



Trabajo Aplicativo Final

Máster Europeo En Dirección De Finanzas y Administración

**BBVA Banco Continental, la Creación de Valor para sus Accionistas
y su Relación con el Mercado de Capitales Peruano**

Alumno: Oscar Raúl Pinedo Meza

Noviembre 2007

INDICE

INTRODUCCION	3
1-MARCO TEORICO	5
1.1-ENFOQUES DE VALORACION.....	5
1.1.1- Consideraciones generales.....	5
1.1.2-Descuento de Flujos Futuros.....	6
1.1.2.a- Descuento de Dividendos.....	6
1.1.2.b- Descuento de Beneficios.....	7
1.1.2.c- Descuento de Cash Flor.....	8
1.1.2.d- Descuento de Free Cash Flor.....	8
1.2-OTROS METODOS DE VALORACION.....	10
1.2.1-Valoración Relativa.....	10
1.3-MEDIDAS DE CREACION DE VALOR.....	13
1.3.1Total Shareholder Return (TSR)	13
1.3.2Economic Value Added (EVA)	14
1.3.3Market Value Added (MVA)	15
1.4- EL COSTO DE CAPITAL.....	15
1.4.1.-Modelo de Valuación de Activos de Capital CAPM (Capital Asset Pricing Model)..	16
2-EL MERCADO BURSATIL PERUANO.....	17
2.1Intervinientes.....	17
2.1.1-La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores-CONASEV.....	17
2.1.2-La Bolsa de Valores de Lima –BVL... 18	
2.1.3-Cámara de Valores y Liquidación- CAVALI.....	18
2.1.4-Clasificadoras de Riesgo.....	19
2.1.5-Los Intermediarios- Sociedades Agentes de Bolsa.....	19
2.1.6-Los Emisores.....	20
2.2-Principales Indicadores de Actividad.....	20
2.2.1-Volúmenes de Negociación.....	20
2.2.2-LaCapitalización Bursátil.....	21
2.2.3-El Índice General de Mercado.....	22
3-CREACIÓN DE VALOR BBVA BANCO CONTINENTAL.....	24
3.1-Dimensión Cualitativa- Actividad y Resultados	24
3.2.Dimensión Externa - Evidencia Empírica.....	29
3.2.1-Incrementos de la capitalización bursátil.....	31
3.2.2-Incrementos del valor para los accionistas.	32
3.2.3-Creación del valor histórica para los accionistas.....	34
3.3. Dimensión Interna-Enfoques Teóricos de Valoración.....	37
3.3.1Marco General para la valuación de una entidad financiera.	37
3.3.2Modelo de los Extra Retornos (excess model return)	38
3.3.3Valoración relativa del BBVA Banco Continental.....	43
4- IMPLICANCIAS DE LOS RESULTADOS CON EL MERCADO DE CAPITALES INTERNO...45	
5- CONCLUSIONES.....	48
6- ANEXOS.....	50

INTRODUCCION

Existe en la actualidad numerosa literatura financiera en relación a los métodos de valoración de empresas, los cuales recogen desde enfoques meramente contables hasta concretamente empíricos, los cuales son usados indistintamente en el quehacer financiero moderno, de acuerdo a las premisas y supuestos que cada uno de ellos maneja.

Sin embargo, a ello subyace el cuestionamiento de si los mercados bursátiles efectivamente recogen dicha valoración intrínseca o fundamental que cada uno de estos modelos de corte académico propone, principalmente en mercados poco desarrollados, como lo constituye el caso peruano, los cuales por su estructura de funcionamiento, evolución histórica, transparencia en la información, y una serie de otros factores, pudieran presentar ciertas distorsiones con respecto a las estimaciones de tales propuestas teóricas.

En este contexto, la presente investigación pretende abordar cual ha sido el desempeño de la acción del BBVA Banco Continental en los últimos 5 años, y si es que los resultados positivos que ha mostrado en términos de crecimiento de actividad y resultados, han ido a la par con la evolución de sus indicadores de creación de valor para sus accionistas.

Por lo tanto, la hipótesis planteada postula que el incremento experimentado en los últimos años del valor de mercado de la acción del banco, responde fielmente a una evolución positiva de los fundamentos de la compañía, y que el mercado ha descontado positivamente dichos efectos, más allá de las distorsiones estructurales que pueda presentar el mismo.

Inicialmente se abordará el contexto teórico, el cual engloba de manera genérica diversos enfoques de valoración de empresas que permitirá una visión integrada de los modelos existentes así como sus principales usos, aplicaciones y limitantes, condiciones de necesario conocimiento para entender su real alcance y utilidad en su aplicación.

Además de ello, revisaremos las principales medidas de valor utilizadas para medir el bienestar económico de los accionistas, indicadores que cobran cada vez mayor relevancia en la gestión financiera moderna, con la introducción de novedosos conceptos que repercuten directamente en la forma de gerenciar de los directivos y en las exigencias y expectativas de de los accionistas.

En adición, consideramos importante una recapitulación de los principales elementos de la tasa de descuento a utilizar, y la forma básica de cálculo basada en el método del CAPM, para posteriormente realizarle los ajustes respectivos por el tipo de inversión en un mercado emergente.

Contando con un marco teórico más específico, se hace necesaria una breve descripción del mercado bursátil peruano, su evolución, funcionamiento, así como sus principales características distintivas, condiciones que nos permitirán circunscribir nuestro ámbito de estudio, para un entendimiento contextualizado de los resultados.

El cuerpo del trabajo consiste en el análisis detallado de la evolución económico financiera de Banco Continental, revisando desde diferentes perspectivas la determinación del valor intrínseco de su acción, y la interrelación directa que la misma pueda tener con las asignaciones que el mercado le ha venido otorgando, evaluación que nos permitirá emitir juicios de valor con respecto tanto al desempeño de la compañía, así como a la estructura en particular del mercado bursátil peruano.

Es importante destacar el enfoque aplicativo que el presente trabajo pretende conseguir al usar tanto de herramientas teóricas así como de validación empírica, a la luz de poder conciliar provechosamente la rigurosidad académica con los hechos observables en la práctica, en la tarea de resolver cuestionamientos que se plantean cotidianamente en relación a una variable tan importante y sensible como lo es en estos tiempos la creación de valor para los accionistas.

I-MARCO TEÓRICO

1.1-Enfoques de Valoración

1.1.1 Consideraciones Generalesⁱ

El valorar una empresa es una tarea que requiere inicialmente de una revisión de las perspectivas múltiples que hasta ahora han prevalecido en el dinámico mundo de las finanzas corporativas, reconociendo las principales ventajas y limitaciones de las mismas, para que una vez identificadas, se pueda discernir entre la mas adecuada según el tipo de compañía que va a ser sujeto de valuación, a fin de tener una mayor fiabilidad y congruencia de los resultados.

Una breve revisión de los enfoques existentes en cuanto a valoración de compañías, nos conduce a reconocer una primera postura: *la contable*, la cual centra su análisis en la evaluación de los estados financieros, y que tiene como objetivo determinar el valor teórico en libros que tiene el capital accionario. Probablemente sea este el más débil de los enfoques para hallar el valor de una compañía en un momento dado, ya que en general, estas cifras no reconocen los valores vigentes, y/o las expectativas de mercado, de diversas cuentas del balance que se ven afectadas por las condiciones del mismo.

Al respecto de la rigidez del criterio contable, surge el enfoque del *valor de liquidación*, el cual intenta levantar dicha inconsistencia, modelando las principales partidas de balance a valor de mercado, pero bajo el supuesto de que la empresa se liquidará, por lo cual se tendría una lectura ajustada de su valor en determinado momento del tiempo. Sin embargo, si bien este argumento corrige en parte la óptica del enfoque netamente contable, no refleja de ninguna manera la perspectiva futura de la empresa, es decir, asume que ésta no seguirá operando, cerrándose la posibilidad de su desempeño en el futuro.

Una consecuencia que se desprende del análisis previo, es la percepción de las debilidades de las posiciones que no incorporan en su análisis, la capacidad a futuro de las compañías de

generar flujos de renta positivos. Desde la óptica de los inversionistas, de cara a la evaluación de una empresa, existe una clara orientación hacia la obtención de beneficios recurrentes, incrementales, y disponibles que aumenten su riqueza económica.

De esta manera, *los flujos futuros* son las variables relevantes en la valoración de empresas, sin embargo este tipo de análisis conlleva una especial consideración según el tipo de flujo que pretendamos utilizar.

1.1.2-Análisis de Descuento de Flujos Futuros

En esta sección analizaremos brevemente algunas de las teorías más usadas, comentando sus principales alcances y limitaciones.

1.1.2(a)- Descuento de Dividendos

El método de descuento de dividendos, considera que el precio de una acción debe reflejar el valor actual de los dividendos futuros proyectados de una compañía, descontados a la tasa del costo de oportunidad de los accionistas.

$$V_j = \frac{D_0(1+g)}{(1+k)} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+k)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+k)^n}$$

V_j=Valor de la acción *j*
D₀=Dividendo pagado del presente período
g=Tasa de crecimiento de dividendos (constante)
k=Tasa de retorno exigida a la acción *j*
n= Número de Períodos, que se asumen al infinito

La expresión previa, representa el modelo en general, sin embargo posee una serie de variantes según los distintos supuestos manejados en torno a la tasa de crecimiento de los dividendos, el tiempo óptimo de proyección de los mismos, la tasa de descuento de estos flujos, etc. Además simplificando la expresión dado el supuesto de *n* períodos al infinito concluimos que:

$$V_j = P_j = \frac{D_1}{(k - g)}$$

P_j=Precio de la acción *j*
D₀=Dividendo en el período 1= *D₀(1+g)*
g=Tasa de crecimiento de dividendos (constante)
k=Tasa de retorno exigida a la acción

Para una correcta utilización de esta metodología sería adecuado considerar además de los dividendos, el valor de venta de la acción en el proceso de desinversión, ya que la suma de ambos serán la totalidad de flujos monetarios que obtendrán los inversionistas que compren la acción. Sin embargo existen algunas limitaciones como:

- Calcular el valor de la acción en el futuro, ya que es justamente la estimación del valor de la misma el problema a resolver.
- Determinar la cuantía de los dividendos a repartir es una decisión del consejo de administración, política que aunque se basa en criterios económicos puede tener otros condicionantes.
- Incongruencias al respecto de la valoración de las empresas que no reparten dividendos

Es recomendable su uso por lo tanto cuando se tengan buenas estimaciones de las ganancias esperadas de las cuales se derivarán los dividendos futuros, además de tener cierta evidencia histórica y estable del ratio Payout (dividendos por acción/ Ganancias por acción), ya que dependerá de la precisión de los mismos la fiabilidad de los resultados obtenidos.

1.1.2(b) -Descuento de Beneficios

Al igual que en el caso de los dividendos, surge la alternativa de utilizar los beneficios netos como flujos finales para hallar el valor de la compañía. Sin embargo este enfoque aún presenta serios inconvenientes en lo que respecta a:

La magnitud del flujo que estamos buscando, significa que la vamos a retirar de la empresa y no se contará más con ella, es decir si se detrae a la compañía la totalidad de beneficios obtenidos cada año, éstos únicamente *van a ser capaz de reponer el inmovilizado* ⁱⁱ que ya tiene, puesto que ha efectuado dotaciones para la amortización. De esta manera, no existirán fondos ni para comprar nuevo inmovilizado ni para ampliar la actividad, ni para permitirse el mayor capital de trabajo necesario que una mayor cifra de negocios le exigiría. El uso de la actualización de beneficios como medida de valuación implicaría renunciar al crecimiento de la empresa.

Además, las utilidades son un concepto de índole contable más que económica, y por lo tanto sujeto de manipulación o adaptación hacia los fines de la empresa. Sin embargo, en el caso de entidades financieras por ejemplo que están reguladas por una normativa especial propia del ente supervisor existe menor posibilidad de adecuación según criterios particulares. Además dada la naturaleza de este tipo de firmas, las dotaciones por depreciación suelen ser menos relevante en comparación a otras industrias ya que sus inversiones no están asociadas principalmente al fortalecimiento de su activo fijo.

1.1.2(c)- Descuento de Cash Flow

En la misma línea, y probablemente más crítico que el problema encontrado al utilizar los beneficios como flujos, (siempre refiriéndonos a una empresa convencional) es descontar el cash flow (flujo de caja) de la empresa, ya que no existiría siquiera la capacidad de reponer el inmovilizado en un período determinado.

Basándonos en lo mencionado anteriormente, el valor intrínseco tendría que ser normalmente inferior al que resulta de actualizar los flujos de caja.

