



“MAESTRÍA EN FINANZAS”

**Estrategia de crecimiento mediante San
Cristóbal Servicios Financieros en Uruguay**

Autor: Gabriela Aragona

Director: Mg. Gonzalo Neira

Abril 2023

ABSTRACT

Este trabajo se basa en el análisis de un caso de negocios referente a la expansión de una unidad de negocios de Grupo San Cristobal en Uruguay.

En una primera instancia, se describe la compañía, el mercado en el que opera, sus líneas de negocio y su historia, junto con un breve resumen del contexto macroeconómico uruguayo.

En una segunda parte, se realiza un análisis de benchmarking del sector financiero uruguayo, para poder comprender el entorno en el cual se estaría operando.

Finalmente se detalla el caso de negocio con dos escenarios posibles y se realiza una valuación utilizando el método de Flujo de Fondos Descontados (DCF).

ÍNDICE

Introducción.	4
PARTE 1. Presentación del caso	6
1.1 Grupo San Cristobal. La Empresa	
1.2 Contexto del Caso. ¿Por qué Uruguay?	
1.3 Estrategia de la compañía. San Cristobal Seguros como Partner estratégico ¿Cómo potenciar los negocios?	
PARTE 2. Benchmarking en Uruguay	10
Las Finanzas y los mercados financieros	
2.1.1 Composición y funciones de los Mercados Financieros	
2.1.2 Regulación	
2.2 Figuras Jurídicas para operar en Uruguay.	
2.3 Créditos al Consumo vs Créditos para empresas	
2.4 Principales jugadores del mercado de crédito en Uruguay	
PARTE 3. Análisis del Caso de Negocio	12
3.1 Estimación de la demanda de consumo de créditos en Uruguay	
3.2 Estimación de la tasa activa y Pasiva (fondeo)	
3.3 Estado de Resultados	
3.4 Estimación de la WACC, TIR y VAN del proyecto	
PARTE 4. Conclusiones	33
Bibliografía	34
Anexos	36

Índice de Tablas y Gráficos

Tabla 1. Instituciones del Sistema Financiero Uruguayo

Gráfico 1. Evolución PBI y % participación en Latinoamérica

Gráfico 2. Evolución de la Inflación

Gráfico 3. Evolución del Tipo de Cambio Nominal

Gráfico 4. Crédito Privado como porcentaje del PBI

Gráfico 5. Spread de Tasas en moneda nacional

Gráfico 6. Evolución de la morosidad del Sistema Financiero

Gráfico 7. Fintech en Uruguay por verticales

Gráfico 8. Créditos Brutos Privados al SNF por segmento. Incluye EACs Cifras en millones de dólares. Diciembre 2021

Gráfico 9. Porcentaje de Participación por Institución y Segmento. Cifras en millones de dólares. Diciembre 2021

Gráfico 10. Sistema Bancario. Crédito Bruto por producto. Cifras en millones de dólares. Diciembre 2021

Gráfico 11. EACs. Crédito Bruto por producto. Cifras en millones de dólares. Diciembre 2021

Gráfico 12: Créditos Brutos SNF. INCLUYE EAC.

Gráfico 13. Benchmarking de Productos por EAC. Diciembre 2022

Gráfico 14. Porcentaje de Participación según volumen de Créditos Brutos Enero 2022

Gráfico 15. Cantidad de operaciones de créditos a Sola Firma por escenarios

Gráfico 16. Monto de colocaciones de créditos a Sola Firma por escenarios

Gráfico 17. Cartera de Créditos a Sola firma por Escenarios

Gráfico 18. Resumen de escenarios

Gráfico 19. Cálculo WACC

Gráfico 20. Evaluación Proyecto. Escenario 1 que contempla ecosistema del Grupo

Gráfico 21. Evaluación Proyecto. Escenario 1 que contempla el escenario full de máxima

Introducción.

La presente investigación se llevará adelante para analizar el crecimiento mediante la regionalización en Uruguay de una de las unidades financieras del Grupo San Cristobal: "San Cristobal Servicios Financieros".

Por tal motivo se realizará un análisis minucioso del mercado de créditos en Uruguay, considerando que uno de los pilares de Grupo San Cristóbal (GSC) es la regionalización y, en particular de San Cristóbal Servicios Financieros, su crecimiento.

Cabe destacar que GSC se encuentra en Uruguay mediante la Unidad de Negocios San Cristobal Seguros, por lo cual el caso de negocio se plantea considerando una expansión mediante el aprovechamiento del ecosistema generado por dicha unidad (posicionamiento de marca, red de corredores, red de proveedores, clientes actuales) y la experiencia en la comercialización de este producto (créditos personales, prendarios y financiamiento PYME) en Argentina.

El investigador considera de relevada importancia el análisis del sector de créditos, analizando los principales competidores, productos ofrecidos, canales de comercialización de los mismos, benchmarking de performance financiero de las compañías del sector y la indagación de las necesidades de los consumidores.

El objetivo principal del trabajo es:

- **Evaluar si es rentable expandir San Cristóbal Servicios Financieros en Uruguay,** apalancándose en las fortalezas de San Cristobal Seguros (asegurados, proveedores y corredores) para luego continuar comercializando productos en el mercado abierto.

Para ello se plantean como objetivos específicos:

- **Investigar el mercado de créditos,** es decir realizar un análisis sobre el macroentorno, proveedores, clientes y empresas que forman parte del sector.

- **Especificar las características del (los) producto(s) a comercializar (tipo, tasa, cobranzas y volumen)**
- **Realizar un caso de negocio considerando drivers -que surgirán de la investigación- para incorporar en el modelo de proyección y poder determinar si el negocio es rentable o no.**

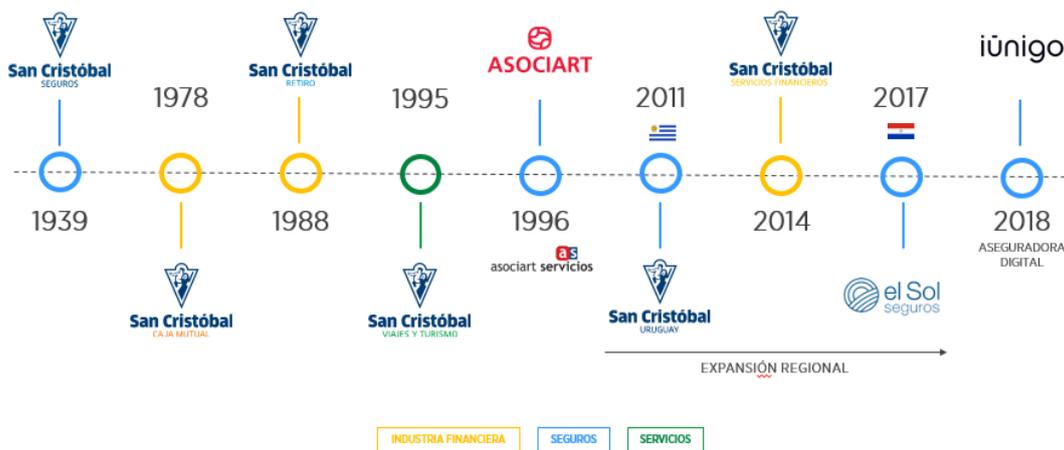
PARTE 1. Presentación del caso

1.1 Grupo San Cristobal (GSC). La Empresa

GSC es un grupo financiero y de seguros argentino con presencia regional. Nacido en Rosario hace 80 años con un origen mutualista. Hoy cuenta con varias Unidades de Negocios, entre ellas: San Cristóbal Seguros (en Argentina y Uruguay), Asociart ART, San Cristóbal Retiro, iúnigo, San Cristóbal Servicios Financieros, Asociart Servicios y San Cristóbal Caja Mutual, entre otras.

Además, cuenta con inversiones en innovación abierta a través de participaciones en incubadoras y aceleradoras de emprendimientos de base tecnológica y posee acciones de la compañía aseguradora “El Sol del Paraguay”.

Está presente en 35 ciudades, tiene más de 1 millón de clientes, 80 años de trayectoria y está entre las 10 aseguradoras más importante del país.



El presente trabajo se llevará a cabo, como se mencionó anteriormente, sobre una de las unidades financieras del grupo: **“San Cristóbal Servicios Financieros”**.

Como se puede observar en la línea de tiempo, nace en el año 2014, para poder complementar la oferta financiera que prestaba el grupo al momento, enfocándose hacia una propuesta de valor centrada principalmente en empresas Pymes (81%).

Actualmente ofrece productos prendarios, sola firma y otros productos (avales, cheques de pago diferido, documentos).

La cartera de préstamos está compuesta mayormente por créditos prendarios (93%) y Sola Firma (7%).

Si bien su participación -junto al resto de los negocios financieros- en la facturación total del GSC (representa apenas un 2%), es una compañía pequeña que tiene mayor dinamismo que las otras y que cuenta con mucho potencial para crecer. Sin embargo, hay que considerar las legislaciones que establece el BCRA que van complejizando su accionar.

En su estrategia de crecimiento se plantea la expansión hacia Uruguay, considerando el entorno macroeconómico estable y las fortalezas del GSC para dicha expansión.

