

Grupo Financiero IMPROSA

Mauricio Jenkins / Profesor asociado

Mauricio Melgarejo / Investigador

La tarde del 15 de octubre del 2004 el Dr. Miguel Castro, cirujano, se encontraba en su consultorio privado en la ciudad de San José revisando el historial clínico de alguno de sus pacientes, cuando recibió una llamada telefónica de su corredor de bolsa de confianza, Carlos Martínez, quien le llamaba para ofrecerle una alternativa de inversión aparentemente muy atractiva. Específicamente Carlos le sugirió adquirir inmediatamente acciones del Grupo Financiero Improsa, ya que según cálculos que había realizado recientemente las acciones de ese grupo se estaban cotizando en la bolsa local en menos de la mitad de lo que debería ser su valor de mercado.

El Dr. Castro, quien estaba muy interesado en aumentar la rentabilidad de sus inversiones debido a las bajas tasas de interés internacionales, procedió a revisar la información proporcionada por Carlos con la intención de determinar si realmente la compra de

las acciones del grupo Improsa podría representar una buena inversión en este momento.

El Grupo Financiero Improsa era un conglomerado financiero constituido el 11 de junio de 1999, con sede en la ciudad de San José, Costa Rica. El grupo tenía como visión: "Ser uno de los grupos financieros más competitivos, sólidos y reconocidos tanto en el sistema financiero costarricense como a nivel centroamericano con énfasis en pequeña y mediana empresa, logrando establecer una relación consolidada con los clientes."

Las actividades del grupo se orientaban a empresas comerciales, industriales y de comercio exterior de pequeño y mediano tamaño. Las principales ventajas que se habían identificado en este nicho de mercado eran: a) normalmente este tipo de empresas requerían más de un servicio bancario a la vez, b) estas empresas estaban dispuestas a pagar tasas de interés y



TABLA 1

Grupo Financiero Improsa / Datos a Junio de 2004

Empresa	Participación accionaria	Ingresos	Utilidad	Activos
Banco Improsa S.A.	99.93%	85.44%	84.13%	91.78%
Improsa SAFI S.A.	100%	1.15%	2.44%	0.17%
Improsaseguros S.A.	55%	2.91%	0.86%	0.14%
Improsa Capital S.A.	100%	8.66%	9.75%	7.05%
Inmobiliaria Improsa S.A.	100%	0.09%	0.01%	0.54%
Improsa Investment Advisory Services Inc.	100%	1.13%	2.07%	0.22%
Arrendadora Improsa S.A.	100%	0.62%	0.74%	0.10%

comisiones que permitían obtener márgenes financieros satisfactorios, c) en este tipo de operaciones el monto de los créditos eran generalmente bajos y; d) en la mayoría de los casos ofrecían garantías reales. Estas condiciones se traducían en una cartera diversificada y bien garantizada.

El Grupo Financiero Improsa estaba conformado por 7 empresas subsidiarias, de las cuales Banco Improsa representaba más del 80% de los ingresos, utilidades y activos del grupo (ver tabla 1).

El Banco Improsa había iniciado sus operaciones como Financiera Improsa S.A. en Junio de 1986, con el objetivo de ofrecer un servicio adicional a los clientes de la Corporación Improsa, especializada en servicios de logística y comercio internacional. Posteriormente en 1995 se transformó en banco siendo uno de los pioneros en Costa Rica al ofrecer a sus clientes el servicio de banca electrónica, mediante el producto denominado Improbank, el cual les permitía a los clientes un acceso en línea a sus cuentas para realizar diferentes transacciones tanto dentro como fuera del país.

El Banco estaba organizado en cuatro áreas de servicio, Banca Empresarial, Banca Personal, Comercio Exterior y Fideicomisos. Los servicios que brindaba Banca Empresarial estaban destinados a la pequeña y mediana empresa e incluían Crédito directo, garantías de participación y de cumplimiento, descuento de facturas y pignoración de mercaderías. En el área de Banca Personal se ofrecían certificados de inversión a plazo, cuentas de ahorro, cuentas corrientes, tarjetas de crédito

y créditos para vivienda. El banco tenía cuatro sucursales distribuidas en la ciudad de San José.