1.1.2(d)-Descuento de Free Cash Flow

Del análisis de los enfoques previos, se puede ir concluyendo que la búsqueda de los flujos adecuados debe cumplir con la siguiente premisa:

Que puedan detraerse cada año de la empresa si que se vean afectadas su continuidad, sus perspectivas de crecimiento, ni la calidad de su balance.

El Free Cash Flow (Flujo de Caja Libre), incorpora los recursos de caja generados, netos de una serie de inversiones que se tengan que realizar y financiar, tanto en activos fijos como en capital de trabajo, que son necesarios para que la empresa reponga el capital e invierta en ampliaciones de capacidad.

Beneficios Netos de Impuestos
+Dotaciones a Amortizaciones y Provisiones
-Inversiones en Activos Fijos
-Inversiones en Capital de Trabajo
=Flujo de Caja Libre

$$V_j = \frac{FCF_1}{(1+WACC)} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n}$$

V_j=Valor de la acción *j*
FCF=Flujo de caja libre período *n*
k=Tasa de retorno exigida a la acción *j*
WACC=Costo de Capital promedio Ponderado

La utilización del método del Free Cash Flow para una correcta valoración de compañías, presenta una serie de ventajas en relación a los demás principalmente por los siguientes motivos:

- Contempla la estimación de flujos, basándose en las expectativas de evolución futura de la compañía, desde una perspectiva dinámica, antes que considerar únicamente valores contables y/o de liquidación.

- Dichas estimaciones intentan reflejar en la mayor medida posible, simulaciones lo mas parecidas a la realidad, en términos de variables económicas, sectoriales, internas, que en su conjunto puedan influir en el valor de las estimaciones.
- Recoge en su estimación, los posibles flujos netos disponibles que genera la empresa luego de haber atendido las necesidades básicas de reposición principalmente del capital de trabajo y de inversiones en activos fijos, factores de suma importancia en la existencia y continuidad de la compañía.

Al respecto de las consideraciones analizadas previamente, estas exponen en gran medida la esencia del razonamiento del amplio espectro de modelos de valorización, que como veremos mas adelante sufren adecuaciones según el tipo en particular de compañía sujeto de análisis, pero cuyos supuestos guías fundamentales descansan sobre los conceptos presentados previamente.

1.2-Otros Métodos de Valoración

1.2.1-Valoración Relativa

Como vimos anteriormente, la valoración mediante el método del free cash flow tiene como objetivo encontrar el valor de los activos, dados sus flujos de caja, las expectativas de crecimiento así como las características de riesgo. En el método de valoración relativa, el objetivo es valorar activos basándose en una comparación con el precio que el mercado asigna en un momento dado a activos similares.

Uno de los pilares básicos de este tipo de valoración es la estandarización de precios principalmente a través de múltiplos relevantes del negocio como los beneficios, las ventas, valores en libros, o algún otro atributo específico del sector en que se desempeña la compañía. Otro factor importante en las valuaciones de este tipo, es encontrar compañías similares, en

términos del potencial de crecimiento, generación de flujos de caja y riesgos asociados, dado que la comparación usada vía este método relativo obvia estas condiciones.

En relación a los múltiplos usados, destacan:

➤ **Múltiplo de Beneficios (Utilidades)**

Una de las formas más intuitivas para imaginar el valor de los activos de una compañía, es asociarlo con un múltiplo de los beneficios que ésta genera.

Al igual que los inversionistas al evaluar el precio de una acción individual miden el Ratio PER (Precio/Utilidad por acción), al evaluar una compañía en conjunto es común examinar que su valor sea reflejo de sus ingresos operativos o mejor aun de su EBITDA. En este caso el que se ubique en la postura de comprador preferirá una menor cuantía de este ratio mientras el vendedor mostrará una postura contraria.

➤ **Múltiplo de Valor en Libros**

Mientras las percepciones de mercado arrojan un valor determinado para los negocios en general, los encargados de manejar la contabilidad de las mismas asignan diferentes estimaciones para dichas firmas. Es así que los valores en libros son estimados ajustándose a una serie de reglas y normativas contables, y se encuentran fuertemente influenciadas por el precio original pagado por los activos, con sus consecuentes ajustes contables. (como la depreciación por ejemplo).

Los inversionistas toman como referencia este múltiplo, para tener una idea de la brecha entre el valor que han de pagar referido por el mercado y el valor del capital en libros, deduciendo de ésta relación si existe una sobre valoración o subvaloración de dicha acción.

➤ **Múltiplo de Ingresos (Ventas)**

Tanto el método de los beneficios como el del valor en libros son medidas contables, y por lo tanto son determinados por reglas y principios contables.

Un modo alternativo, el cual es mucho menos afectado por estas normas, es utilizar el ratio que relaciona el valor total de la compañía con el nivel de ingresos de la misma. Una de las ventajas de la utilización de este indicador, es que hace más fácil la comparación entre empresas de diferentes mercados, con diferentes sistemas de contabilidad que si condicionan de alguna manera el uso de los múltiplos previamente analizados.

➤ **Múltiplos Específicos por sector**

Los ratios que comparan el valor de las empresas con las ganancias, el valor en libros y los ingresos de las mismas, son universales para todo tipo de sectores y mercados. Sin embargo existen industrias específicas en las cuales por sus niveles de especificidad, existen variables de tal relevancia que merecen su atención a razón de ser utilizadas como ratios múltiplos de valoración.

Por ejemplo, durante la aparición de empresas de Internet en la década del noventa, éstas mostraban beneficios negativos y poco claros valores en libros e ingresos. En tal coyuntura los analistas no encontraron mejor manera de asociar un indicador al número de visitas que dichas empresas recibían en sus web-sites, pues percibía que este se podría constituir en un factor de éxito y/o diferenciador en dicho mercado.

Otro ejemplo sería el sector bancario que cuenta con actividades claramente diferenciadas como el nivel de colocaciones o de depósitos, cuya utilización como un ratio en función del valor de mercado podría definir en términos prácticos un buen proxy de valoración.

En general, los métodos de valoración relativa son ampliamente usados por la comunidad financiera por muchas razones. Al respecto podemos mencionar las ventajas según *Damodaran*ⁱⁱⁱ:

- Menor complejidad técnica y analítica
- Rapidez de estimación

- Menores supuestos con relación al Free Cash Flow
- Mayor facilidad de entendimiento, y de presentación de la evaluación final hacia terceros no especialistas en asuntos específicos de la compañía evaluada.

En pocas palabras, podemos afirmar que la valoración relativa se podría aproximar más al modo en que un mercado esta operando en determinado momento, obteniendo justamente una estimación referencial bajo unas condiciones específicas, antes que un reflejo real del valor intrínseco de la acción, hacia el cual apuntan los demás métodos.

1.3-Medidas de Creación de Valor

Existen distintos enfoques relativos a la medición del grado del bienestar o riqueza del accionista en términos económicos, los cuales consideran diferentes supuestos y premisas. Estas magnitudes de valor agregado son principalmente usadas para medir el desempeño de la gestión teniendo como indicador, la capacidad de añadir valor a la firma.

1.3.1- Total Shareholder Return (TSR)

Este indicador intenta medir la riqueza total del accionista en términos monetarios, en términos del valor ganado por el precio de sus acciones (perspectiva de mercado), así como por los dividendos repartidos (política de dividendos).

$$TSR = \frac{(Mkf - Mki) + Do}{Mki}$$

TSR=Retorno Total para el Accionista
Mkf=Capitalización Bursátil al final del período de análisis
Mki=Capitalización Bursátil al inicio del período de análisis
Do=Dividendos en efectivo recibidos en el período

1.3.2- Economic Value Added (EVA)

El EVA^{iv} es una medida del exceso de valor creado sobre una inversión. Es decir una compañía crea valor para sus accionistas cuando el retorno obtenido por los mismos, excede el costo del capital requerido para dicha inversión. En otras palabras una compañía crea valor cuando su desempeño supera las expectativas de retorno de sus inversionistas.

Se compara por lo tanto, el Beneficio Operativo Neto ajustado por impuestos (NOPAT) con el costo de capital en términos monetarios. En este análisis si el NOPAT durante un período específico excede el monto del costo de capital asociado, se obtiene un EVA positivo, concluyéndose que se ha añadido valor para los accionistas. Si el EVA es negativo, la compañía no ha generado los suficiente durante dicho período para cubrir el costo de capital y por lo tanto el valor de la firma habrá decrecido.

$$EVA = NOPAT - \text{Costo de Capital}$$

o alternativamente en términos de ratios:

$$(EVA \text{ Firmas}) = (ROI - WACC) \times \text{Capital Invertido}$$

EVA=Economic Value Added
ROI=retorno sobre la Inversión
WACC=Costo de Capital promedio Ponderado

Si se restringe el concepto al análisis del patrimonio, como se da generalmente en el caso de empresas de servicios financieros, la expresión sufre la siguiente modificación:

$$\text{Creación de Valor (EVA Accionistas)} = (ROE - K_e) \times E$$

1.3.3.-Market Value Added (MVA)

El Valor Añadido de Mercado ^yes una medida calculada por la diferencia entre el valor conjunto de Mercado de la deuda y los fondos propios de una empresa y la cantidad de capital invertido en la misma.

Es una medida externa del desempeño externa, que indica el valor presente de cuanto valor ha sido capaz de agregar la empresa al capital aportado por los dueños de la misma.

$$MVA = \sum_{j=1}^n \frac{EVA_j}{\prod_{j=1}^j (1 + rs)}$$

MVA=Valor de Mercado de la Compañía
EVA=Valor económico añadido
r= Tasa de descuento

El ratio mercado/capital, una variante del MVA expresada como ratio en lugar de cómo magnitud monetaria, refleja la capitalización de la deuda y los fondos propios de una empresa dividida por el capital invertido.

1.4- El Costo de Capital

Tan importante como la determinación de los flujos apropiados para hallar el valor de la compañía, lo es también la tasa de descuento adecuada para actualizarlos a valor presente.

EL WACC o costo promedio ponderado de capital, es aquella tasa que intenta recoger tanto el retorno exigido por los inversionistas, como por los acreedores de la empresa. Es el promedio ponderado entre el costo de la deuda y de capital, y se constituye en la tasa utilizada para el descuento de los flujos en un modelo de valoración bajo FCF.

El cálculo del costo de la deuda sea probablemente más evidente en función de que recoge un promedio de las tasas previamente pactadas con los tenedores de deuda de la compañía.

Sin embargo la determinación del rendimiento para el accionista, esta sujeto a una serie de variables que incorporan la aversión al riesgo de los mismos, rendimientos históricos, condiciones de sector y de mercado, benchmarks de referencia, etc, dependiendo del enfoque que se desee utilizar.

Existen muchos modelos para determinar el costo de capital del Accionista (k_s), sin embargo es el modelo general del CAPM (*capital asset pricing model*) así como los que incluyen algunos ajustes y/o derivaciones del mismo, son los que gozan de la mayor aceptación y utilización entre las compañías a nivel mundial, y que se establecen de alguna manera como referente de la comunidad financiera globalizada.

1.4.1.-Modelo de Valuación de Activos de Capital CAPM (Capital Asset Pricing Model)

Modelo de valuación de Activos de Capital, que a través de los retornos en los mercados accionarios, intenta determinar la rentabilidad esperada por el accionista, o su costo de oportunidad de invertir en determinada empresa.

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

R_i = Retorno del inversionista
R_f = Tasa libre de riesgo
R_m = Retorno del mercado
β = Beta de la acción

La relación previa recoge el modelo general y básico del CAPM, el cual sin embargo, según el tipo de economías, sectores y otros factores diferenciadores a efectos de la valuación, suele ser ajustado primordialmente en cuanto al factor beta, primas de riesgo del mercado, riesgo país,

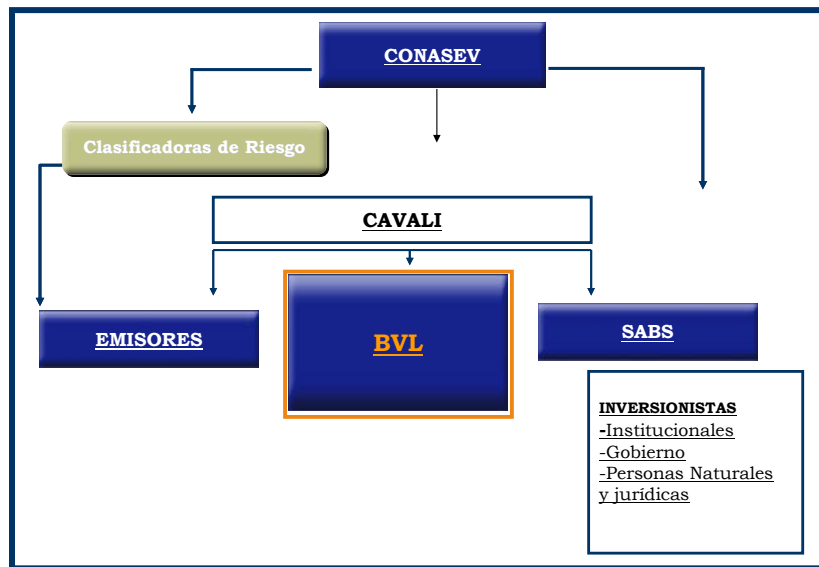
efectos de volatilidad etc, para perfilar e incorporar de mejor manera los factores de riesgo real incurrido por los inversionistas.