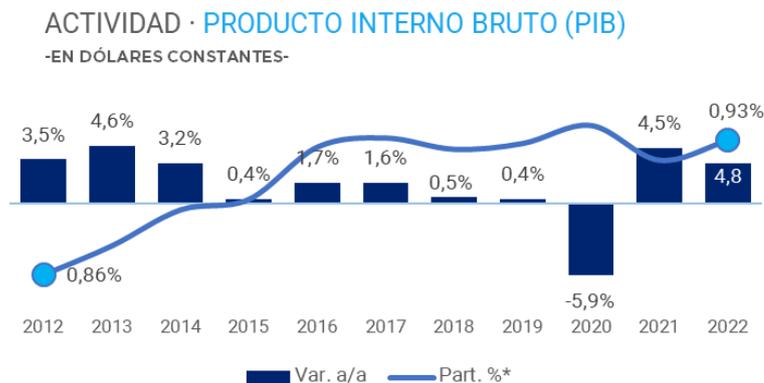
1.2 Contexto del Caso. ¿Por qué Uruguay?

Como se mencionó brevemente en el apartado anterior, además de contar con condiciones internas, las condiciones macroeconómicas de Uruguay favorecen la decisión de analizar dicha posibilidad. A continuación, se describen brevemente los ejes analizados.

De acuerdo al análisis de la evolución de los principales indicadores económicos se observa:

- **PBI** en crecimiento desde 2013, visualizándose la eventualidad por Covid (-5,9%), que afectó a todos los países. Sin embargo, en comparación con el resto de los países de Latinoamérica su contribución es mayor.

Gráfico 1. Evolución PBI y % participación en Latinoamérica

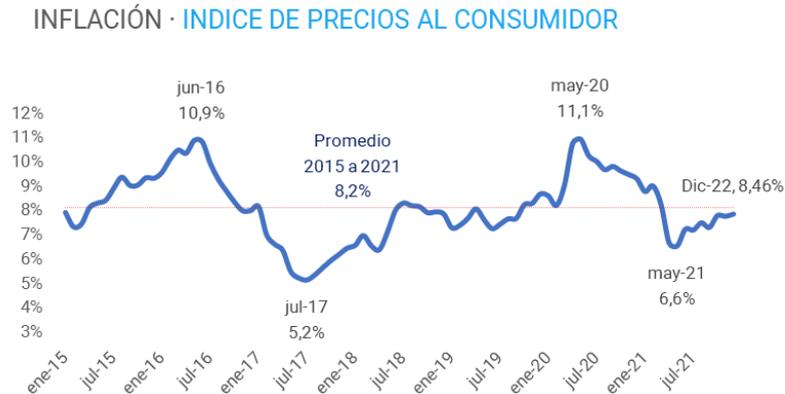


*Cuánto representa el PIB de Uruguay del PIB total de América Latina y el Caribe

Fuente: Elaboración propia en base a datos CEPAL

- La **inflación** promedio de los últimos 6 años se encuentra en torno al 8,2% (Actual 8,46%).

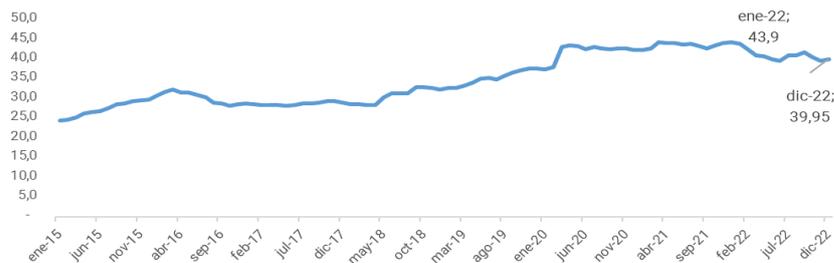
Gráfico 2. Evolución de la Inflación



Fuente: Elaboración propia en base a datos INE.

- **Devaluación** promedio del 7,7% anual (últimos 10 años). Durante el último año calendario se muestra una apreciación de la moneda (pasando de \$43,9 a \$39,95 -dólar promedio-). Contexto Covid casi 20%.

Gráfico 3. Evolución del Tipo de Cambio Nominal

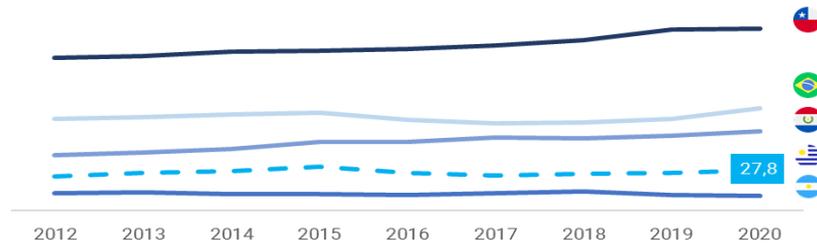


Fuente:

Elaboración propia en base a Investing.com

- Por otra parte, se observan **tasas competitivas**, aunque con topes establecidos por Ley N° 18.212 y **bajo nivel de morosidad**
- **El crédito privado es una parte reducida del PBI (27,8%)**, comparado con otros países de Latinoamérica.

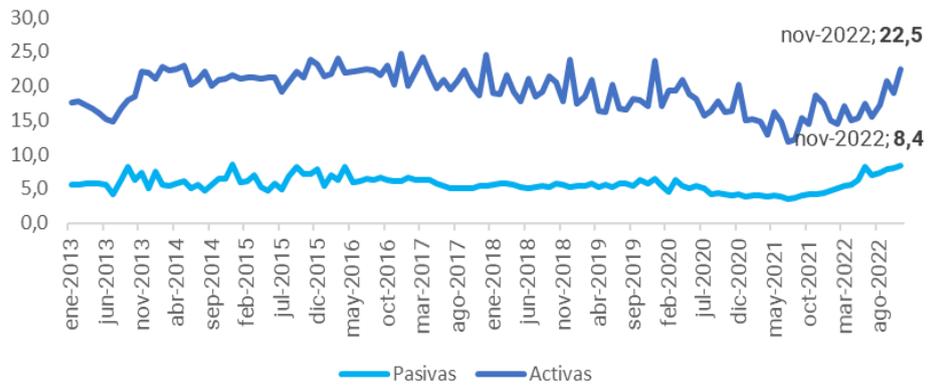
Gráfico 4. Crédito Privado como porcentaje del PBI



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial

- Se observa un **Spread de Tasas activas y pasivas** de aproximadamente 14 puntos.

Gráfico 5. Spread de Tasas en moneda nacional



Fuente: BCU –calculada como promedio del total de tasas activas y pasivas – incluye familias y empresas-

- **Bajo Nivel de Morosidad** en torno al 1,6% en el segmento bancarizado (Incluye Individuos y Empresas). Como se visualiza en el gráfico, se dio un pico máximo en abril de 2020 como consecuencia del COVID existiendo luego una marcada disminución de la morosidad.

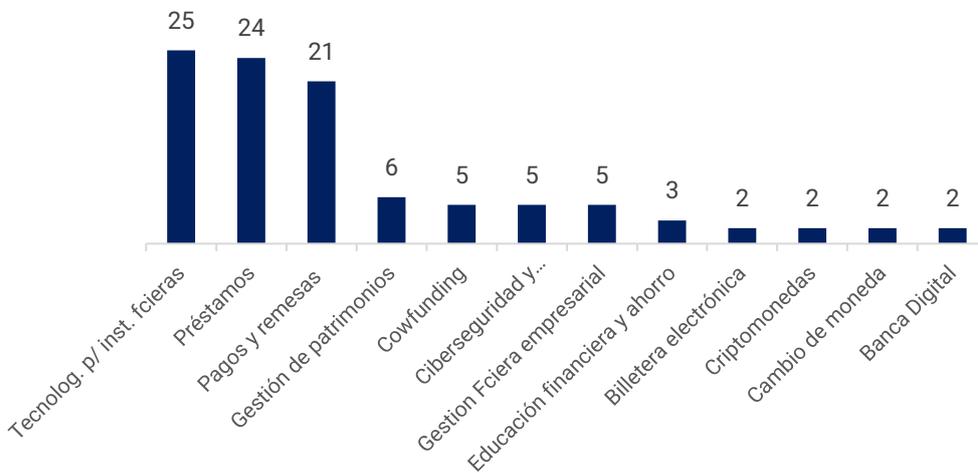
Gráfico 6. Evolución de la morosidad del Sistema Financiero



Fuente: Elaboración propia en base a BCU

- Mayor actividad de jugadores no tradicionales, como las finanzas tecnológicas (Fintech).

Gráfico 7: Fintech en Uruguay por verticales



Fuente: Elaboración propia en base a Cámara Fintech Uruguay

1.3 Estrategia de la compañía. San Cristobal Seguros como Partner estratégico ¿Cómo potenciar los negocios?

La estrategia para regionalizar los negocios financieros es mediante el desarrollo a través del aprovechamiento del Ecosistema de Seguros Uruguay, para luego escalar al mercado abierto.

El **ecosistema de seguros** está integrado por:

1- Corredores de seguros: entendido como una persona jurídica que realiza la actividad comercial de intermediar **en seguros** privados sin mantener vínculo contractual con ninguna entidad aseguradora. Aproximadamente **500 forman parte del ecosistema**. En Argentina se llaman Productores de Seguros.

2- Clientes Asegurados: forman parte de la cartera de San Cristóbal Seguros, aproximadamente 51.000.

3- Proveedores: Aproximadamente 220.

4- Capital en Uruguay: GSC cuenta con una empresa llamada Consirel SA, cuyo objeto principal es una sociedad de inversión, o sea participar en otras sociedades, de conformidad con el artículo 47 de la Ley 16.060. Pudiendo esta compañía financiar parte de la puesta en marcha de esta nueva Unidad de Negocios.