Según datos a junio de 2004, Banco Improsa era uno de los bancos más rentables del sistema financiero costarricense, a la vez que su eficiencia operativa y financiera estaba por encima del promedio (ver anexo 1). En el mes de noviembre del 2003 el Banco había recibido un crédito de US\$ 30.7 millones para la Pequeña y Mediana empresa proveniente del Banco Centroamericano de Integración Económica.

Improsa Sociedad Administradora de Fondo de Inversión S.A. fue organizada como sociedad anónima el 20 de noviembre de 1996. La sociedad tenía como objetivo exclusivo la administración para terceros de fondos,

valores, y otros activos, además de la administración de fideicomisos.

En diciembre de 2003 la calificadora de riesgo Fitch Ratings Costa Rica otorgó, a Improsa SAFI, una calificación de AA- (cri), la segunda más alta en la escala que aplicaba esta calificadora. Era la primera calificación pública que esta agencia había otorgado dentro de la categoría de fondos de inversión inmobiliarios en Centroamérica, y la única vigente en Costa Rica a nivel de la industria de fondos de inversión.

En el año 1996 el Instituto Nacional de Seguros (INS) de Costa Rica estableció un nuevo modelo de comercialización de los seguros en donde los Agentes dejaron de ser emplea-

ANEXO 1

Ratios de Rentabilidad y Eficiencia Operativa y Financiera A Junio 2004

	Banco Improsa			Promedio Del Sistema Bancario Costarricense a diciembre de 2003	
	2002	2003	A junio 2004	Banca Privada	Banca Estatal
Rentabilidad					
Rendimiento sobre Activos productivos	1.8%	1.6%	1.8%	1.8%	0.96%
Rendimiento en servicios	1.2%	1.2%	0.7%	2.12%	1.8%
Rendimiento sobre el Patrimonio	15.5%	17.8%	14.7%	16%	12.59%
Eficiencia Operativa					
Activo Productivo / Gasto Administrativo	31.18	35.0	71.29	20.7	16.68
Activo Productivo / Activo Fijo	14.81	14.56	15.27	18.72	18.00
Eficiencia Financiera					
Activo Productivo / Activo Total	0.92	0.93	0.90	0.85	0.81
Activo Productivo / Pasivos	1.04	1.01	1.01	0.94	0.9

Fuente: Superintendencia de Valores de Costa Rica

dos directos del INS pasando a formar sociedades anónimas, en las cuales se permitió también la participación de particulares ajenos a ese negocio hasta ese momento. Es así que en 1997 inicia operaciones Improsaseguros S.A., con el objetivo de comercializar seguros bajo un contrato con el Instituto Nacional de Seguros de Costa Rica.

Improsa Capital S.A. fue constituida en junio de 2002, siendo su actividad principal ofrecer asesoría en el desarrollo de negocios en el área de banca de inversión y finanzas corporativas. Entre los productos que ofrecían estaban:

- Asesoría Financiera en General.
- Evaluación y Financiamiento de Proyectos.
- Estructuración de créditos puente en proyectos a largo plazo.
- Reestructuración de pasivos.
- Obtención de fuentes de fondeo para fines específicos.
- Descuento de cartera.
- Promotor en la compra-venta y financiamiento de inmuebles.
- Salvataje de empresas.

Inmobiliaria Improsa S.A. fue constituida en septiembre de 2002, en Costa Rica, teniendo como actividad principal la compra, venta y alquiler de bienes inmuebles.

La subsidiaria Improsa Investment

Advisory Services Inc. fue constituida en diciembre de 1999, en la ciudad de Panamá, con la finalidad de ofrecer asesoría financiera y actuar como agente de colocación de inversiones por cuenta y riesgo del cliente.