2-EL MERCADO BURSÁTIL PERUANO

2.1-Intervinientes

El funcionamiento del mercado bursátil peruano engloba a una serie de partícipes que forman parte del proceso de canalización de recursos entre agentes superávitaros y deficitarios, cumpliendo roles de suma importancia, y conformando un engranaje armónico que garantiza un proceso transparente y eficaz.

Figura 1-Esquema del Mercado de Capitales Peruano



Elaboración propia

2.1.1-La Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores-CONASEV

La regulación por parte del Estado está a cargo de la Comisión Nacional Supervisora de Empresas y Valores mas comúnmente conocida por sus siglas CONASEV. A diferencia de algunos otros países, el ente regulador del sector público en Perú está especializado únicamente

en el mercado bursátil y no tiene participación en la supervisión de otros mercados como el bancario o el de seguros. Esta situación es destacable, pues se evita los posibles conflictos de interés a la hora de establecer las normas y políticas de promoción respectivas, que de darse tal situación serían contraproducentes en la búsqueda del buen funcionamiento del mercado de capitales.

A su cargo se encuentra la normatividad acerca de los pilares del mercado de valores, como por ejemplo la regulación acerca de ofertas públicas, el recaudo y control de información financiera pública y hechos de importancia por parte de los emisores, así como la política e implementación de infracciones entre otras.

2.1.2-La Bolsa de Valores de Lima –BVL

La Bolsa de Valores de Lima S.A. es una sociedad que tiene por objeto principal facilitar la negociación de valores inscritos, proveyendo los servicios, sistemas y mecanismos adecuados para la intermediación de manera justa, competitiva, ordenada, continua y transparente de valores de oferta pública, instrumentos derivados e instrumentos que no sean objeto de emisión masiva que se negocien en mecanismos centralizados de negociación distintos a la rueda de bolsa que operen bajo la conducción de la Sociedad, conforme a lo establecido en la Ley del Mercado de Valores y sus normas complementarias y/o reglamentarias.

2.1.3-Cámara de Valores y Liquidación- CAVALI

Sociedad Anónima que tiene por objeto la liquidación de operaciones y el registro de valores representados por anotaciones en cuenta como producto de la nueva tendencia a la desmaterialización de instrumentos que rige en mercado bursátil en Perú. CAVALI mantiene cuenta en el Depositary Trust Company (DTC), el cual es la cámara de compensación más grande de los Estados Unidos, además de los convenios establecidos con los correspondientes custodios de Chile (DVC), México (INDEVAL), Colombia (DECEVAL) y Costa Rica (CEVAL).

2.1.4-Clasificadoras de Riesgo

Por parte del sector privado, existen en el Perú las denominadas empresas Clasificadoras de Riesgo, que son las encargadas por ley de clasificar a los instrumentos que se negocian en el mercado de valores peruano, de modo que den testimonio, o establezcan mediante su veredicto, un perfil del riesgo de determinado valor, facilitando a que el inversionista pueda incorporar mayores elementos de análisis a la hora de tomar una decisión de inversión.

Para ejemplificar uno de los puntos de alcance de las clasificadoras, según el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo en su Artículo 15 denominado Clasificación Obligatoria se estipula que “Las personas jurídicas que emitan por oferta pública valores representativos de deuda deben contratar los servicios de cuando menos dos Clasificadores, independientemente entre sí, para que efectúen la clasificación permanente de esos valores. Es facultad de CONASEV determinar aquellos valores que por sus características califican como representativos de deuda. En tales casos dichos valores deberán ser clasificados obligatoriamente”.

2.1.5-Los Intermediarios- Sociedades Agentes de Bolsa

Esta función recae sobre las Sociedades de Agentes de Bolsa, que son las encargadas de realizar las transacciones en nombre de sus clientes. Cada Sociedad de Agentes de Bolsa está facultada por Ley para administrar fondos de inversión, para operar en el exterior con títulos de Deuda Pública Externa del Perú, para realizar préstamos de valores y operaciones de reporte, para fungir como fiduciario en fideicomisos de titulización y para operar con derivados.

Adicionalmente y según lo estipula la Ley, las Bolsas de Valores de Perú deben formar lo que se denomina un Fondo de Garantía que sirva como respaldo a los clientes de las sociedades de bolsa. Este Fondo se constituye a través de las contribuciones mensuales de las sociedades de bolsa, equivalentes a tres diez milésimos del uno por ciento del volumen transado en la rueda de bolsa. Paralelo a este Fondo de Garantía la Bolsa ha establecido un Fondo Complementario

cuyos recursos salen de una proporción de las cuotas mensuales de las Sociedades de Agentes de Bolsa.

2.1.6-Los Emisores

Constituidos principalmente por la masa crítica de personas jurídicas, que cumplen con los requisitos establecidos por ley para emitir valores, y que acuden al mercado por motivos de reducir el costo de la financiación, adecuación de monedas y plazos, e inclusive por aspectos reputacionales. En el Perú actualmente existe una serie de participantes activos en el proceso de emisión, tanto privados como públicos.

Los privados varían desde compañías industriales hasta entidades del sector financiero. En tanto que entre los públicos, los principales emisores lo constituyen el gobierno central propiamente dicho, por ejemplo con la emisión constante de los bonos soberanos internos.

2.2-Principales Indicadores de Actividad

El desempeño de un mercado de capitales, necesita ser medido por una serie de indicadores a través de los cuales se puede inferir su grado de importancia, profundidad, evolución, grado de madurez, etc, variables a través de las cuales se obtiene una visión global de su estructura y funcionamiento

2.2.1-Volúmenes de Negociación

El principal nivel de actividad en cuanto al mercado secundario, se encuentra claramente concentrado en la negociación de acciones, la cual ha evidenciado durante los últimos años, una creciente participación sobre el total del volumen negociado vía bolsa de valores. Así, en el año 2001, representaba tan solo el 27% de la negociación total, y al cierre del 2006 significó aproximadamente las tres cuartas partes del total.

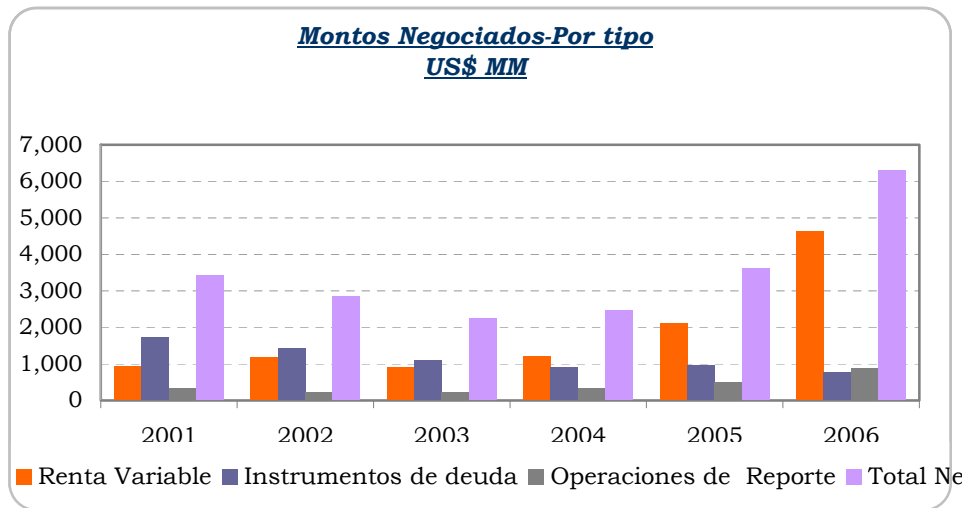


Figura 2-Montos Negociados BVL-Fuente BVL-Elaboración Propia

2.2.2-La capitalización bursátil

El valor de mercado de todas las compañías que listan en la bolsa de valores alcanzó al cierre del año 2006 un total de US\$ 60,020 MM, lo cual ha significado un incremento superior al 66% con relación a la cifra registrada en el 2005.

Esta sustancial expansión, viene principalmente explicada por el sector minero, el cual debido al alza experimentada por el precio de los minerales en el mercado internacional, se ha visto favorecido en términos del valor de mercado de sus empresas mas representativas. De igual forma los valores emitidos en el exterior como BAP (Credicorp) Y PCU (Southern) y logrado revalorizarse de manera importante. En total los ADR han logrado pasar de un total de US\$ 12.183 MM a US\$20.282 MM un durante el período 2006 (+ US\$8.099 MM).

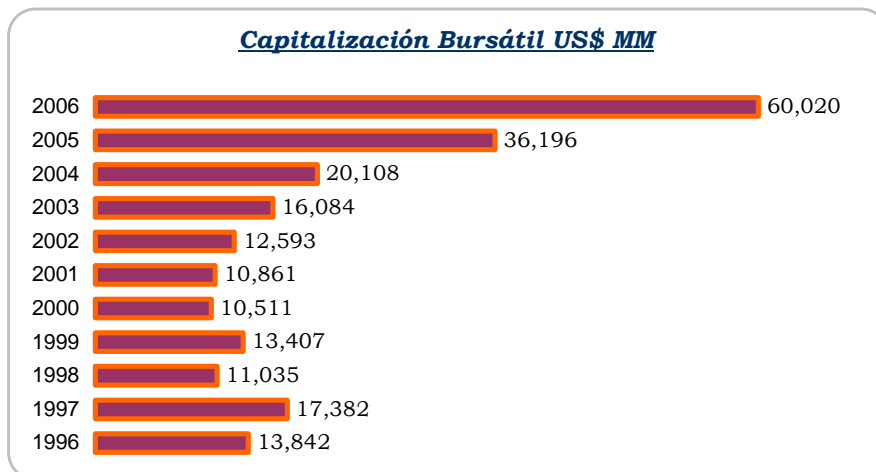


Figura 3-Capitalización Bursátil BVL-Fuente BVL-Elaboración Propia

2.2.3-El Índice General del Mercado (IGBVL)

El IGBVL es la medida por excelencia de la bonanza de la Bolsa de Valores, indicador asociado a la valorización de los instrumentos representativos de capital disponibles para la negociación secundaria (floating). Por medio de éste se recoge mediante un método ponderado, el desempeño de las cotizaciones de las acciones más representativas de la Bolsa de Valores de Lima. Es sobre el índice general sobre el cual se miden los auges y caídas del mercado

En lo relativo a su evolución, se ha evidenciado un importante auge durante los últimos años impulsado por el buen desempeño de la economía, y por las buenas expectativas de crecimiento de las que gozan las empresas peruanas.

De igual manera, la cada vez mayor participación de nuevos inversionistas en el mercado local ha favorecido aún mas la expansión positiva de este indicador cuya trayectoria viene despertando paulatinamente el interés como medio de inversión.

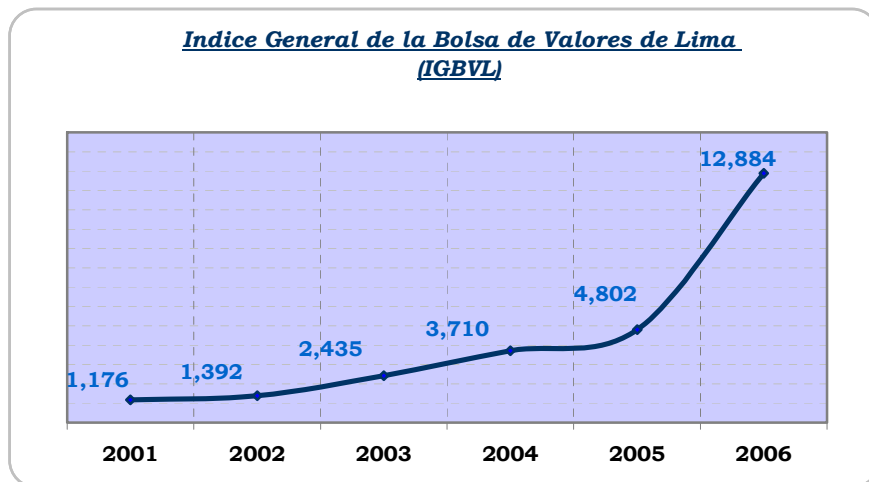


Figura 4- Índice General BVL-Fuente BVL-Elaboración Propia

Dicha evolución, se he traducido en impresionantes rendimientos interanuales, los cuales en el último año, llevaron a la plaza limeña a convertirse en una de las más rentables del mundo.