PARTE 2. Benchmarking en Uruguay

2.1 Las Finanzas y los mercados financieros en Uruguay

2.1.1 Composición y funciones de los Mercados Financieros

Según el BCU (2023) el sistema financiero uruguayo está conformado por dos bancos públicos (Banco de la República Oriental del Uruguay -BROU-, y el Banco Hipotecario del Uruguay -BHU-), nueve bancos privados y una amplia variedad de Instituciones no bancarias que se han ido consolidando en el país debido a los buenos resultados económicos, tanto en la economía real como en el sistema financiero.

Las formas de instituciones son: Cooperativas de Intermediación Financiera, Casas Financieras, Instituciones Financieras Externas (banca Off Shore), Empresas Administradoras de Grupo de Ahorro Previo, Empresas Administradoras de Crédito y Casas de Cambio.

Tabla 1. Instituciones del Sistema Financiero Uruguayo

Tipo de Institución	Cantidad de Instituciones
Bancos Públicos	2
Bancos Privados	9
Sub-total de bancos	11
Cooperativas	1
Casas Financieras	1
Instituciones Fcieras Externas	1
Adm. Grupos de Ah Previo	1
Sub-total Otras Instituciones Fcieras	4
Subtotal Sist. Bancario y OIF	15
Empresas de Seguros	15
AFAPs	4
Empresas Administradoras de Crédito	16
Empresas de Serv. Fcieros	19
Casas de Cambio	49
Total	118

Incluyen administradoras de crédito con activos mayores a 150.000 Unidades reajustables
 Información de Casas de Cambio al 30/06/2022

Fuente: BCU

El sistema financiero es regulado y supervisado por el Banco Central del Uruguay (BCU), a través de la Superintendencia de Servicios Financieros (SSF) que ejerce la regulación y fiscalización de las entidades que integran el sistema financiero. En función del marco legal vigente, los cometidos de la Superintendencia de Servicios Financieros son:

- Promover la estabilidad y solvencia del sistema financiero.
- Promover la transparencia y funcionamiento ordenado y competitivo de las entidades supervisadas y los mercados en los que actúan.
- Protección de los consumidores financieros.
- Prevención y control del lavado de activos y el financiamiento del terrorismo.

Asimismo, el BCU cuenta con una Central de Riesgos que consolida la información proporcionada por los intermediarios financieros con relación al historial crediticio de los deudores, con el fin de brindar una mayor transparencia y control del mercado.

2.1.2 Regulación

De acuerdo al BCU algunas entidades requieren autorización previa para funcionar y otras requieren inscripción en los Registros que mantiene la Superintendencia de Servicios Financieros. A continuación, se muestran todas las figuras jurídicas a través de las cuales se podrá operar en Uruguay, para luego en función al research de mercado se pueda encuadrar qué figura podría adoptar la compañía.

Tabla 2. Formas Jurídicas para operar en Uruguay

Figuras Jurídicas	Operar en forma de:	Requiere AUTORIZACIÓN SUPERVISIÓN	
 EMPRESAS DE INTERMEDIACIÓN FINANCIERA	Bancos de Inversión, las Casas Financieras, las Instituciones Financieras Externas, las Cooperativas de Intermediación Financiera (con habilitación total y minoristas) y las Administradoras de Grupos de Ahorro Previo.	BCU	
 ADMINISTRADORAS DE FONDOS DE AHORRO PREVISIONAL (AFAP)	Administradoras de Ahorro Previsional (AFAP)	BCU+ PE + SSF	
 EMPRESAS DE SEGUROS Y MUTUAS	Empresas de Seguros	PE+ SSF	
	Bolsas de valores	SSF	
	Agentes de valores y corredores de bolsa		
	Gestor de portafolios	SSF	
 EMPRESAS DEL MERCADO DE VALORES	Asesores de inversión:	NO	SI
	Emisores de valores de oferta pública	Inscripción en el Registro	
	Administradoras de fondos de inversión	BCU	
	Sociedades de participación estatal	Inscripción en el Registro	
 EMPRESAS PRESTADORAS DE SERVICIOS	Prestadores de servicios de administración, contabilidad o procesamiento de datos	Inscripción en el Registro	
	Empresas de transporte de valores	Inscripción en el Registro	
	Prestadores de servicios de arrendamiento y custodia de Cofres Fort	Inscripción en el Registro	
	Empresas de Servicios Financieros	SSF	
	Empresas Administradoras de Crédito de mayores activos (>100.000 UR)	SSF	
	Empresas Administradoras de Crédito de menores activos (<100.000 UR)	NO	SI
 OTRAS INSTITUCIONES FINANCIERAS	Casas de Cambio	SSF	
	Representaciones	Inscripción en el Registro	
	Empresas de Transferencias de Fondos	Inscripción en el Registro	
	Empresas que dan crédito o realizan inversiones financieras con fondos propios	NO	SI

Referencias: BCU: Banco Central de Uruguay, PE: Poder Ejecutivo, SSF: Superintendencia de Servicios Financieros

2.2 Figuras Jurídicas para operar en Uruguay

De acuerdo a lo relevado anteriormente en la Tabla 2, las **figuras jurídicas para operar** en Uruguay, considerando el objetivo de la presente tesis **son constituirse como:**

- 1- **Una empresa de intermediación financiera**, específicamente como un **Banco**, regulado y supervisado por el BCU.

2- **Otras instituciones financieras, específicamente como empresa administradora de créditos.** De acuerdo al BCU (2023) estas instituciones son Personas físicas o jurídicas que en forma habitual y profesional intervienen en el financiamiento de la venta de bienes y servicios realizada por terceros, otorgando crédito mediante el uso de tarjetas, órdenes de compra u otras modalidades similares.

Aquí cabe hacer una distinción entre las de mayores activos y las de menores activos. Se consideran empresas administradoras de crédito de mayores activos aquellas cuyos activos totales más contingencias al cierre del ejercicio económico superen el equivalente a 150.000 Unidades Reajustables (cotizadas al valor de la fecha de dicho cierre). El valor de las UR a marzo de 2023 es de \$1579,57 pesos uruguayos. (40 \$USD).

Cabe destacar que las de mayores activos requieren autorización para funcionar y cumplir con todos los requisitos del BCU, mientras que la segunda sólo supervisión. De acuerdo al tamaño de SCSF en Argentina, y su objeto social, la segunda opción sería la apropiada para poder expandirse en Uruguay.

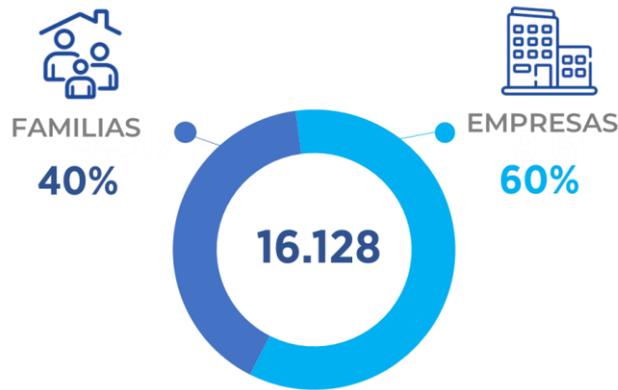
El modelo de negocios es comenzar mediante una propuesta de valor en torno al ecosistema que el grupo tiene constituido en Uruguay, por lo cual **la mejor opción es constituirla como una empresa administradora de créditos de menores activos en sus comienzos**, siendo una de las principales ventajas, que no requerirá cumplir con la presentación de balances trimestrales y documentación ante el BCU, conllevando esto mayores costos de operación y una estructura mayor.

2.3 Créditos al Consumo vs Créditos para empresas

A continuación, el investigador, realizó un benchmarking de las empresas que otorgan créditos, para luego modelar los escenarios y productos a comercializar.

En el mercado financiero de Uruguay se observa que el 60% de los créditos brutos en millones de pesos uruguayos otorgados por todas las instituciones corresponden a empresas, mientras que el 40% restante a familias.

Gráfico 8: Créditos Brutos Privados al SNF por segmento. Incluye EACs Cifras en millones de dólares. Diciembre 2021

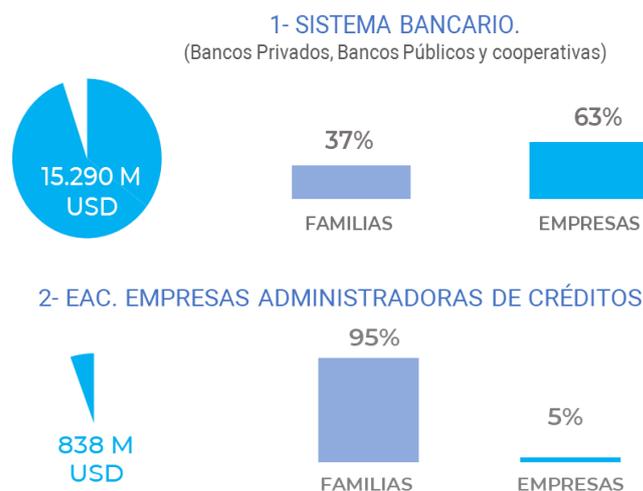


Fuente: Elaboración propia en base a BCU

Si aperturamos esa información por institución y segmento, se observa que mediante el sistema bancario se otorgan mayormente créditos a las empresas, mientras que las empresas administradoras de fondos están enfocadas casi exclusivamente en el segmento de familias.

Gráfico 9: Porcentaje de Participación por Institución y Segmento.

