

**UCEMA**  
**Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina**

**Maestría en Finanzas**

Trabajo final de la Maestría  
**Valuación del Grupo Supervielle (SUPV)**

Autor:  
Cristian Sebastian Martinez

Tutor:  
Dr. Jose Pablo Dapena

Buenos Aires, Diciembre de 2017

**UCEMA**  
**Universidad del Centro de Estudios Macroeconómicos de Argentina**

**Maestría en Finanzas**

Trabajo final de la Maestría

**Valuación del Grupo Supervielle (SUPV)**



Cristian Sebastian Martinez  
Diciembre de 2017

## RESUMEN EJECUTIVO

Recomendación: **COMPRA**

Precio Objetivo: **ARS 120,84 (Upside potencial 26,5%)**

Precio Actual: **ARS 95,55 (07/12/2017)**

## GRUPO SUPERVIELLE

Grupo Supervielle SA (GS) es un grupo financiero argentino de capitales privados enfocado en proveer servicios bancarios y financieros a personas físicas y Pymes.

Está controlado por Julio Patricio Supervielle, descendiente de la familia fundadora, con el 36,1% del capital social y el 69,7% de los votos. El grupo cuenta con casi 130 años de historia, desde que la familia Supervielle ingresó por primera vez en el sector de los servicios financieros de Argentina en 1887.

## RECOMENDACIÓN

Luego del buen resultado en las elecciones legislativas del corriente año se espera que el gobierno cuente con el apoyo necesario para continuar implementando las reformas económicas y políticas que volverán a integrar a la Argentina al mundo de los negocios con el potencial ingreso de inversiones extranjeras luego de varios años de aislamiento. Se espera que el PIB crezca al 3% interanual, debido a las inversiones en infraestructura y agricultura, la eliminación de los controles de divisas y las reformas impositivas y laborales. En el mes de noviembre, Moody's mejoró la calificación crediticia soberana del país y se espera que el año próximo el MSCI incluya al país como emergente al incluirlo en dicho índice.

SUPV espera beneficiarse de estas reformas macroeconómicas. Su modelo de negocio y su posición en la industria bancaria argentina han ayudado a la compañía a producir un crecimiento mayor a sus pares. En el segundo trimestre del año fiscal 2017, SUPV incrementó la utilidad neta en 245% interanual. Esto se debe al segmento bancario donde opera el grupo, que apunta en gran medida al cliente no bancarizado con mayor riesgo crediticio que se ve ampliamente recompensado por los altos márgenes. Son para destacar dos contratos importantes en la generación de negocios: en primer lugar, el segmento de Consumer Finance continúa creciendo debido a una asociación exclusiva con Walmart hasta 2020 para proporcionar préstamos de consumo, tarjetas de crédito y productos de seguros en cada uno de los 109 supermercados de Walmart en el país. En segundo lugar, el segmento jubilados proporciona ingresos constantes y ayuda a mantener los NIM. El acuerdo de SUPV con la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSeS) le permite al banco actuar como agente pagador del 13,2% de todos los pagos mensuales del sistema de seguridad social, ocupando el primer lugar entre los bancos privados argentinos. SUPV tiene dedicados 78 centros de servicios para personas mayores, lo que permite el acceso a clientes potenciales de servicios financieros: las personas mayores, que representan el 32% de los ingresos y el 25% de su base de depósitos. En cuanto a las pymes, que representan el 28% de su cartera de préstamos, se beneficiarán de la creciente economía de Argentina, convirtiéndose el sector en uno de los principales impulsores del crecimiento de la demanda de crédito. A medida que la economía tenga un mejor desempeño, más préstamos corporativos estarán disponibles para las PYMES.

Actualmente SUPV tiene abierto al mercado el 64% de su capital, pero un dato no menor es que representa el 30% de los votos, mientras que el restante 70% está en manos de un solo accionista (persona física) que es miembro de la familia fundadora.

## VALUACIÓN

Para arribar al precio objetivo se utilizó la siguiente metodología:

- **70% Valuación por Múltiplos** considerando el promedio los valores de EPS, PE, PBV y PS de los 6 principales bancos comparables en el mercado argentino ajustados por capitalización bursátil.
- **30% DCF** considerando una leve mejora en el market share de préstamos, manteniendo los niveles actuales en depósitos y con proyecciones de crecimiento de largo plazo y variables macroeconómicas acorde a lo estimado por el mercado.

## GRUPO SUPERVIELLE S.A.

Ticker NYSE, BCBA SUPV

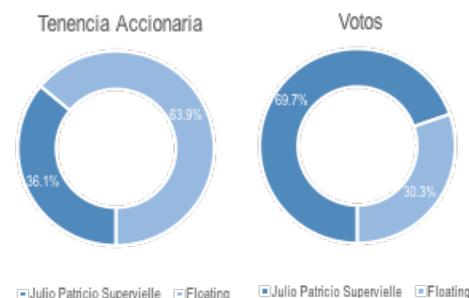
Sector	Servicios Financieros
Industria	Bancos
Region	América Latina
País	Argentina

<b>Target Price</b>	<b>120,84</b>
Current Price (07/12/17)	95,55
Potencial de Upside	26,5%

Avg Volume 30d ARSm	116,6
52 Week Range	38,24 - 99,00
1m	-2,94%
3m	28,67%
YTD	115,53%

Market Cap. ARS bn	43,64
EV ARS bn	86,54
Free Float %	63,9%

EPS	3,53
PE	27,05
PBV	4,95
DPS	0,07
EBIT (ARS M)	7.613,71
Net Income (ARS M)	1.701,95
ROE	11,8%
ROA	2,2%



## Segmentos de Negocios (por Revenue)



## DESCRIPCION DE LA EMPRESA Y MODELO DE NEGOCIO

### Descripción del Negocio

Grupo Supervielle es el cuarto banco privado de capital nacional más grande de Argentina en términos de activos. Mantiene una fuerte presencia geográfica en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y en el área metropolitana del Gran Buenos Aires, y es líder en términos de la red bancaria en algunas de las regiones más dinámicas del país, entre otras Mendoza y San Luis. El **Banco Supervielle**, consolidado con **Cordial Compañía Financiera (CCF)**, es su principal activo, comprende el 97,2 % de sus activos totales al 30 de junio de 2017 y cuenta con un historial de sostenido crecimiento.

Entre diciembre de 2009 y junio de 2017, la cartera de préstamos del banco creció a una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 41,4%, en comparación con el 33,5% de los bancos privados y con el 32% del sistema financiero argentino. Entre el 30 de junio de 2016 y el 30 de junio de 2017 la cartera de préstamos y de leasing creció 51,3% comparado con el crecimiento del 40,3% que registraron los préstamos al sector privado de todo el sistema financiero.

Entre diciembre de 2009 y junio de 2017, el total de depósitos creció a una tasa de crecimiento anual compuesta (CAGR) del 38,6%, en comparación con el 30,7% de los bancos privados y con el 31% del sistema financiero argentino. Entre el 30 de junio de 2016 y el 30 de junio de 2017 los depósitos y obligaciones negociables no subordinadas creció un 72,1%.

Al 30 de junio de 2017, GS prestaba servicios a aproximadamente 2,3 millones de clientes, y contaba con activos totales por ARS 67,2 mil millones (aproximadamente USD 4,3 mil millones), además de ARS 13,6 mil millones (aproximadamente USD 817 millones) en activos administrados por **Supervielle Asset Management SGFCI (SAM)**. Al 30 de junio de 2017, el Banco y CCF representaban, respectivamente, el 88,9 % y el 8,7 % de los activos totales del grupo.

Al 31 de diciembre de 2016 y 2015, según cálculos realizados en base a las cifras informadas por el Banco Central y terceros, la participación de mercado del GS en cuanto a productos o segmentos era la siguiente:

- El 7,0% de préstamos personales del sistema financiero privado de Argentina al 31 de diciembre de 2016, en comparación con el 5,7% al 31 de diciembre de 2015.
- Leasing: el 12,7% en términos de bancos privados, y más del 13,1% si se tomara en cuenta la cartera de leasing securitizada dGS al 31 de diciembre de 2016, en comparación con el 9,6% y más del 11,0%, respectivamente, al 31 de diciembre de 2015.
- Tarjetas de crédito MasterCard para las cuales se emitieron resúmenes de cuenta: el 9,2% al 31 de diciembre de 2016, en comparación con el 10,0% al 31 de diciembre de 2015.
- El 6,9% en términos de factoring del sistema financiero argentino al 31 de diciembre de 2016, en comparación con el 5,2% al 31 de diciembre de 2015.
- El 12,3% de todos los pagos previsionales para jubilados y pensionados de Argentina al 31 de diciembre de 2016 y el 12,9% al 31 de diciembre de 2015.
- Depósitos en bancos privados en las regiones de Mendoza y San Luis: el 55,8% y 18,5%, respectivamente.
- Préstamos totales en bancos privados en las regiones de Mendoza y San Luis: el 48,9% y 22,6%, respectivamente.