(Var2006/2005 = +168%)

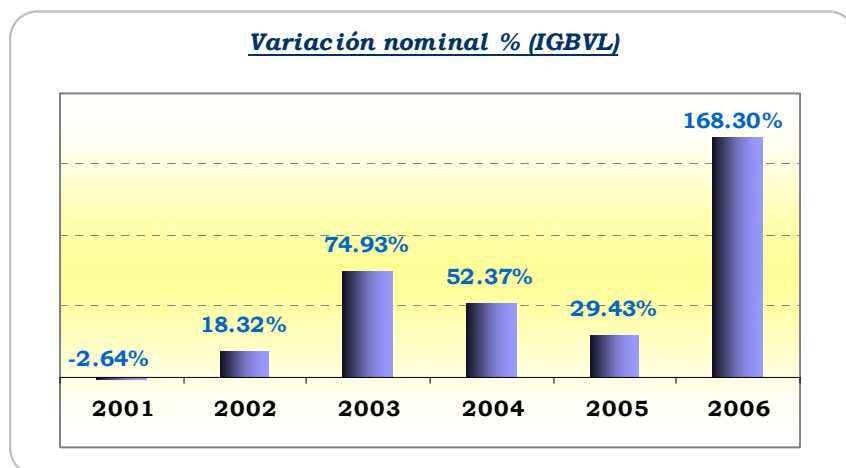


Figura 5-Variación Nominal IGBVL-Fuente BVL-Elaboración Propia

De manera genérica, se observa un desarrollo positivo del mercado de capitales peruano, así como una estructura particular de funcionamiento del mismo, dadas las condiciones específicas de nuestra economía, dentro de la cual se enmarca el tema de nuestra investigación.

3-Creación de Valor – BBVA Banco Continental

Nuestro objetivo en este capítulo es hacer un análisis integral, de lo que significa o ha significado la creación de valor para el BBVA Banco Continental, en los últimos años. Al hablar de integral, nos estamos refiriendo principalmente a que revisaremos enfoques que poseen diferentes perspectivas pero que en su conjunto se orientan a conocer si en el período analizado se ha generado valor, y como se ha compuesto esa mayor riqueza para el accionista.

El primer enfoque recoge desde una perspectiva global y cualitativa, lo que ha representado en términos de actividad y resultados la gestión de la compañía, factores medidos en términos de sus colocaciones y depósitos por el lado del negocio, en el manejo global del riesgo y su reflejo en la calidad de activos administrados, así como en la conducción financiera integrada que se asocia a los criterios de liquidez, solvencia, eficiencia y rentabilidad principalmente.

La segunda instancia apunta hacia la validación con indicadores y medidas de creación de valor específicas, para determinar el BBVA Banco Continental ha generado mayor riqueza que la esperada por sus accionistas, desde una perspectiva histórica, corroborando los resultados significativos que ha obtenido en términos de su desempeño como entidad dentro del rubro bancario y financiero

El tercer punto intenta recoger y poner en práctica las posiciones teóricas más importantes y adecuadas a la hora de estimar el valor de una entidad de intermediación financiera, para poder concluir si existe concordancia o alineamiento entre las cifras tangibles alcanzadas en el segundo punto, con las obtenidas resultado de la aplicación de los modelos pertinentes.

3.1-. Dimensión Cualitativa- Actividad y Resultados

La banca Peruana viene experimentando un importante auge durante los últimos años, creciendo en términos de negocio a tasas de dos dígitos, y con una calidad de cartera en notoria

mejoría, situación que guarda estrecha relación con el crecimiento de la economía de manera continua por mas de cinco años consecutivos .

Este contexto no ha sido ajeno al Banco Continental, por el contrario éste se ha constituido en la entidad que mejor ha aprovechado tal situación y mayores ventajas competitivas ha desarrollado en este período, pudiéndosele reconocer como uno de los más importantes impulsores de dicho auge.

Así, la cartera de créditos del banco ha logrado una tasa promedio anual de crecimiento de 22% desde el año 2001, totalizando al cierre del año 2006, S/12,953 MM, y habiendo ganado durante ese tiempo un total de 1126 puntos básicos de cuota, indudablemente la mayor expansión entre todos sus competidores. Este desempeño además de brindarle a los clientes mayores posibilidades de acceso al crédito (y por lo tanto al desarrollo empresarial y personal) se ha dado de una manera sana, es decir con niveles de cartera atrasada cada vez menores; De esta forma el ratio de mora del banco fue a Diciembre 2006 tan solo 1.2% de las colocaciones brutas. Además tanto la cartera atrasada cuanto la pesada cuentan con un nivel de provisiones adecuadas para enfrentar cualquier escenario extremo de castigos, sin ningún compromiso de exposición del patrimonio del banco.

Los resultados económico financieros son concordantes con la satisfactoria evolución que ha seguido su actividad de negocios Así, El mix de activos le ha garantizado una recurrente generación de ingresos financieros, que conjuntamente con una estrategia de fondeo responsable y acorde con los lineamientos del mercado, le ha permitido generar márgenes sostenidos de intermediación en un entorno de aún baja bancarización y amplio potencial de expansión según las previsiones generalizadas.

Además, se ha venido manejando como el banco mas eficiente del sistema a través de un adecuado sistema de control de los gastos., asignado los recursos de manera más óptima y extrayendo mayores beneficios y aprovechando sinergias para potenciar la actividad de negocio.

En cuanto a la solvencia patrimonial, esta se ha ubicado dentro de los límites regulatorios y adecuándose paulatinamente hacia los parámetros y exigencias del Acuerdo de Basilea II, camino a un esquema de menor requerimiento de capital económico debido a la eficaz gestión y control de los riesgos de crédito, operativos y de mercado .

A continuación presentamos la evolución de los principales indicadores financieros durante el período 2001-2006, los cuales en promedio evidencian mejoras considerables, ratificando el desempeño favorable comentado líneas arriba.

Tabla 1- Indicadores BBVA Banco Continental-Fuente SBS- Elaboración Propia

	Indicadores BBVA Banco Continental					
	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Solvencia						
Apalancamiento Global (N° de veces)	8.17	7.66	6.73	6.88	8.35	8.83
Pasivo Total / Capital Social y Reservas (N° de veces)	11.19	11.88	11.43	11.57	15.21	13.81
Calidad de la Cartera de Créditos						
Ratio de Mora	6.99	5.37	3.65	2.15	1.41	1.10
Ratio de Mora MN	3.62	3.23	2.77	1.50	1.04	0.96
Ratio de Mora ME	8.11	6.10	3.89	2.34	1.56	1.18
Créditos Refinanciados y Reestructurados / Créditos Directos	6.51	5.05	3.66	3.24	1.95	1.11
Provisiones / Cartera Atrasada	133.27	157.96	198.99	289.79	326.74	311.33
Eficiencia Operacional						
Gastos Operativos/ Activos Rentables	3.63	3.26	3.32	2.91	2.77	2.79
Creditos/ Numero de Empleados	2,431.13	2,650.35	2,481.87	2,799.76	3,463.20	3,997.90
Depositos/ Numero de Empleados	55,221.85	59,880.62	62,228.90	67,666.94	82,033.42	78,394.72
Rentabilidad						
ROE	7.32	10.37	14.71	17.79	29.69	32.14
ROA	0.64	0.89	1.37	1.69	2.60	2.73
Ingresos Financieros / Ingresos Totales	77.21	70.00	72.44	70.81	75.95	73.72
Ingresos Financieros Anualizados / Activo Rentable Promedio	9.27	6.94	6.74	6.60	8.62	9.14
Liquidez						
Ratio de Liquidez MN	42.43	38.49	68.75	63.14	50.49	33.90
Ratio de Liquidez ME	53.62	61.67	49.24	51.87	53.49	37.77
Caja y Bancos M.N. / Obligaciones a la Vista M. N.	0.29	0.37	0.24	0.26	0.23	0.25
Caja y Bancos en M.E. / Obligaciones a la Vista M.E.	4.01	3.79	2.99	2.36	3.34	1.73

Fuente (SBS)

En suma, la adecuada gestión sustentada en los resultados analizados previamente, ha repercutido directamente en la percepción de generación de valor para los stakeholders en general, la cual podemos agrupar de la siguiente manera:

Para Clientes: A través de una mayor oferta de productos y servicios, lo cual se ha visto reflejado en la preferencia de los mismos en términos de la mayor cuota de mercado obtenida, tanto en créditos como en captaciones.



Figura 6- Perspectiva de Valor de Clientes-BBVA BC- Fuente SBS-E.Propia

Para Empleados, La mayor actividad de negocio trae consigo mayores gastos tanto en formación para el personal, así como en el aspecto de mayores retribuciones y beneficios. Otro indicador tangible es la participación en las Utilidades de la compañía, las cuales se han visto afectadas positivamente en los últimos años por los crecientes resultados del banco, impactando directamente en el bienestar del trabajador.

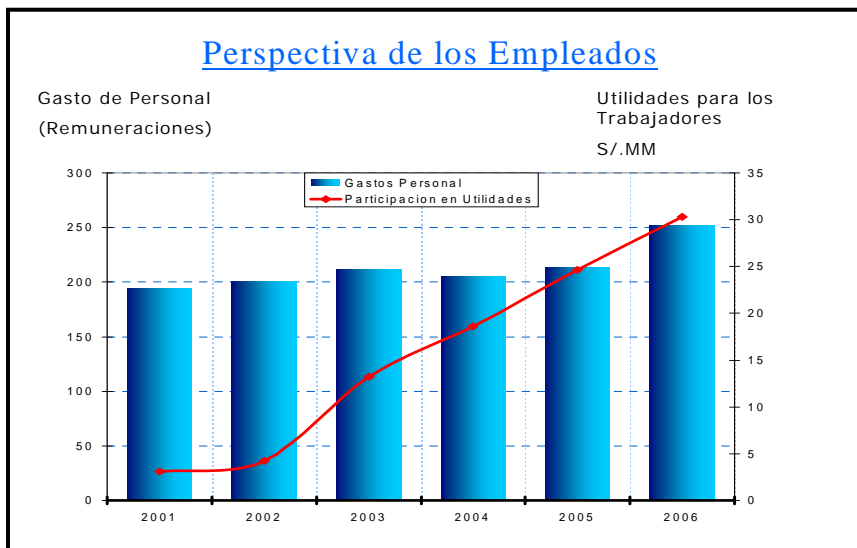


Figura 7- Perspectiva de Valor de Empleados-BBVA BC- Fuente SBS-E.Propia

Para Proveedores, el ciclo expansivo experimentado, arrastra una serie de colaterales, lo cuales se pueden notar en los mayores gastos por prestaciones de servicios de terceros, la cual beneficia a los proveedores ya existentes y amplía la base de los mismos, bajo criterios de eficiencia .