Cifras en millones de dólares. Diciembre 2021

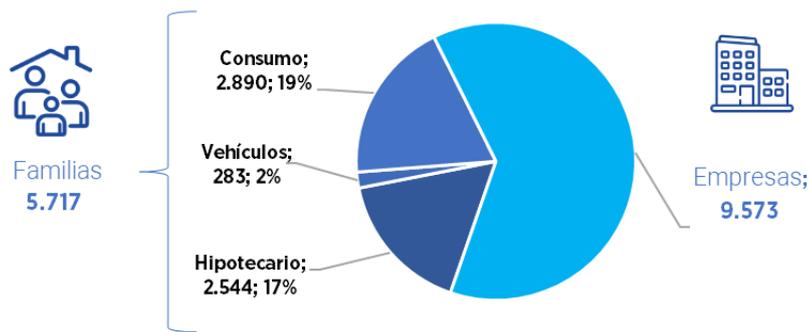


Fuente: Elaboración propia en base a BCU

Si queremos indagar sobre qué tipo de préstamos se otorgan a las familias por institución, se observa en el Gráfico 10 que en el sistema bancario mayormente son créditos al consumo e hipotecarios. El porcentaje de préstamos prendarios es muy bajo en relación al resto. Sin embargo, como se visualiza en el Gráfico 11 **las empresas administradoras de crédito otorgan casi exclusivamente créditos para consumo**. Cabe destacar el mercado financiero uruguayo está **más enfocado en la oferta de préstamos personales, tarjetas de créditos e hipotecarios**. Estos productos financieros son más populares debido a que los uruguayos tienen una cultura financiera más arraigada en el uso de tarjetas de crédito y préstamos personales para financiar gastos corrientes. También se observa que el plazo de los créditos a consumo es muy corto.

Gráfico 10: Sistema Bancario. Crédito Bruto por producto.

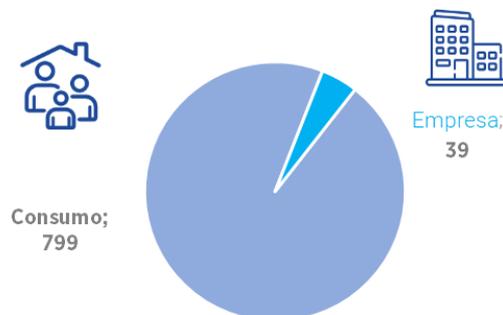
Cifras en millones de dólares. Diciembre 2021



Fuente: Elaboración propia en base a BCU

Gráfico 11: EACs. Crédito Bruto por producto.

Cifras en millones de dólares. Diciembre 2021



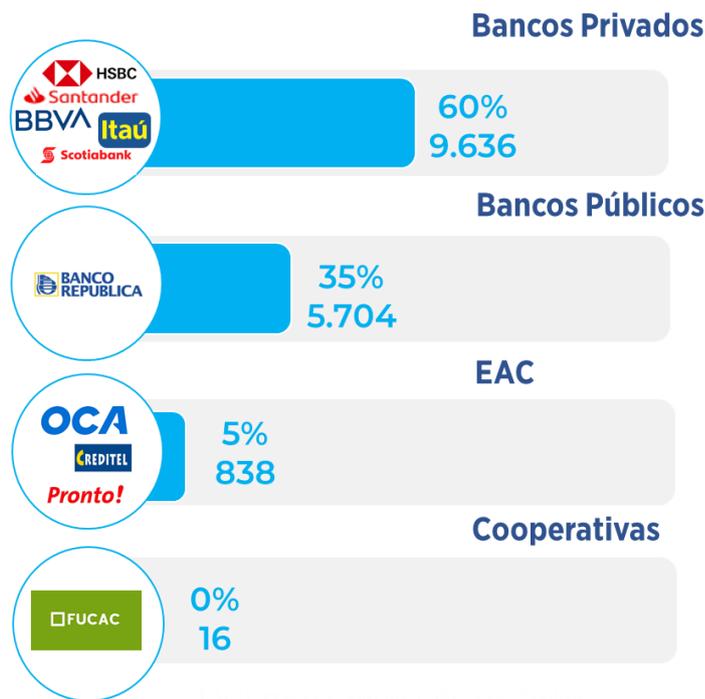
Fuente: Elaboración propia en base a BCU

2.5 Principales jugadores del mercado de créditos en Uruguay

Como se observa en el Gráfico 12, los Bancos públicos y privados representan el 95% del mercado, mientras que las Empresas Administradoras de Crédito un 5%. Allí encontramos a empresas como Oca, Creditel, Pronto, entre otras.

Gráfico 12: Créditos Brutos SNF. INCLUYE EAC.

Cifras en millones de dólares. Diciembre 2021



Fuente: Elaboración propia en base a BCU

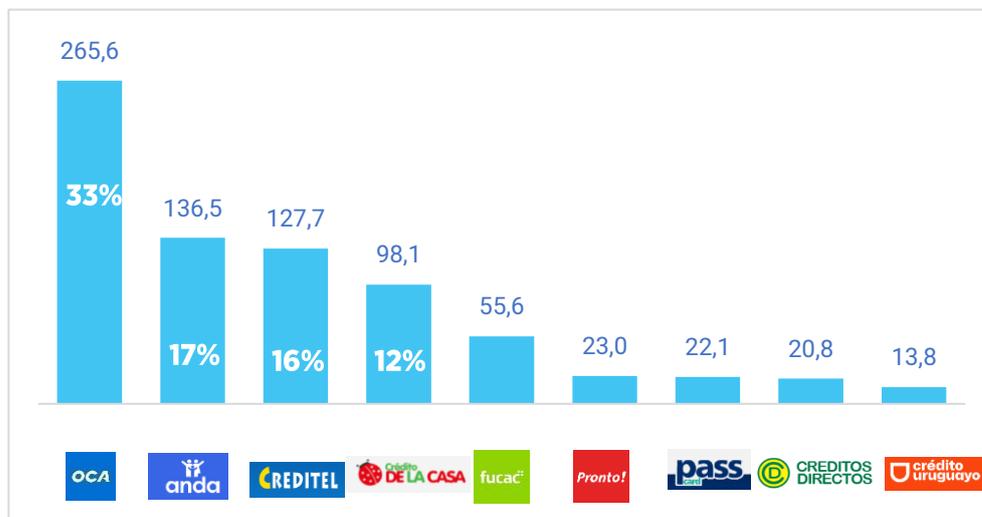
Si nos enfocamos exclusivamente en las **Empresas Administradoras de Créditos**, se observa que la mayoría comercializan productos como Tarjetas de Créditos, Créditos en Efectivo y Órdenes de Compra.

Gráfico 13: Benchmarking de Productos por EAC. Diciembre 2022



Como se desprende del Benchmarking realizado la estrategia de los bancos para incrementar su propuesta de valor y llegar a la banca minorista fue mediante la adquisición de Empresas Administradoras de Créditos. Si se considera la totalidad de los créditos otorgados, casi el 70 % de los créditos están concentrados en tres instituciones. Entre ellas, Oca y CREDITEL están vinculados a 2 de los principales bancos privados.

Gráfico 14: Porcentaje de Participación según volumen de Créditos Brutos (en millones de dólares) Enero 2022



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCU

PARTE 3. Análisis del Caso de Negocio

En este apartado se desarrolla el caso de negocio sobre la expansión de Servicios Financieros en Uruguay.

3.1 Inversión Inicial

Para llevar adelante el proyecto, no es necesario realizar una gran inversión inicial dado que la base de la compañía en lo que refiere a la operación se gestionará desde Argentina.

La inversión necesaria estimada será de 500.628 \$USD (equivalente a 20.000.000 pesos uruguayos). La misma se utilizará para la constitución de la compañía, honorarios profesionales (legales, contables, de contratación de personal, entre otros), compra de mobiliario, viajes y traslados. El remanente se utilizará para otorgar los primeros créditos.

3.2 Estimación de la demanda de consumo de créditos en Uruguay

Para determinar la demanda de créditos en Uruguay se consideran dos escenarios, un escenario de mínima, considerando sólo al ecosistema del grupo y otro de máxima (full), considerando también a cualquier persona que califique para tomar un crédito.

1- Escenario 1 Ecosistema GSC: En esta etapa se considera únicamente el ecosistema de SCSG UY:

- **Asegurados:** La cartera de asegurados de SCSG UY cuenta con **50.838 clientes.**

Para la estimación de la demanda por parte de este segmento se considera que el **ratio de aprobación**, es decir aquellas personas calificadas para poder acceder al crédito es del 78%, quedando una cartera potencial de **39.654 asegurados.** El ratio surge del cruce de la información de la cartera con los datos de la consultora Equifax (empresa especialista en análisis crediticio). Cabe mencionar que la compañía otorgará créditos personales en moneda local (Pesos Uruguayos), pero el análisis se realiza en dólares.

Se considera un monto promedio de crédito de \$ 60.000 uruguayos (se toma como referencia el monto de créditos otorgados y la cantidad de operaciones promedio -datos que surgen del BCU-). Lo cual equivale a 1.502 \$USD.

El **ratio de conversión**, es decir la cantidad de lead que se convertirán en clientes, es del 1,5% de acuerdo a experiencias previas de la compañía.