El grupo ofrece diversos productos y servicios financieros, diseñados para cubrir las necesidades de sus clientes a través de un enfoque multimarca y multicanal. Ha desarrollado un modelo de negocios multimarca para diferenciar los productos y servicios financieros que ofrece a un amplio espectro de clientes, que abarca individuos, PYMEs y empresas medianas y grandes. La infraestructura de la que dispone en la actualidad se basa en su estrategia de distribución multicanal, con presencia en diferentes puntos del país a través de 324 puntos de acceso, que incluyen 177 sucursales bancarias (78 de las cuales son centros de atención a jubilados y pensionados en sucursales bancarias integrales: "sucursales especializadas en el pago a jubilados y pensionados"), 19 centros de venta y cobro, 67 puntos de venta a clientes de CCF ubicados en supermercados Walmart, 61 sucursales para el segmento consumo y otros puntos de venta, 505 cajeros automáticos y 168 terminales de autoservicio.

Al 30 de junio de 2017, la relación entre cartera de préstamos y sucursales del Banco era de ARS 222,1 millones, en comparación con los ARS 120,5 millones del al 31 de diciembre de 2015. De acuerdo con los respectivos estados contables al 30 de junio de 2017, y la red de sucursales bancarias a marzo de 2017 la relación cartera de préstamos / sucursales de Banco Macro S.A. era de ARS 236,8 millones, de Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. de ARS 460,7 millones, y de BBVA Banco Francés S.A. de ARS 350,5 millones, mientras que para los bancos privados argentinos era de ARS 288,2 millones.

La relación cartera de préstamos / sucursales al 31 de diciembre de 2015 de Banco Macro S.A. era de ARS 138,3 millones, de Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. de ARS 287,3 millones y de BBVA Banco Francés S.A. era de ARS 227,5 millones, y para los bancos privados argentinos era de ARS 190,4 millones.

GS identifica oportunidades de cross-selling y ofrece productos específicos a sus clientes en cada punto de contacto, inclusive actuando como proveedor exclusivo de servicios financieros para los clientes de Walmart Argentina en 67 de los 107 supermercados de Walmart Argentina ubicados en 21 provincias. A través de estos canales de distribución, GS tuvo acceso a 383.000 clientes potenciales en los seis meses finalizados el 30 de junio de 2017. Además de Walmart, GS ofrece servicios

financieros a clientes en 20 sucursales de Tarjeta Automática S.A., y es el proveedor exclusivo de servicios financieros a Hiper Tehuelche S.A., con 16 tiendas, a través de las cuales GS tuvo acceso a un total de 67.000 clientes potenciales en los seis meses finalizados el 30 de junio de 2017.

Al 30 de junio de 2017, combinado con Walmart Argentina, GS contaba con préstamos pendientes de amortización por un total de aproximadamente ARS 5,6 mil millones generados a través de estos canales de distribución.

Al 30 de junio de 2017 y al 31 de diciembre de 2016, en forma consolidada, GS tenía:

- Aproximadamente 2,3 millones de clientes, incluidos 1,9 millones de clientes del segmento minorista del Banco y aproximadamente 0,5 millones de clientes del segmento minorista de las demás subsidiarias del grupo, 17.258 comercios y 4.569 PYME, mediana y grandes empresas al 30 de junio de 2017, en comparación con los más de 2 millones de clientes, incluidos 1,8 millones de clientes del segmento minorista del Banco y aproximadamente 0,4 millones de clientes del segmento minorista de las otras subsidiarias del grupo, 16.078 comercios y 4.587 PYME, empresas medianas y grandes empresas al 31 de diciembre de 2016;
- ARS 67,2 mil millones en activos totales al 30 de junio de 2017, en comparación con ARS 53,2 mil millones en activos totales al 31 de diciembre de 2016;
- ARS 40 mil millones en préstamos al sector privado, y ARS 1,9 mil millones en créditos por arrendamientos financieros al 30 de junio de 2017, en comparación con ARS 35,3 mil millones en préstamos al sector privado y ARS 1,5 mil millones en créditos por arrendamientos financieros al 31 de diciembre de 2016;
- ARS 2,2 mil millones de cartera de préstamos securitizada al 30 de junio de 2017, comparado con ARS 1,4 mil millones de cartera securitizada de préstamos al 31 de diciembre de 2016;
- ARS 42,8 mil millones en depósitos, incluyendo ARS 36,5 mil millones del sector privado no financiero, ARS 7,99 millones del sector financiero y ARS 6,4 mil millones del sector público no financiero al 30 de junio de 2017, en comparación con ARS 35,9 mil millones en depósitos, incluso ARS 33,3 mil millones del sector privado no financiero, ARS 251,0 millones del sector financiero y ARS 1,2 mil millones del sector público no financiero al 31 de diciembre de 2016;
- ARS 7,8 mil millones en patrimonio neto al 30 de junio de 2017, en comparación con ARS 2,4 mil millones en patrimonio neto al 31 de diciembre de 2016;
- 45,146 empleados al 30 de junio de 2017, en comparación con los 4.843 empleados al 31 de diciembre de 2016.

En sus productos y servicios no financieros relacionados con actividades de cross-selling, GS registraba:

- ARS 13,6 mil millones (aproximadamente US\$817 millones) en activos administrados a través de Supervielle Asset Management al 30 de junio de 2017;
- ARS 795,5 millones (aproximadamente US\$47,9 millones) en primas emitidas brutas calculadas al 30 de junio de 2017 a través de Supervielle Seguros S.A. por el período de doce meses finalizado el 30 de junio de 2017;
- ARS 264,0 millones (aproximadamente US\$15,9 millones) en ingresos netos a través de Espacio Cordial Servicios S.A., sociedad constituida por GS para la venta de productos y servicios no financieros, por el período de doce meses finalizado el 30 de junio de 2017.

GS ha desarrollado una estrategia de segmentación de su base de clientes para atender las necesidades específicas de cada una de sus categorías. Su modelo de negocios le ha permitido obtener niveles de rentabilidad y crecimiento sostenidos, que se han acelerado desde la Oferta Pública Inicial y capital obtenido en mayo de 2016.

El ROAE del Grupo Supervielle fue del 37,9%, 30,8%, 22,7%, 32,2% y 26,3% en los ejercicios económicos finalizados el 31 de diciembre de 2012, 2013, 2014, 2015 y 2016, en comparación con el ROAE promedio del 24,4%, 26,5%, 29,6%, 28,9% y 27,5% para bancos privados del sistema financiero argentino durante los mismos períodos. GS logró márgenes financieros netos del 17,3%, 16,4%, 17,4%, 18,1% y 20,6% en los ejercicios económicos finalizados el 31 de diciembre de 2012, 2013, 2014, 2015 y 2016, que se comparan favorablemente con los promedios para bancos privados del sistema financiero argentino del 12,4%, 12,5%, 14,3%, 19,8% y 14,9% por los ejercicios económicos mencionados. Al 31 de diciembre de 2016, el Banco representaba el 4,8% de todos los préstamos y operaciones de leasing mantenidas en el sistema financiero privado argentino (que no incluye a los bancos públicos) y el 3,4% de todos los depósitos mantenidos en el sector financiero privado del país, en comparación con el 3,8% y el 3,3%, respectivamente, en 2012.

### Segmentos de Negocio

El grupo conduce sus operaciones a través de los siguientes segmentos ordenados según su participación en los Ingresos Netos (a junio 2017):

- Banca Minorista: 56%
- Consumo: 17%
- Banca Empresa: 14%
- Finanzas y mercado de capitales: 5%
- Administración de FCI y otros: 5%
- Seguros: 4%

## ESTRUCTURA SOCIETARIA

### Accionistas

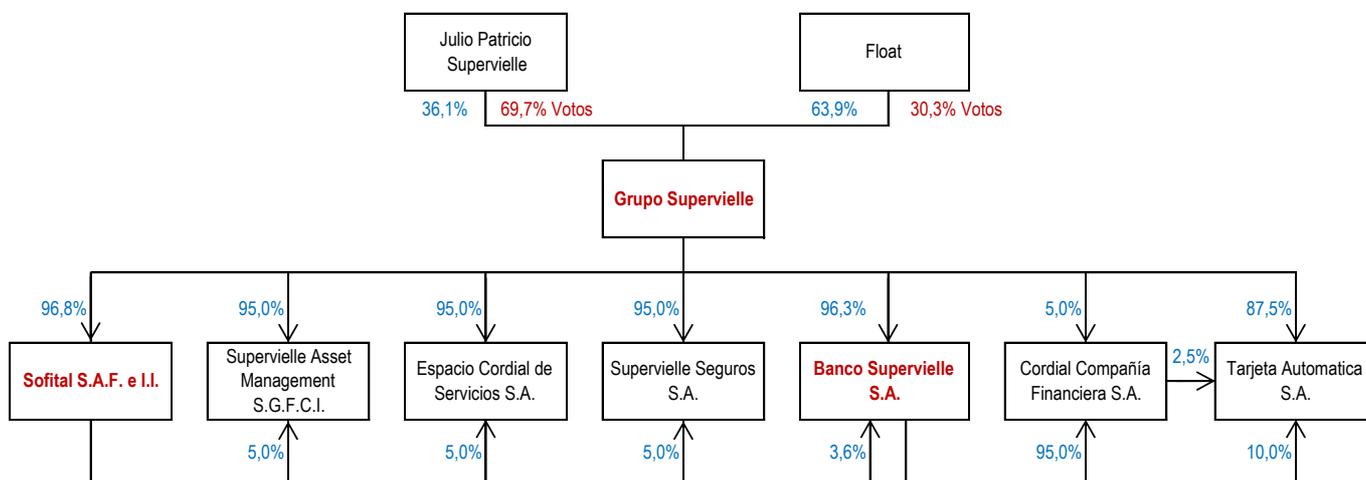
Los accionistas del grupo se detallan en el siguiente cuadro:

Accionistas	Clase A	Clase B	Total Acciones	% Capital	Derecho a voto	% Votos
Julio Patricio Supervielle	126.738.188	37.954.238	164.692.426	36,1%	671.645.178	69,7%
Floating	-	292.029.896	292.029.896	63,9%	292.029.896	30,3%
<b>Total</b>	<b>126.738.188</b>	<b>329.984.134</b>	<b>456.722.322</b>	<b>100,0%</b>	<b>963.675.074</b>	<b>100,0%</b>

### Empresas Subsidiarias

GS ofrece sus productos y servicios en las principales regiones y ciudades de Argentina a través de sus empresas subsidiarias:

- Banco Supervielle S.A., un banco comercial universal,
- Cordial Compañía Financiera S.A., una empresa especializada servicios financieros orientados al consumo,
- Tarjeta Automática S.A., una empresa de servicios financieros universales con una red de distribución,
- Supervielle Seguros S.A., una empresa que se especializa en seguros,
- Supervielle Asset Management Sociedad Gerente de FCI S.A., una sociedad gerente de fondos comunes de inversión, y
- Espacio Cordial de Servicios S.A., una empresa dedicada a comercializar productos y servicios complementarios.



## DESCRIPCION DEL MERCADO DONDE OPERA Y POSICION COMPETITIVA

El sistema financiero argentino se encuentra muy fragmentado en comparación con el resto de Latinoamérica. En 1999, el sistema financiero argentino contaba con 116 entidades financieras. Este número cayó a 100 en 2002 y a 89 en 2005. Al 31 de diciembre de 2016, este número llegó a 78, de las cuales 63 eran bancos (13 bancos públicos y 50 bancos privados). En términos de titularidad, en 1999 las entidades financieras argentinas y extranjeras tenían cada una el 41,3% de los bancos argentinos mientras que el restante 17,3% estaba en manos del sector público. Al 31 de diciembre de 2016, el 20,6% de la participación del sector público se mantenía estable, mientras que la porción de bancos controlados por entidades argentinas representó el 52,3% y la porción de bancos controlados por entidades extranjeras representó el 27,0%.

Al 31 de diciembre de 2016, el primer banco privado en términos de activos bancarios de Argentina poseía una participación del 14,6% de los activos bancarios totales del sistema financiero, y los cinco bancos más grandes (incluidos bancos privados y públicos) en términos de activos poseían una participación del 56,9%, superior a la participación del 48,7% que poseían en 2001. Los sistemas bancarios de otros países de América Latina están aún más concentrados. Al 31 de diciembre de 2016, los cinco bancos más grandes (incluidos bancos privados y públicos) en términos de activos tenían una participación del 77,2% en Chile, 65,3% en Colombia, 70,6% en México y 86,5% en Perú. En Brasil, al 30 de septiembre de 2016, los cinco bancos más grandes (incluidos bancos privados y públicos) en términos de activos tenían una participación del 72,0% de los activos bancarios totales.

GS ha logrado una posición competitiva sólida en sus productos principales (préstamos personales, tarjetas de crédito, operaciones de factoring, leasing y pagos de haberes a jubilados y pensionados), así como también una presencia importante en ciertas áreas geográficas de Argentina.

## Participación en el mercado:

Al 31 de diciembre de 2016, el Banco (principal segmento de negocios del grupo) se encontraba entre los primeros 10 bancos privados del sistema financiero argentino en términos de préstamos, depósitos, activos y patrimonio neto, tal como se muestra en los siguientes cuadros:

Por activos: 10°

	Al 31 de diciembre de 2016	
	Activos totales	
	Ps.(en millones)	Participación en el total (%)
Banco Santander Río S.A.....	211.211,80	14,6%
Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.....	209.306,30	14,4%
BBVA Banco Francés S.A.....	149.073,40	10,3%
Banco Macro S.A. (1).....	144.421,20	10,0%
Credicoop Cooperativo Limitado.....	86.404,60	6,0%
HSBC Bank Argentina S.A.....	83.679,20	5,8%
ICBC S.A.....	76.390,50	5,3%
Banco Patagonia S.A.....	69.533,50	4,8%
Citibank N.A.....	67.995,30	4,7%
<b>Banco Supervielle S.A.....</b>	<b>48.730,60</b>	<b>3,4%</b>
Banco Hipotecario S.A.....	47.143,40	3,3%
Nuevo Banco de Santa Fe S.A.....	37.792,10	2,6%
Banco Itaú Argentina S.A.....	28.175,00	1,9%
Banco de San Juan S.A.....	22.825,90	1,6%
Banco Comafi SA.....	21.331,80	1,5%
Otros (2).....	146.289,50	10,1%
<b>Total bancos privados.....</b>	<b>1.450.304,10</b>	

Por préstamos: 9°

	Al 31 de diciembre de 2016	
	Préstamos totales	
	Ps.(en millones)	Participación en el total (%)
Banco Santander Río S.A.....	115,364.40	15.5%
Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.....	105,343.70	14.2%
Banco Macro S.A. (1).....	81,043.70	10.9%
BBVA Banco Francés S.A.....	75,980.20	10.2%
HSBC Bank Argentina S.A.....	44,376.10	6.0%
Banco Patagonia S.A.....	40,430.70	5.4%
ICBC S.A.....	39,831.30	5.4%
Credicoop Cooperativo Limitado.....	33,352.70	4.5%
<b>Banco Supervielle SA.....</b>	<b>32,180.20</b>	<b>4.3%</b>
Citibank N.A.....	31,787.00	4.3%
Banco Hipotecario S.A.....	25,223.00	3.4%
Nuevo Banco de Santa Fe S.A.....	20,113.40	2.7%
Banco Itaú Argentina S.A.....	16,437.60	2.2%
Banco Comafi S.A.....	11,861.60	1.6%
Banco de San Juan S.A.....	4,970.70	0.7%
Otros (2).....	64,095.10	8.6%
<b>Total bancos privados.....</b>	<b>742,391.40</b>	

Por depósitos: 10°

	Al 31 de diciembre de 2016	
	Depósitos totales	
	Ps.(en millones)	Participación en el total (%)
Banco Santander Río S.A.....	162.070,00	15,5%
Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.....	150.639,20	14,4%
BBVA Banco Francés S.A.....	114.652,10	11,0%
Banco Macro S.A. (1).....	102.496,90	9,8%
Credicoop Cooperativo Limitado.....	75.935,70	7,3%
HSBC Bank Argentina S.A.....	63.423,90	6,1%
Banco Patagonia S.A.....	51.788,40	5,0%
ICBC S.A.....	51.440,80	4,9%
Citibank N.A.....	45.398,90	4,3%
<b>Supervielle S.A.....</b>	<b>35.334,50</b>	<b>3,4%</b>
Nuevo Banco de Santa Fe S.A.....	29.802,90	2,9%
Banco Hipotecario S.A.....	19.043,90	1,8%
Banco Itaú Argentina S.A.....	18.650,10	1,8%
Banco Comafi S.A.....	15.876,70	1,5%
Banco de San Juan SA.....	14.209,40	1,4%
Otros.....	93.784,80	9,0%
<b>Total bancos privados.....</b>	<b>1.044.548,20</b>	

Asimismo, al 31 de diciembre de 2016, el banco, consolidado con CCF, se encontraba entre los primeros cinco bancos privados del sistema financiero argentino en términos de préstamos personales, operaciones de leasing y cuentas activas de tarjeta Mastercard, tal como se refleja en los siguientes cuadros:

Préstamos personales: 4º

Al 31 de diciembre de 2016		
Préstamos personales		
	Ps.(en millones)	Participación en el total (%)
Banco Macro S.A. (1).....	29.784,70	21,8%
Banco Santander Río S.A.....	15.718,80	11,5%
Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.(2).....	12.853,42	9,4%
<b>Banco Supervielle S.A. (3)(4).....</b>	<b>9.614,62</b>	<b>7,0%</b>
BBVA Banco Francés S.A.....	9.368,90	6,9%
Nuevo Banco de Santa Fe S.A.....	6.847,40	5,0%
Banco Patagonia S.A.....	5.990,50	4,4%
HSBC Bank Argentina S.A.....	4.358,60	3,2%
Nuevo Banco de Entre Ríos S.A.....	4.111,70	3,0%
Citibank N.A.....	3.630,30	2,7%
Otros.....	34.285,06	25,1%
<b>Sistema financiero privado.....</b>	<b>136.564,00</b>	