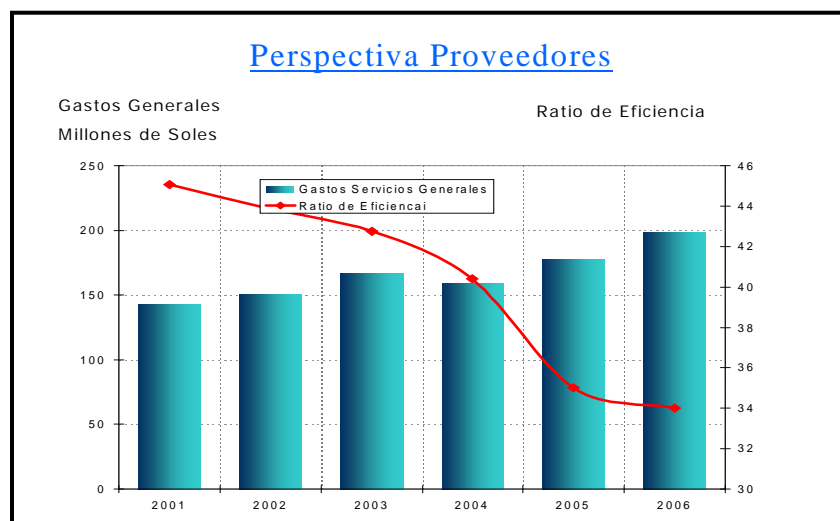
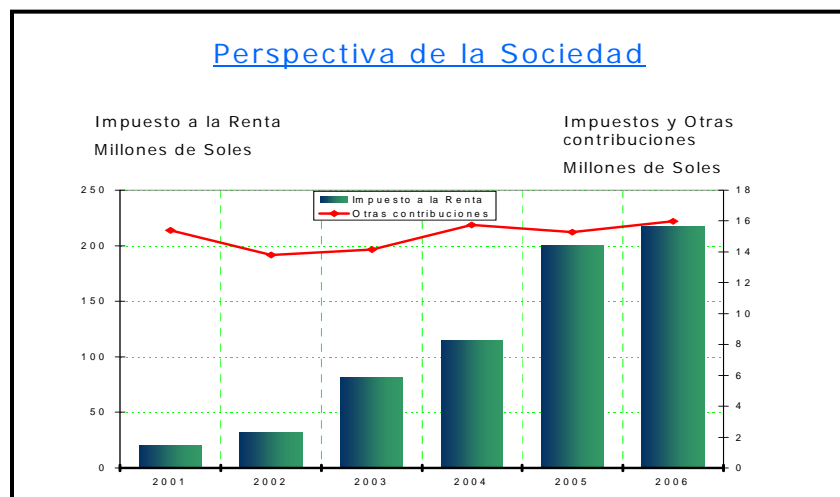


Figura 8- Perspectiva de Valor de Proveedores-BBVA BC- Fuente SBS-

Para la Sociedad: Son dos los aspectos en los que repercute el buen desempeño del Banco en este sentido: mayores impuestos y contribuciones asociadas a sus operaciones cotidianas, así como una mayor aportación a través del Impuesto a la Renta, y por otro lado vía las acciones de Responsabilidad Social Corporativa, que dependen de un presupuesto incremental en función de los resultados favorables, como hasta el momento se ha venido dando.



Para los Accionistas, a través de la revalorización de las acciones y de los dividendos repartidos, Sobre este punto es sobre el cual incidirá el resto del estudio, y al que se le prestará el detalle específico.



Figura 9- Perspectiva de Valor Accionistas-BBVA BC- Fuente SBS-E.Propia

3-2. Dimensión Externa - Evidencia Empírica

Como mencionamos anteriormente, el punto crucial de nuestra investigación radica en determinar si la gestión del banco ha creado o destruido valor durante el periodo de análisis, para lo cual disponemos de cifras que nos permitirán la estructuración de la secuencia de generación de valor que nos sirva de una base referencial de opinión.

Así, y apoyándonos en útiles definiciones como las plasmadas por el autor *Fernández Pablo*^{vi} en su guía "Valoración de Empresas" se intenta medir cual ha sido la evolución de la creación de valor histórica para el banco, utilizando variables claves como la capitalización de mercado, los dividendos pagados, los aportes de capital, la recompra de acciones etc, las cuales junto a otras medidas como la rentabilidad obtenida y costo de oportunidad nos conducirán a una estimación bastante aproximada de nuestro objetivo.

El factor clave es la identificación del proceso de cálculo de creación de valor para el accionista. Inicialmente, éste tiene como primordial fuente de generación de riqueza el potencial de apreciación de las acciones en el mercado, que se refleja en los incrementos en la capitalización. Sin embargo, hay aspectos fundamentales que añadir o detraer a estos aumentos de la capitalización bursátil en función a desembolsos o ingresos de cash de los accionistas, la conjunción de ambos efectos determinará el aumento o disminución de valor de los mismos en un período dado. Este resultado en la variación del valor medido en términos de tasa con respecto a la posición de capitalización inicial es lo que se conoce como la rentabilidad de los accionistas, a la cual luego de detraerle el costo de capital exigido por los tales, nos dará como resultado la creación de valor.

El siguiente diagrama grafica la dinámica explicada previamente:

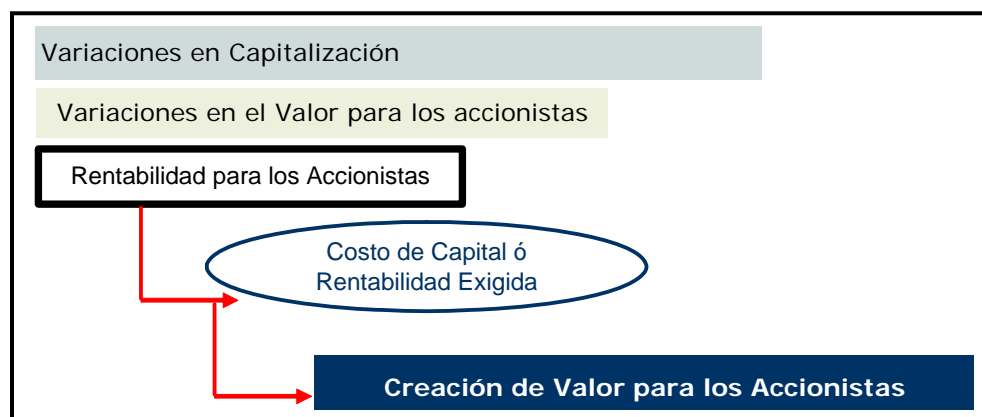



Figura 10- Esquematación de la Creación de Valor

Analicemos con mayor detenimiento como se han comportado dichas variables en el caso del BBVA Banco Continental:

3.2.1-Incrementos en la Capitalización Bursátil

Entendida la capitalización bursátil como el valor que el mercado le asigna a todas las acciones de una compañía en un momento dado del tiempo, es preciso recordar que dicho indicador se obtiene multiplicando el número de acciones en circulación por su cotización. Cabe dicha acotación con el propósito de poder identificar que el incremento de la capitalización depende ó bien de la expansión del número de acciones, o de bien de la evolución positiva de la cotización.

Tabla 2- Aumento de la Capitalización BBVA-BC- Fuente Memorias BBVA. E. Propia

 Banco Continental	1,995	1,996	1,997	1,998	1,999	2,000	2,001	2,002	2,003	2,004	2,005	2,006
N Acciones	198	282	411	614	689	763	773	784	797	813	853	853
Precio / Acción	4.31	4.00	3.19	1.70	2.11	1.61	1.34	1.59	1.80	2.94	4.90	7.15
Capitalización	852	1,128	1,310	1,044	1,453	1,228	1,036	1,247	1,435	2,391	4,179	6,098
Aumento de la Capitalización		276	182	-266	410	-225	-192	211	188	956	1,789	1,919

Al respecto podemos observar que en un horizonte ampliado de 5 años, la capitalización del Banco Continental ha registrado una tendencia en promedio alcista, producto del auge de las cotizaciones principalmente (+433%) antes que de la base de acciones (+10%).

En un período más largo, se observa que han existido escenarios alta volatilidad de los mercados financieros, suscitados principalmente hacia finales de los noventa, los cuales se vieron influenciados básicamente por choques externos que afectaron al grueso de la economía, al funcionamiento del mercado de valores, así como también a la cotización acción del banco.

Sin embargo, como mencionamos, en promedio la tendencia fue expansiva, la cual se hace más pronunciada durante los tres últimos años, producto de factores conjuntos como el desempeño

de la economía en sí, la mayor confianza en los mercados de valores, así como de los propios logros y avances producto de la gestión de la compañía.

3.2.2-Incremento de Valor para los Accionistas

EL incremento de valor para los accionistas de un período a otro, es la diferencia entre la riqueza que poseen al final de dicho lapso contra la que tenían al inicio del mismo. (generalmente estimaciones anuales, pero que pueden ser calculadas de manera ajustada en cualquier momento del tiempo). Muchas veces suelen confundirse a primera vista los conceptos de incrementos en la capitalización con aumentos de valor, sin embargo existen adiciones o detracciones de flujos que determinan la diferencia. A continuación se presenta esquemáticamente las diferencias entre ambos conceptos:

Aumento de Capitalización pero no de Valor:

AUMENTO DE LA CAPITALIZACION	-Suscripción de nuevas acciones vía aportes de capital	NO AUMENTO DE VALOR
	-Conversión de Obligaciones convertibles	
	-Emisión de nuevas acciones para la compra de nuevas empresas	

Disminución de capitalización pero no de valor:

DISMINUCION DE LA CAPITALIZACION	-Pago de Dividendos, Reducciones de Nominal de Acciones	NO DISMINUCION DE VALOR
	-Compra de propias acciones en el mercado	

Dada dicha especificación de los conceptos, se puede definir que el cálculo del aumento de valor para los accionistas sigue el siguiente esquema:

Incremento de Valor para los Accionistas	Aumento de la Capitalización de las acciones
	(+) Dividendos pagados en el año
	(+) Otros pagos a accionistas (Reducciones de Nominal, Recompra de Acciones)
	(-) Desembolsos por Ampliación de Capital
	(-) Conversión de Obligaciones Convertibles

Al analizar las cifras del banco, observamos que durante el período tratado, las adiciones en el aumento de valor vienen explicadas en primera instancia por la apreciación de la capitalización seguidamente del crecimiento sostenido de los dividendos en efectivo principalmente desde la década del 2000. Factores como reducciones de nominal o recompra de acciones propias no han tenido lugar en el tramo analizado. Igualmente la conversión de obligaciones convertibles no es aplicable, ya que el banco no ha tenido partidas de esta naturaleza durante su existencia.

Sin embargo durante el año 1998, se realizaron nuevos desembolsos en efectivo por parte de los accionistas para fortalecer el capital de la compañía, magnitud que se esta neteando del cálculo agregado de aumento de valor, pues como definimos previamente estos representaron en su momento una merma en la riqueza económica de los accionistas.

En síntesis en el período comprendido entre los años 1996-2006 BBVA Banco Continental registró un incremento de valor para sus accionistas de S/. 6.3 MM, de los cuales S/. 5.2 MM provienen de la expansión de la capitalización bursátil, y S/. 1.1 MM de los crecientes dividendos en efectivo repartidos. Ambas cifras ajustadas por el anteriormente mencionado aporte de capital por S/.103 MM.

La evolución del aumento del valor para los accionistas evidencia en la siguiente tabla:

Tabla 3- Aumento de Valor BBVA-BC- Fuente Memorias BBVA. E. Propia

	1,996	1,997	1,998	1,999	2,000	2,001	2,002	2,003	2,004	2,005	2,006	Total 1996-2006
Aumento de la Capitalización	276	182	-266	410	-225	-192	211	188	956	1,789	1,919	5,246
+ Dividendos	19	20	46	7	0	7	55	147	210	282	390	1,183
- Desembolsos de Accionistas			-103									-103
Aumento de Valor para Accionistas	296	202	-323	417	-225	-185	266	335	1,166	2,070	2,309	6,326

3.2.3-Creación de Valor histórica para los accionistas

El punto crucial y clave en la determinación de la creación o destrucción de valor, radica en la relación existente entre la tasa exigida por los inversionistas a las acciones y la tangiblemente alcanzada, en este caso asociada a la rentabilidad obtenida por los accionistas. Queda establecido de tal manera que se crea valor, cuando en los resultados en términos monetarios en determinado período se comportan mejor que las expectativas de retorno de los inversionistas, dado un nivel de inversión de capital.

3.2.3(a)-Rentabilidad de los Accionistas

Hasta el momento hemos venido tratando en magnitudes agregadas las ganancias en valor registradas por accionistas. La rentabilidad obtenida por los accionistas, no es mas que otra cosa que el cociente entre el aumento del valor para los accionistas durante un período y la capitalización alcanzada al inicio del mismo.

La rentabilidad compuesta obtenida por los accionistas durante los últimos cinco años alcanzó en promedio 53%, de los cuales el 42.6% viene explicado por la rentabilidad alcanzada por el precio, y el restante 10.5% por la expansión de los dividendos en efectivo.

Tabla 4- Rentabilidad Accionistas BBVA-BC- Fuente Memorias BBVA. E. Propia

	2002	2003	2004	2005	2,006	
Capitalización	1,247	1,435	2,391	4,179	6,098	
Aumento Valor Accionistas	266	335	1,166	2,070	2,309	Rentabilidad Acumulada
Rentabilidad Accionistas	26%	27%	81%	87%	55%	53.0%
Rentabilidad Precio	20%	15%	67%	75%	46%	42.6%
Rentabilidad Dividendos	5%	12%	15%	12%	9%	10.5%

3.2.3(b)-Rentabilidad Exigida a las Acciones

La rentabilidad exigida a las acciones o costo de las acciones, es la rentabilidad que esperan obtener los accionistas para sentirse adecuadamente retribuidos por mantener invertida su riqueza en ellas.