Se considera un crecimiento estimado de la cartera de SCSG UY de un 0,2% mensual. La cantidad de créditos otorgados para este segmento es de **595 Créditos/Mes.**

- **Corredores:** Existen **493**. Para poder determinar la demanda de los mismos, se utiliza la segmentación (Black, Platinum, Gold y Resto), la cual se hace considerando la prima anual y si son exclusivos de la marca o no. Esta clasificación permitirá diferenciarlos en relación al monto otorgado principalmente y al ratio de aprobación. Se considera un **ratio de conversión de un 1,5%**, teniendo en cuenta campañas anteriores para este segmento. La cantidad de créditos al mes para este segmento es de **5 Créditos/Mes.**
- **Proveedores:** **217**. Se consideran proveedores a los que tengan una facturación mayor a \$5.000 uruguayos mensuales (125 \$USD) y el monto otorgado variará en función al nivel de facturación. La cantidad de créditos al mes para este segmento es de **3 Créditos/Mes.**

Para entender con mayor precisión las variables se recomienda la lectura del Anexo: Cuadro N 1 Dimensionamiento SCSG y Cuadro 2 Dimensionamiento Ecosistema San Cristobal Uruguay.

- 2- **Escenario 2 Full.** Se considera en este escenario el ecosistema del GSC que va desde el momento inicial hasta el mes 18, luego de ese momento comienza el lanzamiento de préstamos al mercado abierto, es decir cualquier persona que cumpla las condiciones para tomar un préstamo y que no formen parte del ecosistema actual.

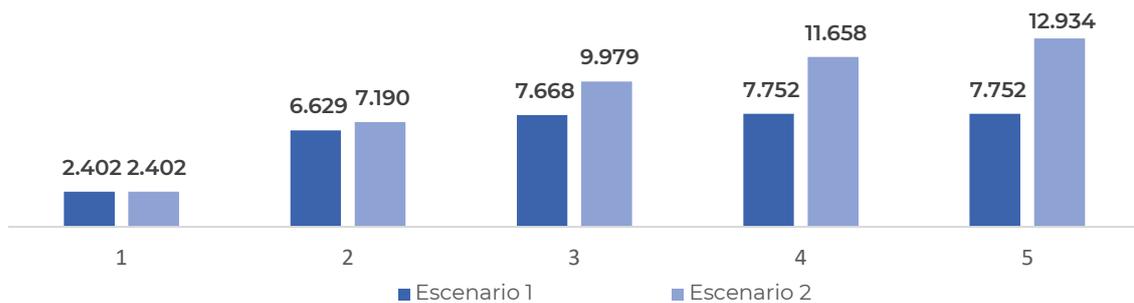
Para determinar la cantidad de créditos que podrían otorgarse en el mercado abierto se consideraron el promedio de operaciones actuales publicadas por el BCU mayores a 30 días y menores a 365 días, y se le aplica la tasa de conversión, arrojando como resultado **441 créditos al mes**.

Ver Anexo: Cuadro N 1 Dimensionamiento San Cristobal Seguros Uruguay y Cuadro N 3 Dimensionamiento Mercado Abierto.

Crecimiento de la demanda y su comparación por escenarios

Para la modelización se consideraron **proyecciones macroeconómicas** de acuerdo a expectativas económicas y de inflación del BCU. (Anexo. Cuadro N 4 Variables Macroeconómicas).

Gráfico 15. Cantidad de operaciones de créditos a Sola Firma por escenarios



Fuente: Elaboración Propia

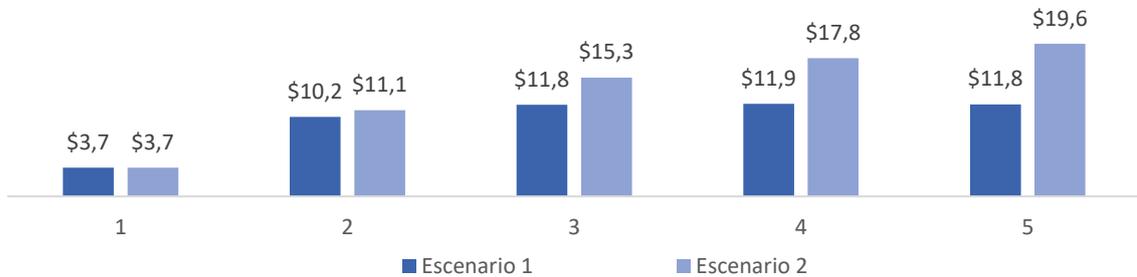
Se observa que en el primer año la cantidad de operaciones en ambos escenarios es igual, ya que la estrategia es primero explorar el mercado de créditos en Uruguay mediante el ecosistema y luego escalarlo al mercado abierto.

Durante el año 1, las colocaciones permanecen relativamente bajas, ya que es el año de arranque. En el año 2, se ve un fuerte incremento de la cantidad de operaciones producto de la marcha del negocio (x4).

A partir del año 3 el crecimiento, en el escenario de mínima permanece relativamente estable mientras que en el escenario full crece mayormente por la salida al mercado abierto. Es decir, si comparamos los escenarios, en el último

año el escenario de máxima tiene un 70% más de operaciones que el escenario de mínima.

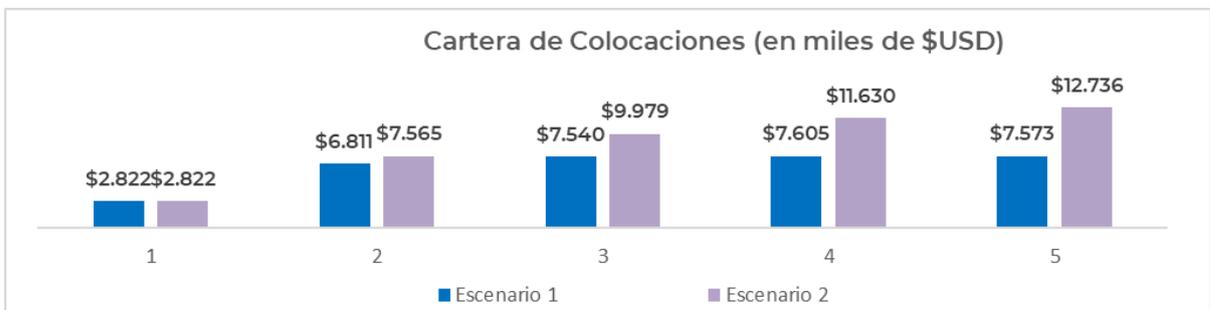
Gráfico 16. Monto de colocaciones de créditos a Sola Firma por escenarios



Fuente: Elaboración Propia

Como se mencionó en la descripción de los escenarios, el monto promedio de préstamos varía para cada segmento y el modelo contempla un ajuste del mismo por inflación mensual.

Gráfico 17. Cartera de Créditos a Sola firma por Escenarios



Fuente: Elaboración Propia

La cartera de préstamos se conforma por las colocaciones, la tasa y el plazo.

En este sentido cabe mencionar que la tasa se considera fija para todo el periodo analizado ya que del benchmarking surge que la misma no sufre grandes modificaciones.

El plazo para todo el análisis se considera de 12 meses, ya que es el mayor volumen que tiene el mercado.

Dada las condiciones mencionadas, la cartera sigue la misma evolución que las colocaciones.

3.3 Estimación de la tasa activa y Pasiva (fondeo)

- **Tasa Activa de colocaciones.**

Se considera tasa activa a aquella tasa que la compañía cobrará sobre los préstamos otorgados.

En el análisis del caso cabe hacer una distinción entre asegurados, corredores, proveedores y clientes del mercado abierto.

Para los asegurados y clientes del mercado abierto se toma una **tasa efectiva anual del 58%**. Dicha tasa surge del promedio de los últimos 12 meses, información suministrada por el BCU para los **créditos al consumo** que otorgan las Empresas Administradoras de Crédito a familias (considerando un plazo mayor a 30 días y menor a 365).

Para corredores y proveedores, se hace una distinción por categorías considerando diferentes tasas de acuerdo a cada segmento. Por ejemplo, en el caso de corredores tenemos las categorías Black, Platinum, Gold y Resto. Para este segmento se consideran tasas que van del 20% al 58%, dependiendo del segmento al que pertenezcan. Estas tasas se toman de acuerdo a las tasas de mercado **para créditos a empresas**, ya que la finalidad principal es capital de trabajo.

Para mayor información acerca de las tasas se recomienda ver el Anexo Cuadro 1. Dimensionamiento San Cristobal Uruguay y Cuadro 2. Dimensionamiento Ecosistema San Cristobal Uruguay.

- **Tasa Pasiva (Fondeo del Proyecto)**

Para llevar adelante el proyecto San Cristobal Servicios Financieros se financiará con capital propio por 500.000 \$USD, préstamo del GSC por 2.002.503 \$USD y tomará préstamo en el mercado por 4.295.420 \$USD. El costo de **fondeo total del proyecto asciende a 6.798.549 \$USD**.

El costo de financiación en el caso del préstamo del grupo, es de un 10%, tasa suministrada por el gerente financiero del Grupo para préstamos intercompany.

Para el préstamo que la compañía tomará en el mercado la tasa es del 15% (tasa promedio para segmento empresas publicada por el BCU para empresas). El préstamo se tomará en el mes 7 hasta el mes 25, momento en que la empresa ya generará fondos para solventarse por sí misma.

Gráfico 18. Resumen de escenarios



Fuente: Elaboración propia

3.4 Estado de Resultados.

Para la visualización del estado de resultados se recomienda la lectura del anexo Cuadro 6 y cuadro 7.