Operaciones de Leasing: 2º

Operaciones de leasing		
	Ps.(en millones)	Participación en el total (%)
BBVA Banco Francés S.A.	1.965,70	16,3%
<b>Banco Supervielle S.A. (1)</b>	<b>1.528,30</b>	<b>12,7%</b>
Banco Patagonia S.A.	1.451,30	12,1%
Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.	1.175,70	9,8%
Banco Comafi S.A.	1.173,90	9,7%
HSBC Bank Argentina S.A.	947,6	7,9%
ICBC S.A.	845,1	7,0%
Citibank N.A.	795,6	6,6%
Credicoop Cooperativo Limitado	686,2	5,7%
Banco Santander Río S.A.	582,6	4,8%
Otros	888,4	7,4%
<b>Total bancos privados</b>	<b>12.040,4</b>	

Cuentas activas de tarjeta Mastercard: 1º

Al 31 de diciembre de 2016	
	Cuentas de tarjetas Mastercard con resúmenes de cuenta
<b>1 Banco Supervielle S.A. (1).....</b>	<b>9,2%</b>
2 Banco Macro S.A.....	7,1%
3 Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.....	7,0%
4 BBVA Banco Francés S.A.....	6,8%
5 HSBC Bank Argentina S.A.....	6,1%
6 Citibank N.A.....	3,8%
7 Industrial and Commercial Bank of China (Argentina) S.A.....	3,6%
8 Banco Itaú Argentina S.A.....	3,5%
9 Banco Columbia S.A.....	3,1%
10 Banco Patagonia S.A.....	2,1%

Securitización: 2º

Al 31 de diciembre de 2016		
Securitización de activos bancarios		
	Ps.(en millones)	Participación en el total (%)
Banco Sáenz S.A.....	718,0	26,9%
<b>Banco Supervielle S.A.....</b>	<b>550,0</b>	<b>20,6%</b>
Banco BICA S.A.....	546,4	20,5%
BST S.A.....	456,9	17,1%
Banco Comafi S.A.....	399,2	15,0%
<b>Total.....</b>	<b>2.670,5</b>	<b>100%</b>

## VALUACIÓN

Se consideró un 70% de la valuación final a la valuación por múltiplos y un 30% a DCF, dado que en el segundo caso se hicieron supuestos sobre parámetros relativos a la macroeconomía y al sistema financiero, así como también niveles de participación de mercado sobre los que no se tiene certeza al momento del presente informe.

Valuation Method	Weight	Target Price
DCF Valuation	30%	157,01
Multiple Valuation	70%	105,34
<b>Target Price</b>	<b>100%</b>	<b>120,84</b>

### Valuación por Múltiplos:

Company name	Ticker	Price	EPS	PE	PBV	PS	Mkt Cap (Bn)
Grupo Financiero Galicia	GGAL	106,00	5,71	18,57	6,80	2,99	121,43
Banco Hipotecario SA	BHIP	11,10	0,85	13,02	2,68	1,02	7,81
Banco Patagonia SA	BPAT	51,40	4,69	10,95	4,00	3,37	35,79
Banco Santander Rio	BRIO	41,00	2,63	15,58	4,14	3,00	88,82
Banco Macro SA	BMA	199,00	12,42	16,02	5,26	5,52	133,26
BBVA Banco Frances	FRAN	126,60	5,40	23,44	4,11	3,55	77,56
<b>Average</b>			<b>5,28</b>	<b>16,26</b>	<b>4,50</b>	<b>3,24</b>	<b>77,45</b>

SUPV	EPS	PE	PBV	PS	Average
Net Income, Book Value, Sales 2018	4.453,6	4.453,6	32.057,2	31.263,7	
Peers Average	5,28	16,26	4,50	3,24	
Market Cap (bn)	23,5	72,4	144,2	101,3	
Shares Outstanding (m)	456,7	456,7	456,7	456,7	
<b>Price</b>	<b>51,5</b>	<b>158,6</b>	<b>315,7</b>	<b>221,9</b>	<b>186,94</b>
Mkt Cap Adjustment	0,56	0,56	0,56	0,56	
<b>Target Price</b>	<b>29,0</b>	<b>89,4</b>	<b>177,9</b>	<b>125,0</b>	<b>105,34</b>

Valuation Comparison	Ticker	Price	EPS	PE	PBV	PS	Mkt Cap (Bn)
Grupo Supervielle SA	SUPV	95,55	3,53	27,05	5,12	2,56	43,64
Grupo Supervielle SA	SUPV	95,55	5,47	16,55	4,76	2,56	29,90
Grupo Supervielle SA	SUPV	95,55	5,72	16,69	4,21	4,11	43,64

### Valuación por DCF:

	FY 10	FY 11	FY 12	FY 13	FY 14	FY 15	FY 16	FY 17e	FY 18e	FY 19e	FY 20e	FY 21e	FY 22e
<b>ARSm</b>													
Net Financial Income	586	872	1.392	1.741	2.287	3.356	5.928	7.380	8.223	9.358	10.311	11.135	11.807
Financial Interest (+)	239	399	580	937	1.780	2.468	3.544	3.823	5.672	6.352	6.924	7.374	7.743
Non Interest Income	504	699	1.035	1.344	1.561	2.233	3.053	4.358	6.150	6.945	7.612	8.165	8.617
Operating Expenses	(873)	(1.273)	(1.808)	(2.287)	(3.014)	(4.261)	(6.060)	(7.948)	(9.259)	(10.341)	(11.251)	(11.967)	(12.554)
<b>EBIT</b>	<b>456</b>	<b>698</b>	<b>1.199</b>	<b>1.736</b>	<b>2.614</b>	<b>3.795</b>	<b>6.465</b>	<b>7.614</b>	<b>10.786</b>	<b>12.313</b>	<b>13.597</b>	<b>14.708</b>	<b>15.613</b>
Tax	(139)	(163)	(224)	(360)	(926)	(1.018)	(1.786)	(2.158)	(2.911)	(3.323)	(3.669)	(3.969)	(4.214)
<b>NOPAT</b>	<b>317</b>	<b>535</b>	<b>975</b>	<b>1.375</b>	<b>1.688</b>	<b>2.777</b>	<b>4.679</b>	<b>5.456</b>	<b>7.875</b>	<b>8.990</b>	<b>9.928</b>	<b>10.739</b>	<b>11.399</b>
Depreciation & Amortizatic	(31)	(53)	(73)	(92)	(110)	(149)	(193)	(237)	(237)	(237)	(237)	(237)	(237)
Working Capital	-	408	(293)	481	213	1.267	1.418	(2.145)	364	247	207	110	92
Capex	-	(31)	(3)	(16)	(21)	(22)	(423)	(1.219)	(573)	(490)	(412)	(341)	(279)
<b>FCFF</b>	<b>285</b>	<b>859</b>	<b>605</b>	<b>1.749</b>	<b>1.770</b>	<b>3.873</b>	<b>5.481</b>	<b>1.855</b>	<b>7.430</b>	<b>8.511</b>	<b>9.486</b>	<b>10.270</b>	<b>10.976</b>
Terminal Value													158.724
<b>FCFF c/Residual</b>	<b>285</b>	<b>859</b>	<b>605</b>	<b>1.749</b>	<b>1.770</b>	<b>3.873</b>	<b>5.481</b>	<b>1.855</b>	<b>7.430</b>	<b>8.511</b>	<b>9.486</b>	<b>10.270</b>	<b>169.701</b>
Growth rate		201%	-30%	189%	1%	119%	42%	-66%	301%	15%	11%	6%	7%
Projected Inflation Arg								24,0%	17,0%	12,0%	9,0%	6,5%	5,0%
Projected Inflation USD								1,6%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
<b>WACC ARS</b>								<b>29,3%</b>	<b>21,6%</b>	<b>16,3%</b>	<b>13,2%</b>	<b>10,6%</b>	<b>9,1%</b>
<b>Present Value of FCFF</b>								<b>135.801,45</b>	<b>6.109</b>	<b>6.290</b>	<b>6.539</b>	<b>6.861</b>	<b>110.003</b>
Cash + Short Term Investments								15.479,75					
Deposits + Subordinated Loans								48.612,59					
<b>Equity Value</b>								<b>71.709,10</b>					
Shares Outstanding (million)								456,72					
<b>Equity Value per Share</b>								<b>157,01</b>					