Como se anticipó en el desarrollo de la parte teórica, el modelo de mayor aceptación y practicidad utilizado para hallar el costo del equito es el CAPM (*Capital Asset Pricing Model*), el cual goza de diferentes variantes, mejoramientos y ajustes pertinentes, según las condiciones específicas y estructurales como de riesgo país, primas de riesgo de mercado el riesgo sistémico

En el caso en particular, los ajustes introducidos al modelo convencional CAPM lo constituyen el diferencial de Inflación a largo plazo, que permite capturar el efecto de las diferencias existentes entre la evolución de índices de precios entre un mercado como el nuestro en relación a un mercado maduro y desarrollado como el de USA.

La introducción del riesgo país, mediante el cual se adicione el spread existente entre los bonos soberanos sobre la tasa libre de riesgo, como un elemento adicional que recoja las condiciones propias de una inversión en una economía emergente como la peruana.

Tabla 5- Estimación del Ke-BBVA-BC- Fuente Economatca-Blommbreg. E. Propia

Cálculo del Costo de las Acciones						
Tasa Libre de Riesgo	4.6%	4.5%	4.5%	4.3%	4.3%	5.0%
Beta	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
Diferencial de Inflacion Lplazo	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
Prima de Mercado Peruano	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%
Riesgo Pais	6.17%	6.21%	5.56%	5.06%	4.44%	3.96%
Tasa de Retorno Exigida	14.8%	14.8%	14.1%	13.4%	12.8%	13.0%

La secuencia de variables previamente analizadas concluye en la contrastación empírica de que el BBVA Banco Continental a lo largo de los últimos 5 años ha creado valor para sus accionistas, otorgándoles ya sea por la vía de entrega de dividendos o por la apreciación del valor de las acciones mayor riqueza de la coherentemente esperada (recogida por la estimación de la rentabilidad exigida a las acciones), resultados que reafirman a los obtenidos cuando analizamos el desempeño global de la gestión económica y financiera de la compañía.

La siguiente tabla resume esquemáticamente y año tras año, como se ha ido generado creciente y sostenidamente valor para los accionistas, salvo el ejercicio 2001, situación principalmente explicada por el contexto generalizado de caída de los mercados accionariales, a la cual no fue ajena la acción del banco.

Tabla 6- Creación de Valor BBVA-BC- BBVA. E. Propia

	2002	2003	2004	2005	2,006
Capitalización	1,247	1,435	2,391	4,179	6,098
Var Capitalización	211	188	956	1,789	1,919
Aumento Valor Accionistas	266	335	1,166	2,070	2,309
Rentabilidad Accionistas	26%	27%	81%	87%	55%
Rentabilidad Precio	20%	15%	67%	75%	46%
Rentabilidad Dividendos	5%	12%	15%	12%	9%
Rentabilidad Exigida Ke	14.8%	14.1%	13.4%	12.8%	13.0%
Creación de Valor	113	159	973	1,764	1,765

En total desde al año 2002 se ha creado valor por un total de S/. 4,774 MM, con una rentabilidad promedio anual obtenida por los accionistas del orden del 53% y un costo promedio estimado de las acciones de 13,6% a lo largo del período analizado.

3.3. Dimensión Interna-Enfoques Teóricos de Valoración

Hasta ahora al analizar la evolución de las principales variables que intervienen en la creación de valor de una empresa, destaca por su relevancia la evolución de la capitalización de mercado de la misma, que no es más que el valor agregado al cual en cada período de tiempo se han estado negociando las acciones del banco de manera bursátil, pero que sin embargo según coyunturas específicas, puede o no estar alineada con los fundamentos y evolución de la compañía en mención.

Por este motivo, cabe preguntarnos si dicha valuación asignada por el mercado, y revisada en el punto tratado anteriormente, se encuentra alineada con la estimación teórica del valor intrínseco bajo modelos aplicables a entidades financieras, que sustentan la valorización de una compañía y son tema de análisis y discusión académica continua. Así, en lo que resta del documento usaremos de manera práctica el método de descuento de dividendos, y el de valoración relativa, enfoques que bajo nuestra percepción se adecuan mejor para llevar a cabo estimaciones del valor de una entidad dedicada a la intermediación financiera.

3.3.1-Marco General Para La Valuación de una Entidad Financiera

A diferencia de los métodos tradicionales de valoración, que identifican variables específicas a modelar por su decisivo impacto en la generación de flujos de caja, tales como el grado de reinversión en el negocio, principalmente en activos fijos (y la depreciación asociada) y capital de trabajo, en el ámbito de una entidad financiera, se presentan dos principales inconvenientes:

1- La dificultad de estimación de flujos libres proveniente de la definición de reinversión y deuda; el fondeo de una entidad financiera proviene tanto de terceros, cuanto de los inversionistas, recursos que son directamente utilizados en sus inversiones. Sin embargo el punto esencial, radica en el tratamiento que reciben los fondos de los no accionistas, a los cuales dada la naturaleza de operación de un negocio como el bancario constituyen la materia prima, adquiriendo así una connotación diferente al considerar al *dinero como algo sujeto de ser moldeado, transformado y ofrecido bajo la modalidad de un producto financiero a un mayor precio y con una rentabilidad específica.*^{vii} Por lo tanto para efectos prácticos el capital utilizado en

una entidad financiero esta más cercanamente definido como aquel que aportan los accionistas o equity, el mismo que es sujeto de regulaciones como veremos en el siguiente acápite.

2- La regulación del capital mínimo exigido; a diferencia de otros rubros de actividad, el sector bancario goza de una serie de normas y regulaciones principalmente dirigidas a establecer límites mínimos de capital, estableciéndose de ésta manera un mecanismo legal para garantizar la solvencia de la compañía, dado el tipo específico de negocio que realiza. Es importante destacar que la regulación bancaria se va alineando con los principios de Basilea II, y se espera que el nivel de capital requerido por las instituciones financieras hacia futuro sean regulados por la medición del propio riesgo de la empresa, antes que por un mismo ratio aplicado para todas, el cual tiene la deficiencia de no incorporar la categoría de riesgo de cada institución en particular.

Bajo las consideraciones tratadas previamente convenimos que, para el caso de un banco, la premisa por excelencia de estimar los flujos de caja previos a la deuda así como la obtención de una tasa de descuento ponderada deuda /capital adecuada para el descuento de dichos flujos, resulta problemática cuando la deuda y los servicios asociados a la misma no pueden ser fácilmente identificados. Por lo tanto, la alternativa de valorizar únicamente el patrimonio de la entidad puede llevarse a cabo directamente considerando los flujos asociados a los accionistas, dada la inversión realizada por los mismos, y a una tasa de descuento correspondiente sólo para el equity.

En adelante desarrollaremos por un lado un modelo teórico denominado Excess Model Return de y uno de valoración relativa basada en múltiplos de mercado.

3.3.2-Valoración I: Modelo de los “Extra Retornos” (Excess Model Return)

La utilización del “*excess model return*” contempla que el cálculo del valor de una empresa de servicios financieros se obtiene mediante la adición de dos componentes: (1) El valor del capital invertido en la compañía y (2) El valor presente del exceso (plusvalía) de retornos sobre los

esperados por la compañía, medidos en términos de unidades monetarias. Este exceso de retorno por encima del esperado viene definido según

$$\text{Excess equity return} = (\text{ROE} - \text{Ke}) \times \text{Patrimonio}$$

Donde :

ROE = Rentabilidad Patrimonial

Ke = Costo de las Acciones

Una de las ventajas para la escogencia en particular de esta metodología, es que nos brinda la flexibilidad de adaptar una serie de criterios cualitativos en relación al desempeño del banco, permitiéndonos así modelar sus fortalezas, debilidades oportunidades y amenazas (que finalmente nos conllevaran a una estimación mas fina de los beneficios) en un contexto de una economía emergente como la nuestra, con las condiciones competitivas propias y específicas de nuestro mercado, que difícilmente puedan ser replicadas en otros modelos de mayor rigidez en cuanto a los supuestos teóricos primordialmente.

Así, hemos proyectado un escenario futuro de las principales variables que inciden directamente desde una perspectiva TOP- DOWN en la generación de los inputs de nuestro modelo, y que son justamente aquellas sobre las cuales van ha a incidir nuestros criterios de modelación según las características propias de la compañía analizada, en este caso el banco.

Producto Bruto Interno.- Las proyecciones de mayoría de analistas coinciden en que los años venideros gozan de una alta probabilidad de bonaza económica, con tasas de crecimiento por encima del 7% anual, sustentada en una expansión considerable de los principales sectores económicos, y por consiguiente del sector financiero bancario, cuyo ámbito de actuación osea el grado de intermediación financiera goza de una alta y evidenciada correlación con el crecimiento

económico. Dichas conclusiones son incorporadas de manera conservadora en nuestras estimaciones respectivas en un rango de tasas de crecimiento entre 6% y 8% anual. (ver Ax 3)

Colocaciones y Depósitos Sistema.- El principal móvil de atención en cuanto al nivel de intermediación de recursos, gira en torno a las más importantes medidas de bancarización, expresadas principalmente por los indicadores: Coeficiente de Intermediación definido por el cociente Créditos / PBI y el Coeficiente de Bancarización definido por la relación Depósitos/PBI, los cuales explican desde una perspectiva agregada cual es la importancia que tiene el grado de actividad de las instituciones bancarias dentro de una economía. En la coyuntura actual, el Perú muestra niveles por debajo de los alcanzados en promedio por Latinoamérica pero que sin embargo, se están consolidando las condiciones bajo las cuales el despegue de dichas variables se hace inminente, condiciones como la creciente atención a sectores no bancarizados, niveles adecuados de calidad de cartera, diversidad de productos y servicios financieros, segmentación de tasas de interés por categoría de riesgo, mayor red de puntos de atención y cobertura, entre otros. Bajo nuestra perspectiva, la tendencia a seguir para el escenario proyectado situaría dichas medidas en los niveles promedio de dichos indicadores con un margen de error de (+1.5-1.5%) (ver Ax 3)

Indicadores de Bancarización		
Países	Creditos/PBI	Depositos/PBI
Chile	58%	32%
Uruguay	34%	52%
Bolivia	33%	30%
Brasil	26%	22%
Peru	17%	21%
Colombia	18%	23%
Mexico	14%	23%
Paraguay	16%	21%
Venezuela	10%	13%
Promedio	25%	26%

Tabla 7. Indicadores de Bancarización Fuente: International Financial Statistics

Variables BBVA Banco Continental.- Bajo las flexibilidades que nos otorga este método como indicamos anteriormente, y sustentándonos en el análisis de las principales ventajas competitivas conjuntamente con las del entorno, las estimaciones de las variables internas descansan sobre las siguientes premisas:

Créditos.- Sin duda alguna el nivel de crecimiento experimentado por la actividad crediticia del BBVA Banco Continental ha sido el mejor en los últimos años dentro de la banca nacional, Así, ha registrado una expansión promedio por año de 18 % durante los últimos 5 ejercicios. Consideramos en nuestras previsiones un promedio similar de expansión durante los próximos 4 años, considerando que estos serán los de mayor dinamismo para luego alcanzar un nivel de crecimiento acorde con la economía. Todo ello respaldado en función los resultados previamente alcanzados, validados empíricamente por las cifras, y provenientes de la conjunción de sus planes de expansión (basados en ambiciosas metas en términos de cuota de mercado y rentabilidad de los activos), y el prometedor y expectante crecimiento del mercado de créditos en el Perú. Sin embargo, el efecto de la mayor competencia es también recogido en la gradiente del crecimiento esperado, el cual es decreciente conforme madura cada vez más el mercado.