- **Margen Financiero Neto:**

Es la diferencia entre los ingresos por intereses que la empresa obtiene de los préstamos que otorga a los clientes y los gastos por intereses que la empresa paga por el dinero que ha tomado prestado para financiar dichos préstamos. Es importante tener en cuenta que el margen financiero neto no tiene en cuenta otros gastos y costos asociados con la concesión de préstamos, como los

costos de originación, los costos de mantenimiento de los préstamos, los costos de recuperación de los préstamos impagos, entre otros.

Durante el primer año, el margen financiero neto de la empresa representa el 56% de sus ingresos financieros, aumentando progresivamente hasta alcanzar un 76% en el quinto año.

- **Gastos de Explotación:**

Dentro de los mismos se incluyen varios conceptos, sin embargo, el de mayor relevancia por su impacto en el total es el rubro nómina, representando más de un 75%.

Para el cálculo de la nómina se consideran únicamente ejecutivos comerciales, ya que la operación se maneja desde Argentina.

Para el caso del gerente y las cuestiones administrativas, se considera un porcentaje del sueldo por gerenciamiento en Uruguay.

Conforme a cada escenario se estiman la cantidad de comerciales. En el escenario de mínima se necesitan 2 comerciales y en el de máxima 6 comerciales a partir del mes 19 cuando se expande al mercado abierto.

El cálculo de sueldos se consideró teniendo en cuenta un sueldo de comerciales en Uruguay. Los mismos se ajustarán por inflación considerando las estimaciones del BCU. Ver en Anexo Cuadro 8: Detalle Sueldos.

El resto de los gastos de explotación se detallan en el Anexo "Detalle Gastos de Explotación".

Los valores se calculan tomando como referencia los valores en Uruguay de la compañía de seguros y son actualizados por la inflación publicada por el BCU.

- **Resultado Operativo:**

Durante los cinco años de análisis del proyecto, se registra un resultado operativo positivo gracias al margen positivo del producto y su capacidad para cubrir los gastos de explotación asociados.

El incremento progresivo del resultado operativo a lo largo de los cinco años del análisis del proyecto muestra que la empresa ha logrado mejorar la eficiencia en

sus operaciones comerciales y reducir sus costos operativos. También indica que el producto o servicio ofrecido por la empresa es exitoso en el mercado y ha logrado aumentar su margen de beneficio.

Este resultado operativo positivo durante todo el período analizado sugiere que la empresa está en una buena posición financiera y es capaz de sostener su operación a largo plazo.

- **Impuestos:**

Se consideraron las siguientes tasas:

- Impuestos a las Ganancias 25%
- Impuestos al patrimonio 1,5%

- **Resultado final**

En ambos escenarios, el resultado final neto desde el año 1 es positivo. Esto se debe a la combinación de un margen positivo del producto y la efectiva gestión de los gastos de explotación por parte de la empresa.

El resultado final ha aumentado progresivamente a lo largo de los cinco años de análisis, representando el 20% de los ingresos en el primer año y casi un 50% en el quinto año.

3.4 Estimación de la WACC, TIR y VAN del proyecto

“Los FCF son iguales a los resultados operativos de la empresa después de impuestos, más los cargos que no suponen una salida de efectivo, menos las inversiones en capital de trabajo, así como inmuebles, instalaciones, equipos y demás inversiones en capital. No incluye ningún cash flow de carácter financiero, tal como los gastos de intereses o los dividendos, así como tampoco ningún cash flow correspondiente a activos no operativos, tales como excedentes de caja o activos mantenidos como inversiones, por lo que refleja el verdadero cash flow generado por las operaciones de una empresa que queda disponible para todos los proveedores de capital de ésta, tanto de deuda como de recursos propios”. (Orsi, 2019)

Ingresos Financieros
<u>-Egresos financieros</u>
Margen financiero Neto
<u>-Gastos operativos (administrativos, comerciales, otros)</u>
EBITDA
<u>- Depreciaciones y Amortizaciones</u>
EBIT
<u>- Impuesto a las Ganancias</u>
NOPLAT
+ Depreciaciones y Amortizaciones
- Variación en Requerimientos de Capital de trabajo
<u>- Inversiones en Capital</u>
CASH FLOW LIBRE

Los FCF se descuentan correctamente a la tasa de Costo Promedio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital o WACC), calculada después de impuestos corporativos, la cual refleja el costo de oportunidad ponderado de los inversores para inversiones de igual riesgo. Como resultado, el valor presente de los FCF arriba al valor de las operaciones de una compañía (Enterprise Value).

Tasa de descuento WACC

En términos matemáticos la WACC se expresa de la siguiente manera:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * R_E + \frac{D}{E + D} * R_D * (1 - T)$$

donde:

E: Patrimonio de la compañía.

D: Valor de la deuda de la compañía.

T: Tasa impositiva.

Re: Costo del capital.

Rd: Costo de la deuda antes de impuestos.

El costo del capital Re fue estimado de acuerdo al método CAPM, en el cual:

$$R_E = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

$$Re = R_f + R_p + b * (R_m - R_f)$$

donde:

Rf: Tasa libre de riesgo

Rp: Riesgo País

b: Beta de la compañía

Rm: retorno del mercado

Inputs considerados:

- **Tasa libre de riesgo:** rendimiento de bono estadounidense a 10 años.
- **Riesgo País:** índice EMBI de JP Morgan a fecha de valuación.
- **Beta:** estimado a partir de beta desapalancado obtenido de la base de datos de Aswath Damodaran para la industria financiera en países emergentes.
- **Prima de riesgo de mercado:** estimado a partir de la base de datos de Aswath Damodaran.

- **Costo de deuda:** se calcula promediando el Ebitda sobre los intereses. El ratio arroja como resultado entre 200 y 250% por lo cual de acuerdo a la tabla Damodaran encuadra dentro de 7,9% y a ese valor se le suma prima riesgo país mas la tasa libre de riesgo.
- **Tasa impositiva:** alícuota vigente de impuesto a las ganancias (25%).
- **Tasa de crecimiento:** se tomó una tasa de crecimiento del 1%.

Gráfico 19. Cálculo WACC

Cálculo de la Tasa de Descuento	
Costo del Capital Propio	
Beta Desapalancado	0,37
Deuda / Equity	162,8%
Tasa Impuesto a las Ganancias	25,00%
Beta Apalancado	0,82
Tasa libre de Riesgo	3,2%
Prima de riesgo del mercado	9,2%
Beta Apalancado	0,82
Costo del Capital Propio	10,7%
Prima por Tamaño	3,7%
Prima por Riesgo País	3,3%
Prima por Riesgo Único	0,0%
Costo de Capital Propio	17,7%
Costo del Capital Propio	17,7%
Costo de la Deuda	
Costo de la Deuda	14,3%
Tasa Impuesto a las Ganancias	25,0%
Costo de la Deuda	10,8%
WACC	
Proporción Deuda	62,0%
Proporción Equity	38,0%
Weighted Average Cost of Capital	13,4%

Evaluación del Proyecto.

Escenario de mínima (Ecosistema GSC)

A partir de los estados financieros proyectados para los próximos 5 años, se han calculado los flujos de fondos y se han descontado a una tasa WACC del 13,4%, teniendo en cuenta una tasa de crecimiento del 1%.

En el escenario en el que sólo se considera el ecosistema, se espera que la empresa genere flujos de fondos positivos a partir del tercer año.

El proyecto arroja que su Valor Actual Neto (VAN) es positivo, lo que significa que los flujos de caja futuros generados por la inversión superan el costo de oportunidad de la inversión. El VAN obtenido es de 3,3 \$USD Millones, lo que indica que el proyecto es rentable y puede ser considerado como una buena inversión. Asimismo, la Tasa Interna de Retorno (TIR) obtenida es del 33%, lo que sugiere que el proyecto es atractivo y podría ser viable para su implementación.

Gráfico 20. Evaluación Proyecto. Escenario 1 que contempla ecosistema del Grupo

CASH FLOW (FREE CASH FLOW)	M0	1	2	3	4	5
Resultado Operativo Neto		101.392	912.136	1.315.460	1.340.448	1.299.492
+ Amortizaciones		1.191	1.134	1.068	1.006	948
Fondos Generados en Operaciones		102.583	913.270	1.316.528	1.341.454	1.300.439
Mobiliario		-3.335				
Equipamiento		-8.575				
Total inversión en Activo Fijo		-11.910	-	-	-	-
Caja		1.253.912	-59.805	1.406.671	2.025.952	2.002.655
Cartera de Préstamos		2.213.663	5.207.534	4.903.317	4.807.686	4.607.309
Impuestos a pagar		-29.808	-308.529	-429.069	-416.269	-380.992
Total Inversión en NOF		-3.437.766	-4.839.201	-5.880.919	-6.417.369	-6.228.972
Delta NOF		-3.437.766	-1.401.435	-1.041.718	-536.450	188.397
Valor terminal						10.589.412
FLUJO DE FONDOS NETO	-500.626	-3.347.093	-488.165	274.810	805.003	12.078.248
FLUJO DE FONDOS DESCONTADO	-500.626	-2.951.493	-379.590	188.432	486.737	6.439.827
VAN						\$ 3.283.288
TIR						33%

Si consideramos un escenario full de máxima e incluimos al mercado abierto se observa que, al igual que en el escenario anterior, la empresa comienza a generar flujos positivos a partir del año 3.

El VAN en este escenario es mayor arrojando un valor igual a 8,2 \$USD Millones, lo cual indica que es un proyecto rentable.