### Cálculo del WACC en USD y tasa de crecimiento a largo plazo:

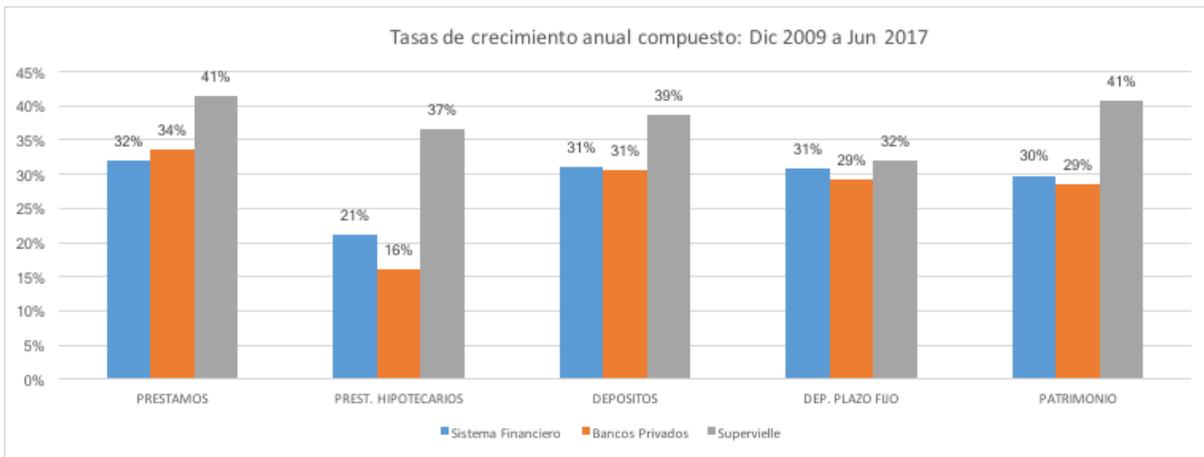
<b>Residual Growth rate</b>	<b>3,0%</b>	Based on long-run projected Inflation
<b>WACC</b>		
<b>Re</b>	<b>11,45%</b>	$re = rf + \beta(rm - rf) + \lambda$
Beta	1,3600	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a> - Bank Industry (regional)
Risk Free	1,60%	<a href="https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield">https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield</a>
Risk Premium	6,15%	<a href="http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/">http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/</a>
EMBI Argentina	3,66%	<a href="http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/">http://www.ambito.com/economia/mercados/riesgo-pais/</a>
<b>Rd</b>	<b>6,40%</b>	Costo de los depositos según balance
Tax rate	26,99%	Tasa efectiva según balance
D/A	81,39%	a Dic 2017
E/A	18,61%	a Dic 2017
<b>WACC USD</b>	<b>5,94%</b>	$WACC = \frac{E}{D+E} (r_e) + \frac{D}{D+E} (r_d)(1-t)$

## PRÉSTAMOS Y DEPÓSITOS

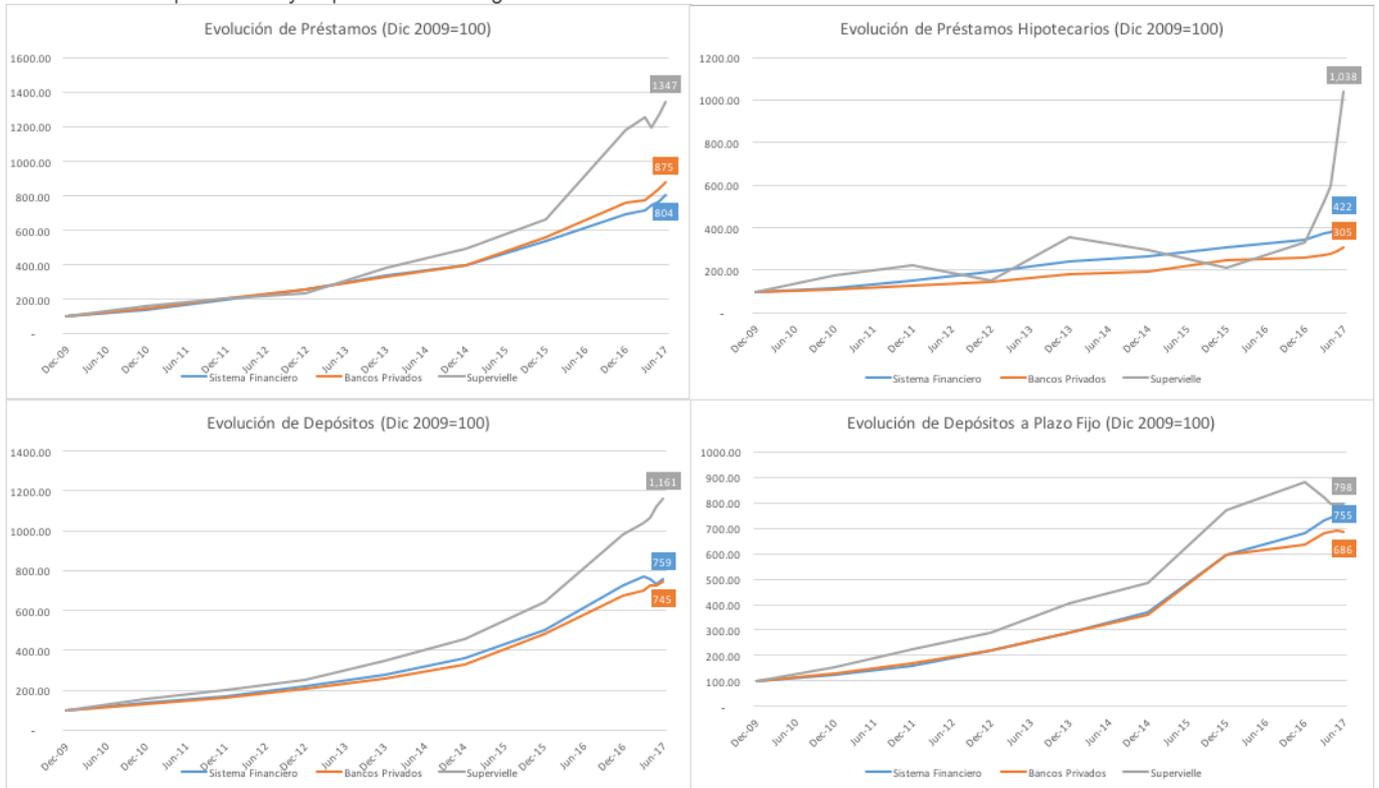
Se estima que SUPV continuará aumentando su cartera de préstamos, gracias a un sólido desempeño en préstamos corporativos, financiamiento al consumo y principalmente en préstamos hipotecarios UVA, donde la compañía aspira a convertirse en líder del mercado y ya anunció acuerdos de exclusividad con los principales portales como Zonaprop. La cartera de préstamos continuará creciendo hasta el 5% de market share (desde el 4,3% actual) porque a medida que la economía se fortalezca, la demanda de préstamos aumentará y el grupo tiene potencial para captar esa demanda por el tipo de clientes a los que apunta. El BCRA modificó los términos relativos a las aperturas de sucursales bancarias, lo que le permite a SUPV convertir 65 de sus 78 centros de servicios para personas mayores en sucursales de servicios bancarios completos. Esto significa que, con una inversión muy pequeña en un aumento parcial de la fuerza de ventas, SUPV puede acceder a un grupo de clientes a los que antes no tenían acceso y usar estas sucursales existentes para aumentar el porcentaje de préstamos por oficina. La administración lo ha demostrado en la primera mitad del ejercicio 2017. Los préstamos de SUPV aumentaron 55.6%, ubicándose significativamente por encima del mercado y destacándose los préstamos hipotecarios con un incremento en el stock mayor al 500% respecto al año anterior.

En cuanto a los depósitos, asumimos que crecerán acompañando al mercado manteniendo su Market share en los niveles actuales del 3,6%.

Históricamente, SUPV ha tenido un crecimiento superior al sistema financiero y a los bancos privados (sus comparables) como podemos ver en los siguientes gráficos:



La evolución de préstamos y depósitos fue la siguiente:



## RIESGOS

Es relevante mencionar las siguientes situaciones con potencial impacto negativo en los negocios y resultados del grupo:

- 1) El principal segmento de negocios del grupo son Pymes e individuos de ingresos medios y medios-bajos, lo cual implica cierta vulnerabilidad a las desaceleraciones y contracciones económicas
- 2) Contrato entre Banco Supervielle y ANSeS: el banco opera como agente de pago de haberes jubilatorios desde 1996. El contrato vigente se inició en 2014 con un plazo de 6 años y expira en Diciembre de 2020. Teniendo en cuenta que ANSeS puede revocar el contrato con noventa días de preaviso, la decisión de rescindir o no renovar el contrato tendría un impacto significativamente negativo en los resultados del banco, que a diciembre de 2016 representaba el 32% del total.
- 3) Acuerdo comercial de exclusividad entre Cordial Compañía Financiera (CCF) y Walmart: desde el año 2000 CCF es el único proveedor de servicios financieros para los clientes de Walmart en Argentina. Dicho acuerdo expira en Agosto de 2020 y si bien tiene una opción de renovación podría no renovarse, o renovarse con otras condiciones menos favorables para el grupo, o bien podría ser rescindido bajo ciertas condiciones.
- 4) El accionista controlante tiene mayoría de votos (69,7%) y podría tomar decisiones sin la concurrencia del resto de los accionistas que podrían favorecerlo sin favorecer a la sociedad o a los accionistas, como por ejemplo elegir los miembros del directorio, concretar o impedir una fusión, vender activos del grupo, determinar la oportunidad y los montos de dividendos, planteándose un conflicto de intereses.