Depósitos.-Un mercado con un comportamiento distinto, que registra tasas de crecimiento moderadas, debido a las condiciones estructurales propias de la coyuntura del sector financiero peruano, explicadas por factores como la alta informalidad, poco atractivas tasas de interés, impuestos a las transacciones financieras, entre otros, que hacen que la expansión de dicha variable sea a tasas más conservadoras. Para efectos de nuestro modelo hemos adoptado una posición en torno al coeficiente de bancarización del sistema (depósitos/PBI) que se mantiene estable en torno al 23% conjuntamente con la expectativa de la ganancia en cuota de mercado del banco en promedio de 20 puntos básicos por año. (ver Ax 3)

Por el lado de las grandes masas del balance los rubros analizados previamente son los principales generadores de ingresos y gastos de la cuenta de resultados, es decir el core del negocio. En el cuadro de anexos se observan los cálculos más relevantes

La determinación de las variables de la cuenta de resultados que nos permitirán finalmente la estimación de la utilidad neta y/o los dividendos por pagar, toman como base la pauta histórica de comportamiento (drivers). En algunos casos se consideran las estructuras históricas vigentes y en otros se consolidan las tendencias evidenciadas y previsibles hacia futuro. Un ejemplo al respecto surge en la ponderación de los gastos de operación con respecto a la generación de ingresos, la cual estimamos se mantenga o continúe decreciendo, considerando que una de las fortalezas bien diferenciadas del banco es la mejora sostenida de su eficiencia operacional.

Los supuestos que respaldan las estimaciones en discusión, se detallan en los anexos 2 y 3 correspondientes. Los resultados arrojados, han determinado que bajo el modelo utilizado, el valor intrínseco de la acción del banco se sitúe en S/. 11.6, un 55% por encima del registrado al cierre del ejercicio 2006. Este resultado nos indicaría que la acción posee un alto potencial de revalorización, aun cuando el mercado le este asignando valores por debajo de su precio justo.

A continuación se presentan los resultados simplificados del modelo:

Tabla 8- Estimación del Valor intrínseco Acción BBVA-BC-E. Propia

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Utilidad	592,298	704,230	827,481	949,857	1,037,343	1,128,211	1,226,920	1,307,647	1,393,447	1,478,988
(-) Costo del Equity	187,347	205,690	227,243	251,984	279,003	308,389	340,346	374,406	410,701	449,224
Excess Equity Return	404,951	498,540	600,237	697,873	758,340	819,821	886,574	933,241	982,746	1,029,764
Valor Terminal										14,957,604
Cost Of Equity	13.02%									
Valor Presente	3,752,457									
Valor Terminal	4,397,248									
Valor en Libros Actual	1,710,651									
Valor Presente de los Exces	3,752,457									
Valor Terminal de los Exces	4,397,248									
Valor del Equity	9,860,356									
Numero de Acciones	852,896									
Precio Por Acción (e)	11.6									

3.3.3-Valoración Relativa

Según la revisión llevada a cabo en la sección teórica, por esta metodología se eligen múltiplos comparables de compañías del mismo sector y de preferencia con similares características de operación, de modo que a partir de ellos se pueda estimar un aproximado del valor de la empresa en cuestión.

A diferencia de la valoración relativa en compañías tradicionales, el uso de los múltiplos para una institución financiera se restringe principalmente a los múltiplos sobre el patrimonio debido a la naturaleza de este tipo de entidades, en cuanto a las variables como el EBITDA por ejemplo, dada la dificultad de la estimación de la porción de deuda y/o los intereses asociados, ya que esta es tratada en el caso de un banco como recursos de fondeo principalmente (materia prima). Ya que nos orientamos entonces al cálculo de valor del patrimonio, dos son los indicadores a utilizar:

-La razón Precio / Valor Contable

-La razón Precio/Utilidad

Para llevar a cabo la estimación por este método se ha considerado como proxy de referencia los valores de mercado de los principales bancos que negocian en la Bolsa de Valores de Lima, (Banco de Crédito del Perú, Scotiabank e Interbank) los cuales se consideran los mas representativos al ser la competencia directa del Banco Continental, y además sus acciones comunes muestran un importante nivel de actividad que se evidencian en sus volúmenes negociados, así como en su frecuencia de negociación.

Tabla 9- Indicadores Bursátiles Cluster Bancario-Fuente BVL- E. Propia

2006				
Accion	Nemonic	Frec. Neg	Monto Neg	N° Oper
Banco de Crédito	CREDITC1	86%	49,558 M	1,267
Scotiabank	SCOTIAC1	89%	14,111 M	4,623
Interbank	INTERBC1	59%	6,074 M	605

La estimación de múltiplos promedio para la industria bancaria peruana, arroja indicadores de 4.32 veces para el ratio Precio Valor contable, y de 19.47 veces para el ratio Precio/ Utilidad mostrando una mayor dispersión en este último indicador.

Tabla 10- Ratios Bursátiles Cluster Bancario – Fuente BVL-E.Propia

	Capitalización	Patrimonio	Utilidad	P/VC	P/E
Banco de Crédito	11,707,405	2,861	662	4.09	17.70
Scotia Bank Peru	6,785,962	1,284	262	5.28	25.87
Interbank	2,388,681	669	161	3.57	14.85
Media Cluster				4.32	19.47
Desv. Standard				0.88	5.72

Con las cifras obtenidas para los ratios, el valor estimado de la acción del BBVA Banco Continental se estima en el siguiente cuadro resumen para ambas alternativas.

Tabla 11- Estimación por múltiplos valor BBVA BC--E.Propia

BBVA Banco Continental	
Patrimonio 2006 (S/MM)	1,711
Utilidad 2006 (S/MM)	488
(1) Valoración por P/VC	7,383,896
(2) Valoración por PER	9,505,521
Numero de Acciones (Miles)	852,896
Precio Estimado P/VC	8.66
Precio Estimado PER	11.14

El resultado de aplicar razones distintas, nos conlleva a afirmara que el precio de la acción en promedio se situaría en torno al valor de 9.9 soles por acción.

Haciendo una recopilación de los tres métodos analizados para estimar el valor intrínseco de la acción del BBVA Banco Continental, todos nos llevan a la conclusión de que el valor de la misma se encontraría por debajo de su precio justo en el período analizado.

Tabla 12- Resumen Valorizaciones acción BBVA BC--E.Propia

	Px Acción	GAP
Cotización 2006	7.15	0.00
Excess Model Return	11.56	4.41
Valoración Relativa PER	11.13	3.98
Valoración Relativa P/VC	8.66	1.51

4.-Implicancias de los Resultados con el Mercado de Capitales Interno

De la evaluación previamente realizada, observamos que existen ciertas distorsiones entre los valores empíricamente observados que aunque podríamos considerarlas levemente significativas, estarían ciertamente sustentadas por algunas características del funcionamiento en particular del mercado de valores local, las cuales serán tratadas a continuación:

El alto nivel de concentración de los inversionistas institucionales, principalmente las AFPs, en lo referente a sus inversiones en acciones, tendría alguna incidencia en la trayectoria de las cotizaciones de las mismas. Algunas compañías que listan sus valores en primera pizarra de la Bolsa de Valores de Lima, tienen dentro de sus principales accionistas a representantes de los fondos administrados por las AFPs, de modo tal que en algunos casos, estos adquieren presencia en la mesa directiva de las empresas para ser partícipes de la toma de decisiones corporativas (Caso Credicorp por ejemplo), situación que desde ciertas perspectivas podría generar cuestionamientos en relación a posibles problemas de conflictos de interés.

Esta alta concentración de demandantes, tiene otra característica, y es el escaso grado de diferenciación entre las inversiones realizadas entre una y otra AFP, manejando estructuras de

portafolios cuasi-idénticas, con diferenciales mínimos en cuanto a la obtención de rentabilidad, situación que haría suponer que muestran una conducta que se aleja de las condiciones de competencia perfecta, pudiendo repercutir en la trayectoria de las cotizaciones de las acciones. Un mercado más atomizado y dinámico podría en inicio representar mejores condiciones en cuanto a la formación de precios de los valores.

Tabla 13- Estructura de Inversiones Sistema Privado de Pensiones

Porcentaje de participación AFPs por tipo de Instrumento					
	Horizonte	Integra	Prima	Profuturo	Total SPP
	%	%	%	%	%
I. INVERSIONES LOCALES	91.1	89.0	93.0	92.6	91.2
1. Gobierno	21.7	16.6	19.1	20.0	19.1
2. Sistema Financiero	14.9	20.1	20.2	16.4	18.3
Certificados y Depósitos a Plazo	2.9	6.2	6.6	6.0	5.5
Tit. Deuda Emitido Org. Internacional Loc	1.1	2.1	2	1.0	1.6
Bonos de Arrendamiento Financiero	0.3	0.4	0.6	0.1	0.4
Bonos Subordinados	0.3	1.1	1	0.7	0.7
Otros Bonos Sector Financiero	1.7	1.4	1.0	0.8	1.3
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	8.6	8.8	9.3	7.9	8.8
3. Empresas no Financieras	44.4	43.8	44.0	46.0	44.3
Papeles Comerciales	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
Pagarés No Avalados LP	0.8	-	-	1.3	0.5
Bonos de Empresas no Financieras	9.3	8.2	7.7	7.6	8.2
Bonos para Nuevos Proyectos	2.3	2.5	2.0	1.8	2.2
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	32.0	33.0	33.9	35.4	33.4
4. Fondos de Inversión	2.5	2.5	2.2	2.7	2.4
Cuotas de Fondos de Inversión	2.5	2.5	2.2	2.7	2.4
5. Sociedades Titulizadoras	7.7	6.0	7.6	7.4	7.1
Bonos de Titulización	6.6	5.0	5.4	4.7	5.4
Títulos con Derecho de Participación	1.1	1.0	2	2.8	1.6
II. INVERSIONES EN EL EXTERIOR	8.3	10.7	6.9	7.3	8.5
1. Gobierno	2	3		4	2.0
Títulos de Deuda	2	3		4	2.0
2. Sistema Financiero	0.4	0.1	0.1	0.3	0.2
Certificados y Depósitos a Plazo	0.4	0.1	0.1	0.3	0.2
3. Empresas no Financieras	0.2	0.0	-	0.0	0.0
Acciones y Valores representativos sobre Acciones	0.2	0.0	-	0.0	0.0
4. Administradoras de Fondos	5.8	8.0	6.3	3.4	6.3
Fondos Mutuos	5.8	8.0	6.3	3.4	6.3
TOTAL	100	100	100	100	100

La abundante liquidez disponible, constituye también un factor determinante en las distorsiones de nuestros mercados tanto de renta variable cuanto de renta de renta fija. En ambos casos existen presiones sobre el precio de los instrumentos generando en el caso de las

acciones posibles burbujas bursátiles, y en el caso de los bonos puede estar condicionándose la financiación a menores tasas de interés que a las verdaderamente asociadas al nivel de riesgo de las empresas emisoras.

El insuficiente mercado de capitales doméstico, es otro factor que podría generar distorsiones en el corto plazo en los precios de las acciones negociadas, ya que dados los perfiles de rentabilidad riesgo y liquidez de los activos financieros disponibles en la bolsa peruana, no existen muchas alternativas para una adecuada diversificación por lo que se puede inferir, que en ocasiones los fondos son canalizados sobre los mismos valores más representativos, generando presiones sobre el precio que no responden estrictamente a cambios en los fundamentos de las compañías. Similar conducta se puede apreciar en casos en los que shocks externos puedan afectar al mercado, escenarios en los cuales se echara mano justamente de las acciones más líquidas, provocando olas vendedoras que incidan en el precio sin esto tenga que ver muchas veces en lo absoluto con los factores de la economía local en sí o compañía en particular. A diciembre 2006, aproximadamente el 40% de las inversiones de los fondos de pensiones se encuentran en instrumentos de renta variable.

El nivel de transparencia en la información de mercado, aun no refleja las condiciones necesarias para la transición hacia el funcionamiento de un mercado de valores con un mayor grado de eficiencia. Existen aún restricciones en cuanto al acceso a la información. Un caso en particular es el que se evidencia en ciertas operaciones de las AFPs, las cuales ante el nuevo esquema de multifondos que manejan, gozan de una normatividad al respecto, que las autoriza a pasar vía rueda de bolsa operaciones entre diferentes fondos de la misma administradora, despertando mas de una consideración suspicaz al respecto de los precios de mercado a los cuales se realiza la transacción, situaciones poco óptimas en la búsqueda de un mercado de valores cada vez mas desarrollado, transparente, justo y eficiente.