En este escenario, la tasa interna de retorno (TIR) también es mayor, llegando a un 50%.

Gráfico 21. Evaluación Proyecto. Escenario 1 que contempla el escenario full de máxima

CASH FLOW (FREE CASH FLOW)	M0	1	2	3	4	5
Resultado Operativo Neto		101.392	936.538	1.672.176	2.170.038	2.562.738
+ Amortizaciones		1.191	1.134	1.068	1.006	948
Fondos Generados en Operaciones		102.583	937.672	1.673.244	2.171.044	2.563.685
Mobiliario		-3.335				
Equipamiento		-8.575				
Total inversión en Activo Fijo		-11.910	-	-	-	-
Caja		1.253.912	-59.805	480.251	1.561.794	2.532.356
Cartera de Préstamos		2.213.663	5.789.611	6.508.164	7.371.792	7.761.794
Impuestos a pagar		-29.808	-316.663	-547.501	-685.435	-779.050
Total Inversión en NOF		-3.437.766	-5.413.143	-6.440.913	-8.248.152	-9.515.100
Delta NOF		-3.437.766	-1.975.377	-1.027.771	-1.807.238	-1.266.948
Valor terminal						20.875.963
FLUJO DE FONDOS NETO	-500.626	-3.347.093	-1.037.704	645.473	363.806	22.172.699
FLUJO DE FONDOS DESCONTADO	-500.626	-2.951.493	-806.904	442.589	219.971	11.821.943

VAN	\$ 8.225.480
TIR	50%

PARTE 4. Conclusiones

Después de realizar un análisis y valuación exhaustiva, se puede destacar que el proyecto de expansión de Servicios Financieros en Uruguay es viable desde el punto de vista técnico, operativo y financiero.

La evaluación del proyecto muestra un VAN positivo tanto en el escenario mínimo como en el escenario máximo, con una TIR del 33% o 50% respectivamente.

En consecuencia, se puede afirmar que este proyecto representa una oportunidad rentable de inversión para Grupo San Cristobal en el mercado uruguayo.

Además, al diversificarse geográficamente, la compañía podría adquirir experiencia en otros mercados y ofrecer una propuesta de valor integral como grupo.

Asimismo, explorar otros mercados fuera del país, es una manera de reducir el riesgo que implica operar en Argentina para el GSC.

En resumen, el proyecto de expansión de Servicios Financieros en Uruguay tiene un gran potencial para generar valor y crecimiento para Grupo San Cristobal.

Bibliografía

- **Banco Central de Uruguay**
<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Instituciones-Sistema-Financiero.aspx> [última consulta 10-03-23].
- **Banco Central de Uruguay**
<https://www.bcu.gub.uy/Servicios-Financieros-SSF/Paginas/Series-Estadisticas-Tasas.aspx> [última consulta 03-02-23].
- **Web Institucional Grupo San Cristobal.**
<https://www.gruposancristobal.com.ar/> [última consulta 06-01-23].
- **Benchmarking Compañías Financieras**
<https://oca.uy/> [última consulta 03-03-22].
<https://anda.com.uy/> [última consulta 03-03-22].
<https://www.pronto.com.uy/> [última consulta 03-03-22].
<https://www.creditodelacasa.com.uy/> [última consulta 03-03-22]
<https://www.creditel.com.uy/> [última consulta 03-03-22]
<https://verde.com.uy/> [última consulta 03-03-22]
<https://www.creditouruguayo.com.uy/> [última consulta 03-03-22]
- **Instituto Nacional de Estadísticas. Informe de Expectativas económicas**
[iees06i0123.pdf \(bcu.gub.uy\)](#) [última consulta 03-02-23].
- **Encuesta de Expectativas de Inflación** <https://www.bcu.gub.uy/Estadisticas-e-Indicadores/Encuesta-Expectativas-Inflacion/iees05i0123.pdf> [última consulta 03-02-23].
- **CEPALSTAT | Bases de Datos y Publicaciones Estadísticas** [última consulta 03-02-23].
- **Banco Mundial** <https://www.bancomundial.org/es/country/uruguay/overview> [última consulta 03-02-23].
- **Indicadores - Instituto Nacional de Estadística (ine.gub.uy)** [última consulta 05-03-23].
- **Investing Dólar Peso uruguayo histórico | Evolución USD/UYU - Investing.com** [última consulta 05-04-23].
- **Damodaran** [Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran \(nyu.edu\)](#) [última consulta 05-04-23].
- **Resource Center | U.S. Department of the Treasury** [última consulta 05-04-23].
- <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [última consulta 05-04-23].

- https://campusvirtual.austral.edu.ar/pluginfile.php/1955299/mod_resource/content/0/2.%20Income%20Approach.pdf [última consulta 05-04-23].
- Federico Orsi, 2019. Nota técnica: Valuación de Empresas por la Metodología del Descuento de Cash Flow (DCF)
- <https://openai.com/blog/chatgpt> [última consulta 14-04-23].

ANEXOS

Cuadro 1. Dimensionamiento San Cristobal Uruguay

Producto:	Ecosistema GSC			Mercado Abierto
	Asegurados	Corredores	Proveedores	
	Créditos Personales			
Tasa	58%	32,3%	30,1%	58%
Plazo	12	12	12	12
Sistema de Amortización	Frances			
Mercado Potencial	50.838	493	217	29.393
Ratio de Aprobación	78%	100%	100%	100%
Tasa de conversión Mensual	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
Monto Promedio en dólares	\$ 1.502	\$ 4.836	\$ 2.246	\$ 1.502

Cuadro 2. Dimensionamiento Ecosistema San Cristobal Uruguay

Tipo Cliente	Segmento	Cantidad total	Ratio aprobación	Cartera potencial	Tasa de conversión mensual	Q créditos otorgados/mes	Q créditos otorgados/año	Monto promedio del crédito	Monto promedio del crédito USD	TEA
Asegurado	Sub-total	50838	78%	39654	1,5%	595	7138	\$ 60.000	\$ 1.502	58,0%
Corredor	Black	18	100%	18	1,5%	0	3	\$ 950.000	\$ 23.780	20,0%
Corredor	Platinum	25	100%	25	1,5%	0	5	\$ 350.000	\$ 8.761	23,0%
Corredor	Gold	49	100%	49	1,5%	1	9	\$ 150.000	\$ 3.755	26,0%
Corredor	Resto	401	55%	221	1,5%	3	40	\$ 60.000	\$ 1.502	58,0%
Corredor	Sub-total	493		313		5	56	\$ 193.216	\$ 4.836	32,3%
Proveedor	Más de 150.000	25	100%	25	1,5%	0	5	\$ 311.000	\$ 7.785	20,0%
Proveedor	Más de 50.000	55	100%	55	1,5%	1	10	\$ 89.000	\$ 2.228	26,0%
Proveedor	Más de 5.000	137	100%	137	1,5%	2	25	\$ 26.000	\$ 651	58,0%
Proveedor	Sub-total	217		217		3	39	\$ 89.730	\$ 2.246	30,1%

Cuadro 3. Dimensionamiento Mercado Abierto

Tipo Cliente	Mercado Potencial	Ratio aprobación	Tasa de conversión mensual	Q créditos otorgados/mes	Q créditos otorgados/año	Monto promedio del crédito	Monto promedio del crédito (conversion \$ UY a USD)
Sola Firma MA	29.393	100%	1,5%	441	5.291	\$ 60.000	\$ 1.502

Cuadro 4. Variables macroeconómicas

	ene-23	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Tipo de Cambio (\$ UY/USD)	\$ 39,95	\$ 41,93	\$ 44,03	\$ 46,75	\$ 49,64	\$ 52,70
Tasa de devaluación		4,96%	5,01%	6,18%	6,18%	6,18%
Var. Mensual		0,40%	0,41%	0,50%	0,50%	0,50%
Inflación Inicio	8,30%	7,12%	6,60%	6,24%	5,90%	5,58%
Var. Mensual		0,57%	0,53%	0,51%	0,48%	0,45%

Cuadro 5. Variables Productos

Cobranza				
	Asegurados	Corredores	Proveedores	Mercado Abierto
% Cob.Real/Teorica Mes	78,00%	85,00%	85,00%	70,00%
% Cob.Real/Teorica Mes 30	36,36%	70,00%	70,00%	36,36%
% Cob.Real/Teorica Mes 60	35,71%	60,00%	60,00%	35,71%
% Cob.Real/Teorica Mes 90	33,33%	50,00%	50,00%	33,33%
% Cob.Real/Teorica Mes 120	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
% Cob.Real/Teorica Mes +120	20,00%	20,00%	20,00%	20,00%
% Incobrabilidad	3,36%	0,50%	0,50%	4,58%
Cartera a gestionar	29,00%	7,20%	7,20%	39,55%
% Compensatorios/Intereses atrasados	30,00%	30,00%	30,00%	30,00%
Producto				
Gastos Otorgamiento	2,44%	2,44%	2,44%	2,44%
Seg.Vida	0,50%	0,50%	0,50%	0,50%
Parámetros costos				
Scoring Clearing \$	39,95	39,95	39,95	39,95
Costo Recaudación	3,50%	3,50%	3,50%	3,50%
Comisión al canal	1%	0%	0,0%	1,0%
Costo de gestión de morosos	20%	10%	10,0%	20,0%
Parámetros impuestos				
Impuesto a las ganancias			25,00%	
Impuesto al Patrimonio			1,50%	
Impuesto a las SA			1,50%	
Tasa control de regulación del sistema fciero			0,00%	
Parámetros otros ingresos				
Venta Cartera incobrables	20%	20,0%	20%	20%

Cuadro 6. Estado de Resultados Escenario de mínima -Ecosistema GSC- valores expresados en dólares estadounidenses.