## PRECIO DE LA ACCIÓN

Evolución relativa (S&P 500 y Merval) e indicadores:



	1 semana	1 mes	3 meses	Desde 1.1	12 meses
Diferencia en %	+5,00	+5,347	+26,556	+133,05	
Volatilidad %	18,98	40,83	33,16	33,63	
Máximo ARS	95,55	99,00	99,00	99,00	99,00
Mínimo ARS	90,05	79,50	71,00	40,90	40,90
Cotización Prom. ARS	92,63	91,218	87,276	63,29	63,109
Volumen Prom.	85387	79638	117403	69547	69003

ANEXOS

PROYECCION DE ESTADOS FINANCIEROS Y PRINCIPALES SUPUESTOS

ARS m	FY 10	FY 11	FY 12	FY 13	FY 14	FY 15	FY 16	FY 17e	FY 18e	FY 19e	FY 20e	FY 21e	FY 22e
<b>BALANCE SHEET</b>													
<b>ASSETS</b>													
Cash and due from banks	1,017	1,230	2,177	2,663	3,649	6,809	8,166	9,203	10,839	12,238	13,415	14,390	15,186
Government and corporate securities	426	337	230	484	1,008	932	2,360	6,277	7,083	8,291	10,202	12,465	15,351
Overdrafts	390	543	488	679	993	1,635	3,110	3,605	4,239	4,764	5,212	5,567	5,865
Documents	1,951	2,575	3,181	4,473	5,584	5,985	9,427	16,044	18,862	21,197	23,195	24,774	26,101
Personal loans	911	1,247	1,510	2,971	3,632	6,019	9,917	11,687	13,741	15,442	16,897	18,047	19,013
Credit card loans	425	1,150	1,719	2,410	3,688	5,678	9,243	10,867	12,212	13,363	14,272	15,037	15,737
Mortgage loans	41	53	36	84	70	50	78	337	492	843	1,038	1,417	1,622
Pledge loans	86	198	220	226	169	104	65	642	754	848	928	991	1,044
Other deposits	632	610	380	684	793	954	5,595	4,960	5,831	6,553	7,170	7,659	8,069
Others	(14)	(88)	(160)	(234)	(332)	(276)	26	(504)	(593)	(666)	(729)	(779)	(820)
<b>Net Loans</b>	<b>4,421</b>	<b>6,288</b>	<b>7,375</b>	<b>11,292</b>	<b>14,597</b>	<b>20,148</b>	<b>34,897</b>	<b>46,013</b>	<b>54,193</b>	<b>61,192</b>	<b>67,074</b>	<b>71,948</b>	<b>75,930</b>
Other receivables from financial transactions	695	1,045	1,737	1,743	2,264	2,462	3,773	7,252	8,541	9,644	10,571	11,339	11,966
Leasing	312	420	594	512	584	1,075	1,528	2,524	2,973	3,356	3,679	3,946	4,165
Equity investments	5	5	5	4	4	8	4	1,380	1,626	1,836	2,012	2,136	2,278
Fixed Assets	105	136	139	155	176	193	622	1,841	2,168	2,448	2,683	2,878	3,037
Intangible Assets	80	181	191	197	216	252	285	717	845	954	1,046	1,122	1,184
Other Assets	199	246	244	368	744	1,186	1,572	2,096	2,469	2,788	3,056	3,278	3,459
<b>Total Assets</b>	<b>7,260</b>	<b>9,887</b>	<b>12,692</b>	<b>17,418</b>	<b>23,241</b>	<b>33,046</b>	<b>53,206</b>	<b>77,303</b>	<b>90,735</b>	<b>102,746</b>	<b>113,736</b>	<b>123,523</b>	<b>132,556</b>
<b>LIABILITIES</b>													
From The Non-Financial Public Sector	872	834	702	1,019	1,442	1,183	2,587	4,742	5,549	6,214	6,774	7,214	7,575
From The Financial Sector	41	9	65	101	151	251	9	234	274	307	335	356	374
From The Non-Financial Private Sector And Residents	4,718	6,396	8,534	11,700	15,300	22,283	33,301	43,498	50,893	57,000	62,130	66,168	69,477
<b>Deposits</b>	<b>5,631</b>	<b>7,238</b>	<b>9,302</b>	<b>12,819</b>	<b>16,893</b>	<b>23,717</b>	<b>35,898</b>	<b>48,475</b>	<b>56,716</b>	<b>63,522</b>	<b>69,238</b>	<b>73,739</b>	<b>77,426</b>
Other Liabilities From Financial Transactions	733	1,280	1,604	2,034	2,787	4,153	6,515	9,797	11,463	12,838	13,994	14,903	15,649
Provisions	14	28	40	54	50	63	63	138	161	180	197	209	220
Subordinated Loan	232	209	241	469	735	1,126	1,379	1,781	2,084	2,334	2,544	2,710	2,845
Other Liabilities	154	433	485	648	1,015	1,543	2,729	3,193	3,193	3,576	3,898	4,152	4,359
<b>Total Liabilities</b>	<b>6,764</b>	<b>9,188</b>	<b>11,672</b>	<b>16,024</b>	<b>21,479</b>	<b>30,601</b>	<b>46,171</b>	<b>62,920</b>	<b>73,617</b>	<b>82,451</b>	<b>89,871</b>	<b>95,713</b>	<b>100,499</b>
Minority Interest In Consolidated Institutions Or Compani	18	22	31	42	55	71	103						
<b>SHAREHOLDERS' EQUITY</b>													
Owner's Contribution	144	207	216	216	216	341	3,612	9,427	9,427	9,427	9,427	9,427	9,427
Cumulative Results	334	470	772	1,136	1,491	2,033	3,319	4,956	7,692	10,868	14,438	18,383	22,630
<b>Total Shareholders' Equity</b>	<b>478</b>	<b>677</b>	<b>988</b>	<b>1,352</b>	<b>1,707</b>	<b>2,374</b>	<b>6,932</b>	<b>14,383</b>	<b>17,119</b>	<b>20,295</b>	<b>23,865</b>	<b>27,810</b>	<b>32,057</b>
<b>Total Liabilities And Shareholders' Equity</b>	<b>7,260</b>	<b>9,887</b>	<b>12,692</b>	<b>17,418</b>	<b>23,241</b>	<b>33,046</b>	<b>53,206</b>	<b>77,303</b>	<b>90,735</b>	<b>102,746</b>	<b>113,736</b>	<b>123,523</b>	<b>132,556</b>

ARS m	FY 10	FY 11	FY 12	FY 13	FY 14	FY 15	FY 16	FY 17e	FY 18e	FY 19e	FY 20e	FY 21e	FY 22e
<b>INCOME STATEMENT</b>													
Financial Income	924	1,454	2,210	3,045	4,751	6,742	10,795	13,357	16,163	18,251	20,005	21,459	22,646
Financial Interest	(239)	(399)	(580)	(937)	(1,780)	(2,468)	(3,544)	(3,823)	(5,672)	(6,352)	(6,924)	(7,374)	(7,743)
Non financial Interest	(99)	(183)	(239)	(367)	(685)	(918)	(1,322)	(2,153)	(2,268)	(2,541)	(2,769)	(2,949)	(3,087)
<b>Net Interest Income</b>	<b>586</b>	<b>872</b>	<b>1,392</b>	<b>1,741</b>	<b>2,287</b>	<b>3,356</b>	<b>5,928</b>	<b>7,380</b>	<b>8,223</b>	<b>9,358</b>	<b>10,311</b>	<b>11,135</b>	<b>11,807</b>
Provision for Loan Losses	(68)	(99)	(210)	(351)	(357)	(544)	(1,058)	(1,494)	(1,154)	(1,303)	(1,428)	(1,532)	(1,617)
<b>Net Interest Income after Provisions</b>	<b>518</b>	<b>773</b>	<b>1,182</b>	<b>1,391</b>	<b>1,930</b>	<b>2,812</b>	<b>4,870</b>	<b>5,886</b>	<b>7,069</b>	<b>8,055</b>	<b>8,883</b>	<b>9,603</b>	<b>10,190</b>
Net Income From Services	504	699	1,035	1,344	1,552	2,057	2,447	4,025	5,881	6,640	7,278	7,807	8,239
Income from Insurance Activities	-	-	-	-	9	176	606	333	270	305	334	358	378
<b>Non Interest Income</b>	<b>504</b>	<b>699</b>	<b>1,035</b>	<b>1,344</b>	<b>1,561</b>	<b>2,233</b>	<b>3,053</b>	<b>4,358</b>	<b>6,150</b>	<b>6,945</b>	<b>7,612</b>	<b>8,165</b>	<b>8,617</b>
Payroll Expenses	(562)	(798)	(1,144)	(1,484)	(1,982)	(2,767)	(3,860)	(5,158)	(6,035)	(6,740)	(7,368)	(7,847)	(8,240)
Depreciation of premises and equipment	(16)	(24)	(31)	(36)	(43)	(57)	(82)	(112)	(112)	(112)	(112)	(112)	(112)
Amortization of organization expenses	(16)	(29)	(42)	(56)	(67)	(92)	(111)	(125)	(125)	(125)	(125)	(125)	(125)
Other operating expenses	(279)	(422)	(590)	(712)	(921)	(1,345)	(2,008)	(2,553)	(2,987)	(3,345)	(3,646)	(3,883)	(4,078)
<b>Operating Expenses</b>	<b>(873)</b>	<b>(1,273)</b>	<b>(1,808)</b>	<b>(2,287)</b>	<b>(3,014)</b>	<b>(4,261)</b>	<b>(6,060)</b>	<b>(7,948)</b>	<b>(9,259)</b>	<b>(10,341)</b>	<b>(11,251)</b>	<b>(11,967)</b>	<b>(12,554)</b>
<b>Operating Income</b>	<b>149</b>	<b>200</b>	<b>409</b>	<b>448</b>	<b>477</b>	<b>784</b>	<b>1,863</b>	<b>2,297</b>	<b>3,961</b>	<b>4,658</b>	<b>5,245</b>	<b>5,802</b>	<b>6,254</b>
Non Operating Income	(4)	(7)	1	34	98	154	109	109	(29)	-	-	-	-
Minority Interest	(12)	(5)	(10)	(11)	(14)	(16)	(22)	(31)	(97)	(115)	(129)	(143)	(154)
<b>Net Income Before Income Tax</b>	<b>133</b>	<b>187</b>	<b>401</b>	<b>471</b>	<b>562</b>	<b>921</b>	<b>1,812</b>	<b>2,375</b>	<b>3,863</b>	<b>4,544</b>	<b>5,116</b>	<b>5,659</b>	<b>6,100</b>
Income Tax	(41)	(44)	(75)	(98)	(199)	(247)	(501)	(673)	(1,043)	(1,226)	(1,381)	(1,527)	(1,646)
<b>Net Income</b>	<b>93</b>	<b>144</b>	<b>326</b>	<b>373</b>	<b>363</b>	<b>674</b>	<b>1,311</b>	<b>1,702</b>	<b>2,821</b>	<b>3,317</b>	<b>3,735</b>	<b>4,132</b>	<b>4,454</b>