5.-Conclusiones

Del análisis realizado en el presente documento, se desprende que el BBVA Banco Continental ha creado valor para sus accionistas, situación que se evidencia al evaluar y analizar ex post el desempeño de sus principales variables que expresan este efecto, siendo éstas: la apreciación del valor de su acción común, así como los dividendos repartidos a sus accionistas. Cabe acotar que un inversionista que ha mantenido posiciones largas en dicho valor en el período de análisis, se ha enriquecido por encima de sus expectativas, situación que es resultado de la exitosa gestión de la institución, la cual es respaldada por la notable evolución de las cifras analizadas, que presentan una fuerte evidencia de responder a criterios fundamentales y de perspectiva económica,

Se validan de alguna manera, las relaciones concordantes que existen entre los valores transaccionales de la acción del Banco Continental, recogidos por sus precios de mercado, con los resultados obtenidos de la aplicación directa de ciertos modelos teóricos para la valorización de empresas financieras, los cuales arrojaron resultados ligeramente mayores en promedio, a los que en su momento el mercado les asignaba.

De lo mencionado anteriormente, se deduce que existiría un potencial de valorización de la acción objeto de estudio, en el corto mediano plazo, dependiendo de las coyunturas específicas que muchas veces marcan la pauta de comportamiento del mercado e valores.

Nos queda claro también, que si bien existen rangos de referencia de precios de las acciones obtenidos de las diferentes metodologías, no existe un único valor exacto o justo para las mismas, sino mas bien, dichas estimaciones constituyen intervalos bajo los cuales se pueden realizar negociaciones de consenso, en el caso de una compra –venta de alguna compañía, o la mano invisible del mercado se encargaría a llevar dichos rangos a precios de equilibrio en la negociación continua cotidiana. La premisa que soporta esta aseveración, es que los partícipes

de mercado manejan similares metodologías con sus ventajas e imperfecciones, y por lo tanto, en promedio debería haber una convergencia única hacia el valor fundamental de cualquier acción, siendo las desviaciones al alza o a la baja, únicamente coyunturas de corto plazo. Ciertamente esta afirmación considera que el mercado opera de manera eficiente cumpliendo todos aquellos supuestos que tal condición implica, condición que como sabemos es muy difícil se cumpla en la realidad, con más dificultad aún, en economías con un incipiente grado de desarrollo de sus mercados de capitales como la nuestra.

Al respecto, como vimos sobre el final, las divergencias encontradas entre los valores teóricos y precios de mercado encontrarían una explicación en las distorsiones provenientes de la estructura del mercado interno, debido a factores como la alta concentración de inversionistas institucionales, la abundante liquidez existente, la insuficiencia de instrumentos de inversión disponibles, la presencia de shocks externos entre otros.

En síntesis, se ratifica que la inversión en acciones del BBVA Banco Continental ha sido provechosa durante el horizonte de análisis, creando valor de manera sostenida para sus accionistas, y si consideramos que los resultados obtenidos de la estimación de su valor intrínseco (vía modelos teóricos específicos) han sido superiores a los registrados por el mercado, se puede inferir que existiría un potencial de apreciación en el corto- mediano plazo.

ANEXOS

Anexo 1-Data Histórica Patrimonio BBVA Banco Continental

Data Histórica del Patrimonio BBVA Banco Continental

	N° Acciones Inicio Año	Operación	N° Acciones Fin de Año
1995	0	197,654	197,654
1996	197,654	84,391 Incrementos Varios	282,045
		67,022 Capitalización de Utilidades 95	
		17,369 Capitalización del REI	
1997	282,045	128,646 Incrementos Varios	410,691
		96,611 Capitalización de Utilidades 96	
		32,035 Capitalización del REI	
1998	410,691	203,321 Incrementos Varios	614,012
		102,672 Aportes en Efectivo	
		20,649 Capitalización del REI	
		80,000 Capitalización de Utilidades 97	
1999	614,012	74,815	688,827
		38,315 Capitalización del REI	
		36,500 Capitalización de Utilidades 98	
2000	688,827	73,907	762,734
		37,807 Capitalización del REI	
		36,100 Capitalización de Utilidades 99	
2001	762,734	10,287 Capitalización de Utilidades 00	773,021
2002	773,021	11,014 Capitalización de Utilidades 01	784,034
2003	784,034	13,027 Capitalización del REI	797,061
2004	797,061	16,096 Capitalización del REI	813,157
2005	813,157	39,739 Capitalización del REI	852,896
2006	852,896	0	852,896

Anexo 2-Estructura Vertical Cuenta de Resultados Histórica

	2002	2003	2004	2005	2006	Drivers (e)
INGRESOS FINANCIEROS	100%	100%	100%	100%	100%	
GASTOS FINANCIEROS	32%	30%	28%	34%	35%	
MARGEN FINANCIERO BRUTO	68%	70%	72%	66%	65%	
PROVISIONES PARA DESVALORIZACIÓN DE INVERSIONES E INCOBRAB	26%	6%	4%	3%	2%	4%
Provisiones para Desvalorización de Inversiones	0%	-1%	0%	0%	-1%	
Provisiones para Incobrabilidad de Créditos	25%	7%	4%	3%	3%	
MARGEN FINANCIERO NETO	43%	64%	68%	63%	63%	
INGRESOS POR SERVICIOS FINANCIEROS	29%	28%	31%	24%	22%	
GASTOS POR SERVICIOS FINANCIEROS	3%	2%	4%	3%	2%	
MARGEN OPERACIONAL	69%	91%	95%	84%	83%	
GASTOS ADMINISTRATIVOS	47%	49%	44%	32%	31%	35%
MARGEN OPERACIONAL NETO	22%	41%	51%	52%	52%	
PROVISIONES, DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	11%	13%	9%	11%	18%	
INGRESOS (GASTOS) EXTRAORDINARIOS Y DE EJERCICIOS ANTERIO	9%	7%	4%	8%	14%	
UTILIDAD (PÉRDIDA) ANTES DE PARTICIPACIONES E IMPUESTO A L	20%	35%	47%	50%	48%	
PARTICIPACIÓN DE TRABAJADORES	1%	2%	2%	2%	2%	
RESULTADO POR EXPOSICIÓN A LA INFLACIÓN	-1%	-2%	-4%	0%	0%	
IMPUESTO A LA RENTA	4%	10%	13%	16%	14%	
UTILIDAD (PÉRDIDA) NETA	14%	22%	27%	32%	32%	
Otros Consolidados						
Comisiones Netas	27%	26%	27%	21%	20%	25%
Otros Extraordinarios	20%	20%	13%	19%	32%	18%
Impuestos y PTU	5%	12%	15%	18%	16%	16%
Otros Ing Financ/ Ing Por Cred	46%	43%	41%	60%	38%	40%
Otros G Financ/ G. Finan	28%	57%	56%	67%	53%	59%

Anexo 3-Estimación Principales Variables Economía-
Sistema Financiero-2007-2016

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Estimado Crecimiento PBI	8.2%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
Estimado Crecimiento Inflación	3.5%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Estimado Crecimiento PBI Nominal	11.7%	9.5%	9.0%	9.0%	9.0%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
PBI NOMINAL Soles	337,948,420	370,053,520	403,358,337	439,660,587	479,230,040	515,172,293	553,810,215	595,345,982	639,996,930	687,996,700

Sistema

Creditos Sistema Soles	62,987,364	76,372,234	85,262,527	94,694,797	104,655,019	113,534,490	123,157,197	132,393,987	142,323,536	152,997,801
Depositos Sistema Soles	70,887,108	78,176,463	85,817,382	94,200,438	103,157,707	111,409,707	120,319,246	129,938,535	140,323,922	151,536,213

Indice de Intermediación - Creditos	19%	21%	21%	22%	22%	22%	22%	22%	22%	22%
Indice de Bancarización - Depósitos	21%	21%	21%	21%	22%	22%	22%	22%	22%	22%

Var Cred Sistema	25%	21%	12%	11%	11%	8%	8%	7%	8%	8%
Var Dep Sistema	13%	10%	10%	10%	10%	8%	8%	8%	8%	8%

BBVA Banco Continental

Creditos	16,963,766	21,561,420	24,923,954	28,154,670	31,325,355	34,096,694	37,109,744	40,025,369	43,169,595	46,483,813
Depositos	16,129,732	17,905,624	19,827,344	21,952,575	24,246,303	26,408,682	28,761,247	31,320,530	34,104,483	37,132,603

Cuotas -BBVA BC

Cuota - Creditos	26.9%	28.2%	29.2%	29.7%	29.9%	30.0%	30.1%	30.2%	30.3%	30.4%
Cuota - Depósitos	22.8%	22.9%	23.1%	23.3%	23.5%	23.7%	23.9%	24.1%	24.3%	24.5%

Variaciones % -BBVA BC

Var %- Creditos	31.0%	27.1%	15.6%	13.0%	11.3%	8.8%	8.8%	7.9%	7.9%	7.7%
Var %- Depósitos	13.5%	11.0%	10.7%	10.7%	10.4%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%	8.9%

Anexo 4-Proyección de Utilidad 2007- 2016

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ingresos Financieros Por Creditos	1,407,993	1,768,036	2,043,764	2,280,528	2,506,028	2,727,736	2,968,780	3,202,029	3,453,568	3,718,705
Otros Ing Financieros	563,197	707,215	817,506	912,211	1,002,411	1,091,094	1,187,512	1,280,812	1,381,427	1,487,482
Gastos Financieros Por Obligaciones	443,568	581,933	664,216	724,435	800,128	871,486	949,121	1,033,577	1,125,448	1,225,376
Otros G. Financieros	259,487	340,431	388,566	423,794	468,075	509,820	555,236	604,643	658,387	716,845
Provisiones	56,320	70,721	81,751	91,221	100,241	109,109	118,751	128,081	138,143	148,748
Comisiones Netas	351,998	442,009	510,941	570,132	626,507	681,934	742,195	800,507	863,392	929,676
Gastos Administrativos	492,797	618,813	715,317	798,185	877,110	954,707	1,039,073	1,120,710	1,208,749	1,301,547
Otros Extarordinarios	253,439	318,247	367,878	410,495	451,085	490,992	534,380	576,365	621,642	669,367
Impuestos y Renta de Trabajadores	225,279	282,886	327,002	364,885	400,965	436,438	475,005	512,325	552,571	594,993
Utilidad Neta	592,298	704,230	827,481	949,857	1,037,343	1,128,211	1,226,920	1,307,647	1,393,447	1,478,988

Bibliografía

Libros

- Diez Años del sistema Privado de Pensiones - Avances retos y Reformas 1993-2003- Eduardo Morón – Eliana Carranza – Universidad del Pacífico
- Investment Analysis and Portfolio Management Fifth Edition F Reilly K. Brown
- Investment Valuation, Damodaran, Aswath Wiley – 2002
- Manual de Banca Finanzas y Seguros Edición Gestión 2000
- Valoración de Empresas Pablo Fernández Gestión 2000
- Valuation Measuring and managing the value of companies Fourth Edition McKinsey & Company- Wiley

Working papers

- Value Enhancement : Back to basis Aswath Damodaran
- Reportes de Inflación BCRP
- Métodos de valuación de empresas Guillermo López Dumrauf Universidad del Cema-
- Peruvian Banks- Updated Earnings Models and Valuation Analysis- Citigroup Global Markets-Equity Research
- Un Balance del Sistema Financiero Peruano para el año 2006 Roddy Rivas-Llosa M. Universidad del Pacífico.
- Cómo inducir a un mayor nivel de bancarización en economías emergentes? El Caso Peruano-SBS-PERU.
- Creación de Valor Accionistas Banco Santander- Pablo Fernández- Jose María Carabias

Websites

- www.damodaran.com
- www.bcrp.gob.pe/bcr/dmdocuments/PolMon/Archivos/RI_2007_03.pdf
- www.economía.com
- www.sbs.gob.pe
- www.bcrp.gob.pe
- www.bvl.com.pe
- www.conasev.gob.pe
- www.inei.gob.pe
- www.imf.org

ⁱ *Definiciones basadas en “ El análisis fundamental una aplicación en el mercado bursátil”- Manual de Banca Finanzas y seguros- Gestión 2000*

ⁱⁱ *Jaime Puiig Ribera, Analista Financiero Europeo GAESCO BOLSA SA- “ El análisis fundamental una aplicación en el mercado bursátil”*

ⁱⁱⁱ *Consideraciones vertidas en su libro Investment Valuation, Damodaran, Aswath, Wiley – 2002*

^{iv} *EVA (economic VAlue Added) es una medida de creación de valore que se encuentra como registrada por Stern Stewart , y ha sido tomada en el presente documento para efectos prácticos e ilustrativos*

^v *Definición Tomada del libro Valuation – Mc Kinsey & Company Tim Copeland – Wiley 2005*

^{vi} *Conjuntamente desarrolla una metodología de creación del valor para los accionistas del Banco Santander de España*

^{vii} *Tomado de Investment Valuation, Damodaran, Aswath pág 577, Wiley – 2002*