ANEXO 3

Flujo de Caja de los accionistas proyectado (en miles de colones)						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Utilidad Neta	2,018,665	2,770,324	3,695,346	4,548,494	5,569,259	6,792,026
Cargos que no son efectivo						
Ingresos extraordinarios	-1,439	-1,655	-1,904	-2,189	-2,518	-2,895
Gastos por deterioro de cartera	157,431	206,592	263,493	314,356	374,981	447,393
Total Cargos que no son efectivo	155,992	204,937	261,589	312,167	372,463	444,498
Fuentes y Usos de fondos						
Inversiones	-2,686,128	-3,513,922	-4,071,879	-3,565,209	-4,268,656	-5,121,754
Cartera	-17,406,499	-23,199,399	-26,308,840	-22,990,284	-27,499,961	-32,966,107
Cuentas Por Cobrar	-751,598	-53,847	-406,133	-444,052	-512,317	-591,707
Bienes Realizables	-545,463	-172,951	-409,919	-355,968	-426,225	-511,471
Propiedad, Mobiliario y Equipo	-83,037	-95,840	-110,557	-127,479	-146,935	-169,304
Otros Activos	-16,489	-15,854	-30,609	-66,175	-85,109	-107,736
Obligaciones con el público	7,946,475	10,477,126	12,133,802	10,536,846	12,616,484	15,139,781
Obligaciones financieras	11,995,072	15,163,511	17,555,461	15,474,248	18,484,018	22,126,980
Otras cuentas por cobrar y provisiones	955,912	604,734	704,014	676,768	801,342	950,558
Total Fuentes y Usos de Fondos	-591,755	-806,442	-944,660	-861,305	-1,037,359	-1,250,760
Flujo libre de caja	1,582,902	2,168,819	3,012,275	3,999,356	4,904,363	5,985,764
Pago de dividendos a accionistas Preferentes	207,221	295,697	325,267	291,915	321,106	353,217
Flujo de caja accionistas comunes	1,375,681	1,873,122	2,687,008	3,707,441	4,583,257	5,632,547

ANEXO 2

Comportamiento de las acciones Grupo Improsa				
	Valor en libros	Valor de mercado	Precio Valor en Libros	Precio Utilidades
dic-01	1.99	3.30	1.66	11.45
dic-02	2.47	2.93	1.18	8.13
dic-03	1.90	1.80	0.95	5.65
jun-04	2.24	1.89	0.80	4.06

Fuente: Grupo Financiero Improsa

Arrendadora Improsa S.A. era la subsidiaria del Grupo Financiero Improsa, constituida en 2001 en Costa Rica con el objetivo de proporcionar arrendamiento financiero de equipo tecnológico, vehículos, maquinaria y equipo de construcción y software no comercial. En noviembre de 2003 inició un proceso de regionalización adquiriendo operaciones de empresas arrendadoras en Guatemala, Nicaragua y Panamá.

Valor de las acciones en el mercado

A 31 de diciembre de 2003 el capital social de Banco Improsa S.A. estaba distribuido de la siguiente forma:

Capital Común (colones)	3,350,496,772
Capital Preferente(colones)	1,065,327,380
	4,415,824,152

El capital social común estaba representado por 3,350,496,772 acciones comunes y nominativas, con un valor nominal de 1 colón cada una. Todas estas acciones se cotizaban en la Bolsa de Valores de Costa Rica desde el año 2001.

El 24 de febrero de 2004 la Superintendencia de Valores de Costa Rica autorizó la emisión de 351,505,557 acciones comunes y nominativas adicionales también de un colón cada una y la emisión de 25,500 acciones preferentes, nominativas de US\$ 100 cada una .

A junio de 2004 las acciones comunes se cotizaban a 1.89 colones cada una. El anexo 2 muestra la evolución de algunos múltiplos correspondientes a las acciones comunes del Grupo

Financiero Improsa desde su inscripción en la Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica.

Valoración

Carlos Martínez, quien había sido el corredor de bolsa de confianza del Dr. Castro desde hacía diez años, había utilizado dos metodologías para calcular un rango de precios razonable para las acciones comunes del Grupo Financiero Improsa: flujo de caja descontado y valoración mediante múltiplos de la Industria.

Flujo de caja descontado: un primer ejercicio realizado por Carlos, para estimar el valor de mercado de las acciones, fue proyectar tanto el estado de resultados así como el balance general consolidado para el grupo por el periodo 2004 - 2009 (ver anexos 3, 4 y 5).