ARS m	FY 10	FY 11	FY 12	FY 13	FY 14	FY 15	FY 16	FY 17e	FY 18e	FY 19e	FY 20e	FY 21e	FY 22e
<b>CASH FLOW</b>													
<b>Net Income</b>	<b>93</b>	<b>144</b>	<b>326</b>	<b>373</b>	<b>363</b>	<b>674</b>	<b>1,311</b>	<b>1,702</b>	<b>2,821</b>	<b>3,317</b>	<b>3,735</b>	<b>4,132</b>	<b>4,454</b>
Changes in Working Capital	211	(356)	438	228	1,181	1,051	(1,499)	400	292	245	154	128	128
Changes in Net Loans	(1,974)	(1,262)	(3,835)	(3,376)	(6,043)	(15,201)	(12,113)	(8,628)	(7,383)	(6,204)	(5,142)	(4,201)	(4,201)
Changes in deposits	1,607	2,063	3,517	4,074	6,824	12,181	12,577	8,241	6,806	5,717	4,501	3,687	3,687
Changes in Other Assets&Liabilities	197	63	43	(15)	86	367	(646)	(36)	(45)	(38)	(45)	(36)	(36)
Capex & Equity Investments	(31)	(3)	(16)	(21)	(22)	(423)	(1,219)	(573)	(490)	(312)	(341)	(279)	(279)
Changes In Subordinated Loans	(23)	32	228	267	390	253	403	303	250	210	165	135	135
Dividends paid	(7)	(24)	(9)	(8)	(7)	(26)	(66)	(85)	(141)	(166)	(187)	(206)	(206)
Shares Issued	-	-	-	-	-	3,272	5,815	-	-	-	-	-	-
<b>Cash Flow</b>	<b>124</b>	<b>840</b>	<b>740</b>	<b>1,511</b>	<b>3,083</b>	<b>2,785</b>	<b>4,954</b>	<b>2,442</b>	<b>2,607</b>	<b>3,087</b>	<b>3,238</b>	<b>3,238</b>	<b>3,682</b>
Cash Inicio	1,443	1,567	2,407	3,147	4,657	7,740	10,526	15,480	17,922	20,529	23,616	26,854	28,854
Cash cierre	1,567	2,407	3,147	4,657	7,740	10,526	15,480	17,922	20,529	23,616	26,854	28,854	30,537
<b>Cash Flow</b>	<b>124</b>	<b>840</b>	<b>740</b>	<b>1,511</b>	<b>3,083</b>	<b>2,786</b>	<b>4,954</b>	<b>2,442</b>	<b>2,607</b>	<b>3,087</b>	<b>3,238</b>	<b>3,238</b>	<b>3,682</b>

ARS m	FY 10	FY 11	FY 12	FY 13	FY 14	FY 15	FY 16	FY 17e	FY 18e	FY 19e	FY 20e	FY 21e	FY 22e
<b>MACROECONOMIC DATA</b>													
GDP (in ARS base 2004)	670,524	710,782	703,486	720,407	702,306	720,898	704,711	725,853	747,628	766,319	785,477	801,186	817,210
GDP growth (YoY change in%)		6.0%	-1.0%	2.4%	-2.5%	2.6%	-2.2%	3.0%	3.0%	2.5%	2.5%	2.0%	2.0%
<b>FX Rate</b>													
Pesos/US\$ Exchange Rate (EoP) - BCRA Com. A 3500	3,9758	4,3032	4,9173	6,5180	8,5520	13,0050	15,8502	18,1000	20,6900	22,2587	23,6029	24,6323	25,4596
Pesos/US\$ Exchange Rate (Average) - BCRA Com.A 3500	3,9127	4,1302	4,5515	6,4789	8,1188	12,9689	14,7357	16,9751	19,3500	21,4293	22,9308	24,1176	25,0460
FX Rate EoP YoY Change in % (YoY/YTD)		8.2%	14.3%	32.6%									

## RATIOS

	FY 10	FY 11	FY 12	FY 13	FY 14	FY 15	FY 16	FY 17e	FY 18e	FY 19e	FY 20e	FY 21e	FY 22e
<b>Per Share Ratios</b>													
Shares Outstanding (million)	124,5	124,5	124,5	124,5	124,5	249,0	371,3	456,7	456,7	456,7	456,7	456,7	456,7
EPS	0,74	1,15	2,62	3,00	2,92	2,71	3,53	3,73	6,18	7,26	8,18	9,05	9,75
Dividend per share		0,06	0,20	0,07	0,07	0,03	0,07	0,14	0,19	0,31	0,36	0,41	0,45
Sales per share	11,5	17,3	26,1	35,3	50,7	36,0	37,3	38,8	48,9	55,2	60,5	64,9	68,5
Book Value	3,8	5,4	7,9	10,9	13,7	9,5	18,7	31,5	37,5	44,4	52,3	60,9	70,2
<b>PROFITABILITY</b>													
ROE	19,4%	21,2%	33,0%	27,6%	21,3%	28,4%	18,9%	11,8%	16,5%	16,3%	15,7%	14,9%	13,9%
ROA	1,3%	1,5%	2,6%	2,1%	1,6%	2,0%	2,5%	2,2%	3,1%	3,2%	3,3%	3,3%	3,4%
ROAE	NA	24,9%	39,2%	31,9%	23,7%	33,0%	28,2%	11,8%	17,9%	17,7%	16,9%	16,0%	14,9%
ROAA	NA	1,7%	2,9%	2,5%	1,8%	2,4%	3,0%	2,2%	3,4%	3,4%	3,5%	3,5%	3,5%
Payout Ratio	NA	-7,4%	-17,0%	-2,7%	-2,2%	-2,0%	-3,8%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%	-5,0%
<b>NIM (Net Interest Margin)</b>	<b>10,0%</b>	<b>12,5%</b>	<b>15,4%</b>	<b>14,5%</b>	<b>14,1%</b>	<b>15,6%</b>	<b>17,6%</b>	<b>11,9%</b>	<b>12,2%</b>	<b>12,1%</b>	<b>11,9%</b>	<b>11,6%</b>	<b>11,4%</b>
Implied Spread Rate	12,2%	13,4%	17,0%	15,6%	17,0%	18,9%	17,3%	15,2%	14,1%	14,1%	13,8%	13,5%	13,0%
Implied Active Rate	15,8%	18,0%	22,2%	21,7%	25,7%	27,4%	25,4%	21,5%	22,2%	22,1%	21,9%	21,5%	21,1%
Implied Passive Rate	3,6%	4,6%	5,2%	6,1%	8,7%	8,5%	8,1%	6,4%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
<b>ASSET QUALITY</b>													
NPL (Non Performing Loans) / Total Loans			4,2%	3,0%	3,0%	3,2%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Reserves / Total Loans			3,5%	2,9%	2,7%	2,9%	2,4%						
Coverage Ratio (Reserves / NPL)			83,3%	96,7%	90,0%	90,6%	85,7%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
NPL / Equity			33,9%	26,2%	26,7%	28,6%	14,7%	9,4%	9,4%	8,9%	8,3%	7,6%	7,0%
Reserves / Operating Income			51,2%	78,3%	74,7%	69,4%	56,8%	65,1%	29,1%	28,0%	27,2%	26,4%	25,8%
<b>EFFICIENCY</b>													
Efficiency Ratio	80,1%	81,0%	74,5%	74,1%	78,3%	76,2%	67,5%	67,7%	64,4%	63,4%	62,8%	62,0%	61,5%
Operating Expenses / Avg. Assets	NA	14,8%	16,0%	15,2%	14,8%	15,1%	14,1%	10,3%	11,0%	10,7%	10,4%	10,1%	9,8%
Non Interest Income / Operating Expenses	57,7%	54,9%	57,3%	58,8%	51,8%	52,4%	50,4%	54,8%	66,4%	67,2%	67,7%	68,2%	68,6%
Effective Tax rate	30,5%	23,3%	18,7%	20,8%	35,4%	26,8%	27,6%	28,3%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%	27,0%
<b>Growth Rates</b>													
EPS	NA	54,9%	127,2%	14,3%	-2,7%	-7,1%	30,4%	5,5%	65,7%	17,6%	12,6%	10,6%	7,8%
Book Value	NA	41,6%	45,9%	36,9%	26,2%	39,1%	192,0%	107,5%	19,0%	18,6%	17,6%	16,5%	15,3%
Loans	NA	42,2%	17,3%	53,1%	29,3%	38,0%	73,2%	31,9%	17,8%	12,9%	9,6%	7,3%	5,5%
Fixed Assets	NA	29,4%	2,2%	11,5%	13,5%	10,2%	221,3%	196,1%	17,8%	12,9%	9,6%	7,3%	5,5%
Deposits	NA	28,5%	28,5%	37,8%	31,8%	40,4%	51,4%	35,0%	17,0%	12,0%	9,0%	6,5%	5,0%
Subordinated Loans (Negotiable Obligations)	NA	-9,8%	15,3%	94,5%	56,9%	53,1%	22,5%	29,2%	17,0%	12,0%	9,0%	6,5%	5,0%
Shareholders' Equity	NA	41,6%	45,9%	36,9%	26,2%	39,1%	192,0%	107,5%	19,0%	18,6%	17,6%	16,5%	15,3%
Net Interest Income	NA	48,8%	59,6%	25,1%	31,3%	46,7%	76,7%	24,5%	11,4%	13,8%	10,2%	8,0%	6,0%
Non Interest Income	NA	38,8%	48,0%	29,9%	16,1%	43,1%	36,7%	42,7%	41,1%	12,9%	9,6%	7,3%	5,5%
Total Revenues	NA	44,1%	54,4%	27,1%	24,7%	45,2%	60,7%	30,7%	22,4%	13,4%	9,9%	7,7%	5,8%
Operating Expenses	NA	45,8%	42,0%	26,5%	31,8%	41,4%	42,2%	31,1%	16,5%	11,7%	8,8%	6,4%	4,9%
Operaterating Income	NA	37,5%	107,3%	28,9%	4,5%	59,2%	120,0%	29,8%	34,9%	16,5%	11,9%	9,9%	7,3%
Operaterating Income After Provision	NA	33,6%	105,1%	9,4%	6,6%	64,1%	137,8%	23,3%	72,5%	17,6%	12,6%	10,6%	7,8%
Net Income	NA	54,9%	127,2%	14,3%	-2,7%	85,7%	94,5%	29,8%	65,7%	17,6%	12,6%	10,6%	7,8%
Net Cash Flow	NA	NA	579%	-12%	104%	104%	-10%	78%	-51%	7%	18%	5%	14%

