos por servicios	-372.554	-488.045	-639.339	-837.534	-1.097.170
Ingresos netos por servicios	2.573.214	3.076.334	3.673.560	4.381.073	5.217.345
Ingresos por financiación	2.499.680	3.024.612	3.659.781	4.428.335	5.358.285
Egresos por financiación	-1.111.683	-1.456.305	-1.907.759	-2.499.165	-3.273.906
Ingresos netos por financiación	1.387.997	1.568.308	1.752.022	1.929.170	2.084.380
Resultado neto por inversiones transitorias	-	-	-	-	-
Cargos por incobrabilidad	589.154	712.876	862.580	1.043.722	1.262.903
Total de ingresos operativos netos del cargo por incobrabilidad	4.550.365	5.357.518	6.288.161	7.353.965	8.564.628
Gastos de personal	-1.341.536	-1.542.766	-1.774.181	-2.040.308	-2.346.354
Impuestos y tasas	-600.200	-720.240	-864.288	-1.037.145	-1.244.575
Gastos de publicidad	-105.000	-105.000	-105.000	-105.000	-105.000
Depreciación de activos fijos y amortización de activos intangibles	-50.078	-60.594	-73.319	-88.716	-107.347
Otros egresos operativos	-633.340	-766.342	-927.273	-1.122.001	-1.357.621
Total egresos operativos	-2.722.052	-3.194.942	-3.744.061	-4.393.170	-5.160.896
Resultado neto antes de inversiones en asociadas/otras s.	1.828.313	2.162.576	2.544.100	2.960.795	3.403.732
Resultado de inversiones en asociadas y otras sociedades	-	-	-	-	-
Resultado antes del impuesto a las ganancias	1.828.313	2.162.576	2.544.100	2.960.795	3.403.732
Impuesto a las ganancias	-639.910	-756.902	-890.435	-1.036.278	-1.191.306
RESULTADO NETO DEL EJERCICIO	1.188.404	1.405.674	1.653.665	1.924.517	2.212.426
+ Depreciación activos fijos y amortiz. intangibles	50.078	60.594	73.319	88.716	107.347
+ Previsiones	15.043	15.043	15.043	15.043	15.043
- Erogaciones de Capital	0	0	0	0	0
- Requerimientos de Capital de Trabajo	0	0	0	0	0
FLUJO DE FONDO DE LOS ACCIONISTAS	1.253.525	1.481.312	1.742.027	2.028.276	2.334.816



VALUACIÓN DE LA EMPRESA						
	2015	2016	2017	2018	2019	Perpetuidad
FF DE LOS ACCIONISTAS	924.580	1.131.294	1.389.341	1.703.438	2.085.727	4.840.568
Costo de Capital						45,95%
Valor del Equity						2.802.619

7.2 Escenario Pesimista

Un escenario pesimista indicaría que el PBI proyectado para 2015 caería por debajo del nivel estimado en los dos escenarios planteados hasta el momento (escenario normal y optimista). Dicha disminución del PBI impacta directamente sobre las variables definidas como críticas.

Respecto a la proyección del PBI, se estima que el mismo será del 0,5% y como se menciona anteriormente, se corresponde con una disminución de los ingresos. Aquí la tendencia negativa del consumo impacta directamente en los ingresos disminuyendo el crecimiento de los mismos a solo el 12% anual y un incremento de costos por servicios al 31% por efecto de la inflación.

Este incremento definido se obtiene siguiendo el razonamiento de los ingresos por servicios definidos en el escenario optimista, o sea, se determina la tendencia de gastos con el comportamiento de egresos por servicios en los estados contables trimestrales mencionados en dicho apartado.

Tendencia Egresos (en miles de pesos)			
	30.09.2014	30.09.2013	Crecimiento
Egresos por servicios	-269.691	-206.481	31%

La intención de estas estimaciones, es reflejar el fuerte impacto que tiene en el valor de la empresa la modificación de las variables mencionadas precedentemente.



Con esto, el valor de la firma bajo el escenario pesimista sería de \$ 644.961.000.

VALUACIÓN DE LA EMPRESA						
	2015	2016	2017	2018	2019	Perpetuidad
FF DE LOS ACCIONISTAS	360.370	342.093	315.118	270.025	201.661	445.915
Costo de Capital						45,95%
Valor del Equity						644.961



Capítulo 8: Conclusiones

El presente trabajo final de aplicación tenía por finalidad determinar el valor de mercado de la empresa TARJETA ALEGRÍA S.A.. Para alcanzar dicho objetivo, se encuadró el trabajo en el marco teórico de las Finanzas Corporativas, dentro del cual se definió como método de valuación de la firma el método de flujos de fondos descontados (Discounted Cash-Flow).

Como punto de inicio y previo al análisis cuantitativo sobre los datos de la empresa a valorar, se realizó un análisis de la información cualitativa de modo de conocer factores críticos que podrían afectar a los primeros. De este análisis se pudo determinar que, por historia, la empresa cuenta con clientes fieles y una cultura que hace a sus colaboradores más productivos, aspectos importantes ya que los mismos tienen una repercusión positiva en los flujos de fondos a generar. Del análisis cualitativo mencionado, surgen oportunidades de mejora para la empresa, como lo son la posibilidad de mejorar sus procesos burocratizados, además de comenzar a reestructurar sus áreas o sectores de manera de crecer en eficiencia, lo cual reportaría una mejora en los flujos. Es aquí donde se puede observar que implícito en la valuación de la firma, recorriendo la metodología seleccionada, se obtiene información útil para la toma de decisiones operacionales.