Estados de Resultados. Ecosistema GSC	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Margen Financiero neto	281.096	1.369.173	2.018.961	2.093.512	2.042.067
Ingresos Financieros	504.190	2.108.664	2.934.237	3.002.963	2.997.669
Asegurados	488.445	2.057.623	2.878.071	2.946.789	2.941.682
Corredores	13.749	42.070	44.541	44.534	44.386
Proveedores	1.996	8.971	11.625	11.640	11.602
Mercado Abierto					
Egresos Financieros	-216.269	-663.246	-821.629	-879.180	-942.290
Cargo por Incobrabilidad	-6.826	-76.245	-93.647	-30.271	-13.312
Margen por Servicio	46.740	57.292	-46.176	-89.986	-96.907
Ingresos por Servicio	126.670	451.281	608.199	620.206	617.547
Int. Compensatorios	13.900	99.346	176.884	191.533	192.729
Gastos Otorgamiento	90.455	249.176	287.348	290.063	288.823
Venta cartera incobrables	1.024	11.441	14.052	4.542	1.997
Comisiones Seguro Vida	21.291	91.319	129.915	134.069	133.998
Gastos de Producción	-79.929	-393.989	-654.375	-710.193	-714.454
Scoring Clearing	-5.968	-16.625	-19.224	-19.410	-19.327
Costo Recaudación	-16.337	-77.644	-116.202	-120.872	-120.937
Comisión al canal	-35.168	-98.474	-114.045	-115.162	-114.670
Gestión de cobranza en mora	-22.456	-201.246	-404.904	-454.749	-459.521
Margen del producto	327.836	1.426.465	1.972.785	2.003.526	1.945.159
Gastos de Explotación	-196.636	-204.379	-208.570	-202.160	-195.807
Nómina	-148.114	-155.071	-159.213	-152.908	-146.808
Publicidad y Difusión	-9.601	-9.772	-9.795	-9.787	-9.747
Locación	-20.279	-20.640	-20.690	-20.672	-20.588
Honorarios Profesionales	-2.384	-2.426	-2.432	-2.430	-2.420
Otros gastos	-15.066	-15.334	-15.371	-15.358	-15.296
Amortizaciones	-1.191	-1.134	-1.068	-1.006	-948
Resultado Operativo	131.200	1.222.086	1.764.214	1.801.366	1.749.352
Impuestos	-29.808	-309.950	-448.754	-460.918	-449.861
Impuesto a las ganancias	-26.231	-305.522	-441.054	-450.341	-437.338
Impuesto al patrimonio	-3.577	-4.429	-7.701	-10.577	-12.523
Impuesto a las SA	-	-	-	-	-
Tasa control de regulación del sist fciero	-	-	-	-	-
Resultado	101.392	912.136	1.315.460	1.340.448	1.299.492

Cuadro 7. Estado de Resultado Escenario de máxima -Full-. valores expresados en dólares estadounidenses.

Estados de Resultados. Escenario Full	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Margen Financiero neto	281.096	1.429.090	2.533.148	3.192.561	3.684.244
Ingresos Financieros	504.190	2.199.348	3.628.017	4.318.387	4.871.056
Asegurados	488.445	2.057.623	2.878.071	2.946.789	2.941.682
Corredores	13.749	42.070	44.541	44.534	44.386
Proveedores	1.996	8.971	11.625	11.640	11.602
Mercado Abierto	-	90.684	693.780	1.315.424	1.873.387
Egresos Financieros	-216.269	-694.013	-967.871	-1.037.410	-1.113.667
Cargo por Incobrabilidad	-6.826	-76.245	-126.998	-88.416	-73.145
Margen por Servicio	46.740	69.532	19.502	21.236	48.976
Ingresos por Servicio	126.670	477.963	769.900	927.856	1.049.729
Int. Compensatorios	13.900	101.352	218.397	288.413	342.313
Gastos Otorgamiento	90.455	270.113	372.559	433.699	478.284
Venta cartera incobrables	1.024	11.441	19.054	13.263	10.972
Comisiones Seguro Vida	21.291	95.058	159.890	192.481	218.160
Gastos de Producción	-79.929	-408.431	-750.398	-906.620	-1.000.753
Scoring Clearing	-5.968	-18.910	-28.525	-35.088	-40.007
Costo Recaudación	-16.337	-80.232	-141.054	-171.416	-195.071
Comisión al canal	-35.168	-107.055	-148.968	-174.029	-192.318
Gestión de cobranza en mora	-22.456	-202.234	-431.850	-526.086	-573.356
Margen del producto	327.836	1.498.622	2.552.650	3.213.798	3.733.220
Gastos de Explotación	-196.636	-244.000	-312.815	-306.311	-299.540
Nómina	-148.114	-194.692	-263.458	-257.060	-250.540
Publicidad y Difusión	-9.601	-9.772	-9.795	-9.787	-9.747
Locación	-20.279	-20.640	-20.690	-20.672	-20.588
Honorarios Profesionales	-2.384	-2.426	-2.432	-2.430	-2.420
Otros gastos	-15.066	-15.334	-15.371	-15.358	-15.296
Amortizaciones	-1.191	-1.134	-1.068	-1.006	-948
Resultado Operativo	131.200	1.254.623	2.239.835	2.907.486	3.433.680
Impuestos	-29.808	-318.084	-567.659	-737.448	-870.943
Impuesto a las ganancias	-26.231	-313.656	-559.959	-726.872	-858.420
Impuesto al patrimonio	-3.577	-4.429	-7.701	-10.577	-12.523
Impuesto a las SA	-	-	-	-	-
Tasa control de regulación del sist fciero	-	-	-	-	-
Resultado	101.392	936.538	1.672.176	2.170.038	2.562.738

Cuadro 8. Sueldos. Valores expresados en dólares estadounidenses.

Ejecutivo Comercial	
Sueldo nominal	\$ 1.188
Ticket alimentación	\$ 190
Sueldo Bruto	\$ 1.378
Adicional Aguinaldo/vacaciones/boni	\$ 287
Cargas sociales	\$ 499
Sueldo total Comercial	\$ 2.164

Gerente UN	\$ 6.493	20% de asignación
Administración	\$ 1.949	20% de asignación

Cuadro 9. Estado de Situación Patrimonial Escenario de mínima: Ecosistema GSC. Valores expresados en dólares estadounidenses.

ESP Escenario mínimo. Ecosistema GSC	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año5
ACTIVO	4.221.789	8.304.977	10.407.622	12.482.633	14.448.013
Caja/Disponibilidades	1.253.912	1.194.107	2.600.778	4.626.730	6.629.385
Cartera activa	2.822.204	6.810.738	7.540.466	7.605.229	7.572.907
Intereses por cobrar	141.780	373.805	430.479	436.504	434.999
Cartera incobrables	-6.826	-82.746	-171.578	-191.866	-194.015
Bienes de uso	11.910	11.342	10.682	10.060	9.475
Amortizaciones acumuladas	-1.191	-2.268	-3.205	-4.024	-4.738
PASIVO	-3.669.688	-6.867.073	-7.737.918	-8.627.809	-9.517.978
Deuda de capital	-3.423.611	-5.659.536	-5.330.254	-5.020.130	-4.728.050
Intereses devengados por deuda	-216.269	-869.200	-1.640.258	-2.424.004	-3.225.261
Impuestos a pagar	-29.808	-338.337	-767.406	-1.183.675	-1.564.667
Dividendos a pagar	-	-	-	-	-
PATRIMONIO NETO	552.100	1.437.904	2.669.704	3.854.824	4.930.035
Capital Inicial	476.985	454.236	427.807	402.917	379.474
Resultado Acum	75.115	983.668	2.241.897	3.451.907	4.550.560
Dividendos	-	-	-	-	-

Cuadro 10. Estado de Situación Patrimonial Escenario de máxima. Full. Valores expresados en dólares estadounidenses.

ESP Escenario máxima Full	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año5
ACTIVO	4.221.789	9.098.786	12.033.921	15.278.662	18.937.069
Caja/Disponibilidades	1.253.912	1.194.107	1.674.357	3.236.152	5.768.508
Cartera activa	2.822.204	7.564.851	9.978.728	11.630.367	12.736.307
Intereses por cobrar	141.780	413.501	578.288	687.529	765.711
Cartera incobrables	-6.826	-82.746	-204.930	-281.422	-338.193
Bienes de uso	11.910	11.342	10.682	10.060	9.475
Amortizaciones acumuladas	-1.191	-2.268	-3.205	-4.024	-4.738
PASIVO	-3.669.688	-7.636.480	-8.984.518	-10.236.641	-11.625.665
Deuda de capital	-3.423.611	-6.390.042	-6.275.071	-5.909.976	-5.566.122
Intereses devengados por deuda	-216.269	-899.967	-1.815.476	-2.747.258	-3.701.085
Impuestos a pagar	-29.808	-346.471	-893.972	-1.579.407	-2.358.457
Dividendos a pagar	-	-	-	-	-
PATRIMONIO NETO	552.100	1.462.306	3.049.403	5.042.021	7.311.404
Capital Inicial	476.985	454.236	427.807	402.917	379.474
Resultado Acum	75.115	1.008.071	2.621.595	4.639.104	6.931.930
Dividendos	-	-	-	-	-