Utilizando una metodología más específica propuesta por McKinsey & Company Inc. para instituciones financieras procedió a calcular el flujo de caja de los accionistas de la siguiente manera (ver anexo 2):

Utilidad Neta
(+) Cargos que no son efectivo (depreciaciones y provisiones de créditos)
(+) Fuentes de recursos (repago de préstamos, aumento de depósitos, aumento de deuda, venta de acciones)
(-) Uso de recursos (aumento de depósitos en bancos, aumento de créditos, aumento de inversiones)
Flujo de caja de los accionistas

El siguiente ejercicio fue calcular la tasa de descuento que reflejara el riesgo de los accionistas, para eso Carlos utilizó el modelo CAPM (Capital As-

set Pricing Model) con los siguientes datos:

Tasa libre de riesgo	4.10%
Rendimiento del mercado	12,70%
Beta	0.62
Riesgo país	4.88%
CAPM en dólares	14.31%
Efecto de la devaluación	10%
CAPM en colones	25.74 %

Los cálculos de Carlos estimaban, mediante el método de flujo de caja descontado, que el valor del patrimonio del Grupo IMPROSA era de 16,700 millones de colones. Dado que las acciones preferentes tenían un valor de 2,115 millones, el valor del capital común alcanzaba los 14,5 millones de colones, es decir 3.93 colones por acción (ver anexo 6).

Múltiplos de la industria: Carlos había recolectado información sobre algunos múltiplos de la industria en los Estados Unidos y de algunos grupos financieros comparables en Costa Rica (ver anexos 7 y 8).

La valoración mediante múltiplos proporcionó un rango de precios para la acción del Grupo Financiero Improsa entre 3.0 y 4.48 colones.

Con estos datos Carlos consideraba que, a menos que hubiese algún error u omisión en sus cálculos, las acciones del Grupo Improsa se estaban cotizando en este momento en menos de la mitad del que debería ser su valor de mercado. Es por ello que estaba recomendado al Dr. Miguel Castro adquirir las acciones de ese Grupo.

ANEXO 4

Balance General Proyectado (en miles de colones)						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Activo	89,210,179	118,670,729	153,274,657	184,958,893	222,966,260	268,619,093
Disponibilidades	6,596,326	9,005,063	12,271,054	16,406,123	21,474,287	27,659,041
Inversiones en valores y depósitos a plazo	10,291,644	13,805,566	17,877,445	21,442,654	25,711,310	30,833,064
Cartera de crédito	66,129,908	89,329,307	115,638,147	138,628,431	166,128,392	199,094,499
Cuentas y productos por cobrar	2,710,700	2,764,547	3,170,680	3,614,732	4,127,049	4,718,756
Bienes realizables	1,192,288	1,365,239	1,775,158	2,131,126	2,557,351	3,068,822
Participación de capital de otras empresas	13,982	13,982	13,982	13,982	13,982	13,982
Propiedad, mobiliario y equipo en uso	996,587	1,092,427	1,202,984	1,330,463	1,477,398	1,646,702
Otros activos	1,278,744	1,294,598	1,325,207	1,391,382	1,476,491	1,584,227
Pasivo	79,053,323	105,298,694	135,691,971	162,379,833	194,281,677	232,498,996
Obligaciones con el público	29,934,646	40,411,772	52,545,574	63,082,420	75,698,904	90,838,685
Otras obligaciones financieras	46,273,248	61,436,759	78,992,220	94,466,468	112,950,486	135,077,466
Otras cuentas por pagar y provisiones	2,451,968	2,968,133	3,568,095	4,143,482	4,825,704	5,636,074
Otros pasivos	393,461	482,030	586,082	687,463	806,583	946,771
Patrimonio	10,156,856	13,372,035	17,582,686	22,579,060	28,684,583	36,120,097
Capital Social	5,817,088	5,817,088	5,817,088	5,817,088	5,817,088	5,817,088
Aportes patrimoniales no capitalizables	372,190	372,190	372,190	372,190	372,190	372,190
Ajustes al patrimonio	4,656	6,285	8,172	9,811	11,774	14,129
Reservas patrimoniales	1,272,704	1,715,238	2,227,686	2,672,716	3,205,522	3,844,813
Resultados acumulados de ejercicios anteriores	668,762	2,687,426	5,457,749	9,153,093	13,701,587	19,270,844
Resultado del periodo	2,018,663	2,770,323	3,695,343	4,548,493	5,569,256	6,792,025
Ajustes por diferencial de cambio	2,793	3,485	4,458	5,669	7,166	9,008