Por otra parte, se realizó un análisis del contexto político-económico en el cual se desenvuelve la empresa, determinando que existe un alto intervencionismo por parte del gobierno en materia de regulaciones de tasas, lo que impacta directamente y de manera negativa sobre los flujos que pueda generar la firma. Además, la situación actual del país y las proyecciones indican que serán épocas de estancamiento económico, lo que amortiguará cualquier intención de crecimiento por parte de TARJETA ALEGRIA.

Cabe destacar que los factores cualitativos mencionados, se contemplaron al momento de determinar las tendencias, explicándose por esto el escenario conservador o de crecimiento escaso de las distintas variables que afectan el flujo de la empresa.



Posteriormente e ingresando ya en el análisis numérico y particularmente en el análisis vertical, se observaron comportamientos relevantes, como es el caso de la estructura de inversión, donde más del 90% del activo de la empresa es corriente y dentro del mismo más del 80% se corresponde con “Créditos por servicios prestados”, lo cual evidencia su objetivo principal, el de financiar consumo. De manera similar, por el lado de la estructura de financiamiento, los pasivos representan más del 80% y dentro del mismo, casi un 50% se corresponde con “Cuentas por pagar”, lo que indica que la empresa se financia en gran parte con los comercios adheridos.

Por otra parte, del análisis horizontal se observa un incremento en los ingresos, los cuales están siendo acompañados por un incremento de los egresos hasta en mayor magnitud que los primeros. Por esto, se detectó una oportunidad para que la empresa mejore la productividad y con ello su eficiencia en términos de costos. Siguiendo la metodología y como inicio del proceso de valuación, se proyectaron los flujos de fondos de la empresa y se determinó la tasa de costo de capital por el método CAPM (Capital Asset Pricing Model). Luego, se descontaron los flujos obtenidos por la tasa de costo de capital para obtener de esta manera el valor de TARJETA ALEGRÍA S.A.

Por último y para definir el intervalo en el que se encuentra incluido el valor de la firma, se sensibilizaron las variables críticas que afectan los flujos de la empresa, es decir, aquellas variables que ante modificaciones tienen impacto significativo en los flujos de TARJETA ALEGRÍA.

Entonces, de la aplicación de método de valuación se obtuvo que el valor razonable para la empresa asciende a \$2.066.679.000 y de la sensibilización de los flujos, bajo un escenario pesimista y uno optimista, se obtuvo como valor: \$644.699.000 y \$2.802.619.000 respectivamente.

El desafío del presente trabajo fue el de determinar el valor razonable de TARJETA ALEGRÍA S.A. en una economía en desarrollo como lo es la Argentina, con inestabilidad, incertidumbre y factores críticos que afectan directamente a los flujos y la tasa de costo de capital, como lo son las regulaciones de tasas y la inflación entre otros.



Si bien el contexto no es el más favorable para la determinación del valor de la firma, se utilizó un método validado por diversos autores y por la práctica profesional, de modo que el valor obtenido se considera razonable.

En definitiva, fundamentado en la herramienta utilizada y de acuerdo a las justificaciones presentadas en el desarrollo del presente trabajo, se puede concluir que se alcanzó el objetivo planteado de determinar el valor razonable para la firma TARJETA ALEGRÍA S.A.



Bibliografía

Libros - Papers

Dapena Fernandez, J. L. (2014). Finanzas de la Empresa, toma de decisiones y subjetividad -1a ed. Córdoba : Asociación Cooperadora de la Facultad de Ciencias Económicas de la U.N.C.

Dunrauf, G. L. (2010). Finanzas Corporativas: un enfoque latinoamericano . Buenos Aires : Alfaomega .

Pereiro, L.E. & Galli, M. (2000). La Determinación del Costo del Capital en la Valuación de Empresas de Capital Cerrado: una Guía Práctic. Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas y Universidad Torcuato Di tella.

Ross. (2010). Fundamentos de finanzas corporativas. En Ross, Fundamentos de finanzas corporativas. Santa Fe: Mc Graw Hill.

Brealey, R., Myers, S. y Allen, F. (2009)- Principios de Finanzas Corporativas. Madrid-Editorial McGraw Hill. Octava Edición.

Fernandez, Pablo (2007). Los 120 Errores en la Valoración de Empresas. IESE Business School – Universidad de Navarra. Barcelona, España.

Instituto Argentino de Mercado de Capitales (1998). Análisis de Acciones. Aspectos metodológicos, información actualizada y sumario estadístico

Sitios WEB

- www.cnv.gov.ar
- www.merval.sba.com.ar
- <http://finance.yahoo.com>
- www.lanacion.com.ar
- www.clarin.com
- www.lavoz.com.ar
- www.bcra.gov.ar
- www.bolsar.com.ar
- www.indec.gov.ar