## PROYECCIÓN DE PRESTAMOS Y DEPOSITOS DEL SISTEMA FINANCIERO

Para proyectar el crecimiento de la industria se utilizó un modelo de regresión lineal con los siguientes resultados:

**Depósitos:** se obtuvo un ajuste del modelo del 99,77% relacionando los depósitos del sistema financiero con el índice de inflación:

Fecha	Sistema	Inflacion	Var % Sist	% Inflacion
Dec-09	271.852,60	136,40		
Dec-10	376.344,30	166,60	38,4%	22,1%
Dec-11	462.537,00	202,70	22,9%	21,7%
Dec-12	595.763,80	253,90	28,8%	25,3%
Dec-13	752.421,90	320,70	26,3%	26,3%
Dec-14	979.387,10	441,40	30,2%	37,6%
Dec-15	1.355.352,70	564,60	38,4%	27,9%
Dec-16	1.969.028,80	767,40	45,3%	35,9%
Mar-17	2.100.436,90	819,40	Dato real	
Jun-17	2.062.457,70	859,50	Dato real	
Sep-17	2.198.327,85		Estimado	
Dec-17	2.334.197,99	951,58	18,5%	24,0%
Dec-18	2.731.011,65	1.113,34	17,0%	17,0%
Dec-19	3.058.733,05	1.246,95	12,0%	12,0%
Dec-20	3.334.019,03	1.359,17	9,0%	9,0%
Dec-21	3.550.730,26	1.447,52	6,5%	6,5%
Dec-21	3.728.266,78	1.519,89	5,0%	5,0%

CAGR	Depósitos	Inflacion
Dec09-Jun17	31,0%	27,8%
Jun17-Dec21	12,8%	12,3%

### SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,99887778
R Square	0,99775683
Adjusted R Square	0,88664572
Standard Error	64495,615
Observations	10

### ANOVA

	df	SS	MS	F
Regression	1	1,6652E+13	1,6652E+13	4003,173173
Residual	9	3,7437E+10	4159684348	
Total	10	1,6689E+13		

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value
Intercept	0	#N/A	#N/A	#N/A
Inflacion	2.452,9812	38,7697	63,2706	0,0000

	Sistema	Inflacion
Sistema	1	
Inflacion	0,99757635	1

**Préstamos:** se obtuvo un ajuste del modelo del 99,75% relacionando los Prestamos del sistema financiero con el índice de inflación y el PBI:

Fecha	Sistema	PIB	Inflacion	Var % Sist	Var % PBI	% Inflacion
Dec-09	164.044,30	608.872,88	136,40			
Dec-10	223.895,50	670.523,68	166,60	36,5%	10,1%	22,1%
Dec-11	325.144,30	710.781,60	202,70	45,2%	6,0%	21,7%
Dec-12	424.328,80	703.485,99	253,90	30,5%	-1,0%	25,3%
Dec-13	550.222,90	720.407,11	320,70	29,7%	2,4%	26,3%
Dec-14	649.206,20	702.306,05	441,40	18,0%	-2,5%	37,6%
Dec-15	886.045,50	720.897,99	564,60	36,5%	2,6%	27,9%
Dec-16	1.136.953,60	704.711,35	767,40	28,3%	-2,2%	35,9%
Mar-17	1.178.361,40	677.897,00	819,40	Dato real		
Jun-17	1.318.518,00	781.780,00	859,50	Dato real		
Sep-17	1.365.035,69			Estimado		
Dec-17	1.411.553,38	725.852,69	951,58	24,2%	3,0%	24,0%
Dec-18	1.659.527,05	747.628,27	1.113,34	17,6%	3,0%	17,0%
Dec-19	1.864.972,63	766.318,98	1.246,95	12,4%	2,5%	12,0%
Dec-20	2.040.720,18	785.476,96	1.359,17	9,4%	2,5%	9,0%
Dec-21	2.179.648,84	801.186,49	1.447,52	6,8%	2,0%	6,5%
Dec-22	2.296.357,94	817.210,22	1.519,89	5,4%	2,0%	5,0%

CAGR	Préstamos	PIB	Inflacion
Dec09-Jun17	32,0%	3,4%	27,8%
Jun17-Dec21	11,8%	0,5%	12,3%

### SUMMARY OUTPUT

Regression Statistics	
Multiple R	0,99875305
R Square	0,99750765
Adjusted R Square	0,99679555
Standard Error	23795,7423
Observations	10

### ANOVA

	df	SS	MS	F
Regression	2,000	1.586.368	793.184	1.400,80
Residual	7,000	3.964	566	
Total	9,000	1.590.331		

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value
Intercept	(595.690,73)	142.871,7660	(4,1694)	0,0042
PIB	0,9177	0,2147	4,2750	0,0037
Inflacion	1.409,3638	33,4959	42,0757	0,0000

	Sistema	PIB	Inflacion
Sistema	1		
PIB	0,605946	1	
Inflacion	0,995490	0,540518	1

## DISCLAIMER

El presente informe de Equity Research ha sido confeccionado en el marco del curso Valuación de Empresas de la Maestría en Finanzas de UCEMA y tiene solo valor pedagógico. Bajo ningún aspecto puede interpretarse como una recomendación o no de inversión en el activo analizado.

**Sí / No**, autorizo a la Universidad del CEMA a publicar y difundir con fines exclusivamente académicos y didácticos en el sitio de internet [www.ucema.edu.ar](http://www.ucema.edu.ar), el Trabajo Final de mi autoría correspondiente a la carrera cursada en esta institución educativa. La misma será publicada y difundida en el caso en el que el Trabajo Final sea seleccionado por el cuerpo docente como “Trabajo Distinguido”.

**Sí / No**, autorizo a la Universidad del CEMA a publicar y difundir en la intranet de la biblioteca con fines exclusivamente académicos y didácticos el Trabajo Final de mi autoría correspondiente a la carrera cursada en esta Institución.

Se deja constancia que la intranet de la biblioteca de la UCEMA es el servicio de internet de acceso restringido para aquellos alumnos y egresados de la universidad que posean clave.

Cristian Sebastian Martinez  
Diciembre 2017