Fuente: Grupo Financiero Improsa

El Grupo Financiero Improsa estaba conformado por 7 empresas subsidiarias, de las cuales Banco Improsa representaba más del 80% de los ingresos, utilidades y activos del grupo.

ANEXO 5

Estado de Resultados proyectados (en miles de colones)						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos	15,419,040	20,243,221	25,864,748	31,052,589	37,247,800	44,659,611
Ingresos Financieros	12,965,617	17,333,501	22,424,897	26,979,136	32,429,862	38,967,481
Ingresos operativos diversos	2,451,984	2,908,065	3,437,947	4,071,264	4,815,420	5,689,235
Ingresos extraordinarios	1,439	1,655	1,904	2,189	2,518	2,895
Gastos	13,400,375	17,472,897	22,169,402	26,504,095	31,678,541	37,867,585
Gastos Financieros	9,145,549	12,342,201	16,044,782	19,319,399	23,254,173	27,992,187
Gasto por deterioro de inversiones y cartera	157,431	206,592	263,493	314,356	374,981	447,393
Gastos operativos	638,449	754,987	858,719	1,004,144	1,175,595	1,378,018
Gastos de administración	3,104,887	3,647,239	4,273,785	4,966,869	5,772,148	6,708,200
Impuestos sobre la utilidad	354,059	521,878	728,623	899,327	1,101,644	1,341,787
Utilidad del período	2,018,665	2,770,324	3,695,346	4,548,494	5,569,259	6,792,026

Fuente: Grupo Financiero Improsa

Una oportunidad de inversión la podemos encontrar cuando el valor de venta es menor al valor real. Si lo que estamos negociando son acciones de una empresa, al valor de la venta se le llama “valor de mercado” y el valor real lo determinamos como el “valor intrínseco” de la empresa.

ANEXO 6

Cálculo del valor de las acciones del Grupo Improsa (en miles de colones)						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Flujo de caja accionistas comunes	1,375,681	1,873,122	2,687,008	3,707,441	4,583,257	5,632,547
Valor Terminal (Tasa de crecimiento perpetuo del 8%)						34,284,406

Valor Presente de los flujos = 16,669,519 / Valor de las Acciones Preferentes = 2,115,000 / Valor del Capital Común = 14,554,519 / Número de acciones comunes = 3,700,000 / Precio por acción = 3.93

ANEXO 7

Múltiplos de la industria (datos a junio de 2004)		
	Precio / Utilidades	Precio / Valor en libros
Promedio USA	16.53	2.56
Grupo Financiero INTERFIN	12.49	2.28
Grupo Financiero BANEX	7.17	1.53
Grupo Financiero BCT	10.93	1.95

Fuente: www.capitales.com

ANEXO B

Datos Financieros de entidades similares
 (en miles de colones)

Grupo Financiero	Activo Total	Cartera de crédito	Pasivo	Patrimonio	Utilidad Neta
BANEX	348,593,620	263,056,855	308,196,788	40,396,832	8,175,392
BCT	172,141,356	153,051,174	153,019,962	19,121,393	3,519,939
Interfin	440,422,047	321,628,762	403,217,583	37,204,463	7,544,198

Fuente: Superintendencia de Entidades Financieras de Costa Rica

Comentarios al caso

Federico Montero / Vicepresidente de Banca de Inversión, Grupo Aldesa.

Una oportunidad de inversión la podemos encontrar cuando el valor de venta es menor al valor real. Si lo que estamos negociando son acciones de una empresa, el valor de venta se le llama “valor de mercado” y el valor real lo determinamos como el “valor intrínseco” de la empresa. Este caso nos plantea una potencial oportunidad de inversión: “las acciones de ese grupo (Grupo Financiero Improsa) se estaban cotizando en la bolsa local en menos de la mitad de lo que debería ser su valor de mercado”.

El valor de mercado se crea a través de las transacciones de compra y venta, por lo que se ve afectado por un sin número de variables que no necesariamente están relacionadas con la salud financiera y operativa de la empresa. Esta potencial distorsión del valor de mercado se intensifica cuando nos encontramos con mercados de valores con poca profundidad bursátil, como es el caso de Costa Rica.

El valor intrínseco de una empresa se determina a través del análisis de sus fundamentales financieros. Se basa únicamente en la solidez financiera y operativa de la empresa, y las capacidades que tiene para poder aprovechar oportunidades que presenta la industria.

Situación Financiera

El Grupo Financiero Improsa se basa en su entidad bancaria, representando cerca del 80% del total de los ingresos y utilidades. Por esta razón es sumamente relevante tener un diagnóstico del banco en sus cuatro dimensiones más importantes: rentabilidad, riesgo de activos, eficiencia operativa y eficiencia financiera.

El análisis de rentabilidad se enfoca en tres aspectos: la cartera de crédito, los servicios que brinda y el rendimiento sobre el patrimonio ajustado. La Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE) de Banco Improsa se encuentra entre las cinco mejores del mercado, un 18,2% vs. un 14,9% promedio de la industria. Existe una oportunidad de mejora en la rentabilidad de servicios, un 2% vs. un 2,6% de la industria.

El análisis de Riesgo de Activos busca determinar si las provisiones establecidas por la entidad bancaria son suficientes para absorber la posible pérdida esperada. El Banco Improsa tiene una cobertura de provisiones superior a lo exigido legalmente.

El análisis de Eficiencia Operativa estudia la utilización del gasto administrativo relacionado al ingreso operativo y el activo productivo. Banco Improsa es líder del mercado en la utilización de gastos administrativos y activos fijos, lo que indica un mejor uso de estos dos rubros que el resto de la industria bancaria.

El análisis de eficiencia financiera evalúa la eficiencia en el uso del

activo productivo, la transformación de los pasivos y la gestión de liquidez. Banco Improsa se encuentra junto con las mejores prácticas de la industria, siendo que existe una brecha muy pequeña entre la mejor práctica y el promedio de la industria.

En el diagnóstico realizado para el 2004, el Banco Improsa se encontró en la posición #1 de la industria, lo que indica que en las cuatro áreas analizadas se encuentra entre las mejores prácticas del mercado. Se puede concluir que Banco Improsa es una entidad financiera rentable, solvente y estable y eficiente operativamente.

Valoración Financiera

Bajo la premisa de solidez y rentabilidad que mostró el diagnóstico, es viable considerar que el grupo tiene todas las características necesarias - equipo gerencial, solidez financiera, eficiencia operativa y enfoque comercial - para lograr las proyecciones estipuladas. La valoración a través de Equity Cash Flow muestra un valor superior al del valor de mercado.

Además de la valoración por medio del Equity Cash Flow, se debe analizar los múltiplos de valoración utilizado por otras empresas similares - múltiplos comparables. Por medio de esta metodología, es claro que el valor de la acción transado en el mercado de valores tiene múltiplos muy inferiores a los promedios de la industria: P/Book de 0.8 vs. 2.56 USA y P/Earnings de 4.06 vs. 16.53 USA.

Conclusiones

- El Banco Improsa tiene una posición de liderazgo en eficiencia operativa y financiera en el mercado, según el análisis realizado para el 2004.
- El mercado de valores de Costa Rica refleja poca profundidad bursátil, creando una diferencia entre los valores de mercado y los valores intrínsecos de las empresas.
- El precio de mercado de la acción del Grupo Financiero Improsa no refleja el valor intrínseco de la empresa.
- Las metodologías de valoración de descuento de flujos - Equity Cash Flow - y de múltiplos comparables muestran un valor superior al del mercado.

Sin duda el valor de mercado es inferior al valor intrínseco de la empresa, siendo que existe una oportunidad real de inversión en la compra de acciones del Grupo Financiero Improsa.