



Departamento Académico de Administración

Trabajo de Licenciatura en Administración de Empresas

Valuación de empresas vitivinícolas argentinas

Análisis de proyectos de inversión start up en bodegas
PyMEs exportadoras

Ana Lovaglio (17112)

Mentor: Francisco Díaz Hermelo

Firma del Mentor

Victoria, Mayo del 2010

Agradecimientos

Quisiera hacer una mención especial a todas aquellas personas que colaboraron para la elaboración de este trabajo. Entre ellas destaco a Francisco Díaz Hermelo, Susana Balbo, Juan Savino, Álvaro Rodríguez, Rodolfo Daza, Laura Santi, Exequiel Barros, Rodrigo Park y Javier Merino.



Universidad de
San Andrés

Resumen

La industria vitivinícola representa una oportunidad global. Los productores vitivinícolas del nuevo mundo están revelando una creciente participación en las exportaciones mundiales. En sólo 5 años Argentina ha crecido más de un 76 % en sus exportaciones de vinos. Sin embargo, si bien existen ventajas competitivas importantes que hacen que la inversión en la industria vitivinícola en el país sea interesante, también existe un riesgo alto de perder competitividad por el tipo de cambio. En este sentido, los inversores deben estar bien informados y seguros de los posibles futuros resultados de sus proyectos.

El objetivo de este trabajo es analizar cuantitativamente la oportunidad de inversión en Argentina en empresas vitivinícolas exportadoras haciendo hincapié en la potencial desventaja/ventaja respecto al riesgo cambiario.

La herramienta y marco teórico que sirve de base para el análisis es el desarrollo de modelos financieros y escenarios. Por un lado, se realizaron cuatro modelos financieros de bodegas PyMEs start up, bajo el supuesto que exportan toda su producción a EEUU. Por otro lado, para analizar cómo el tipo de cambio impacta en los flujos de fondos y en la rentabilidad de estas empresas, se desarrollaron distintos escenarios cambiarios que fueron aplicados a los modelos. De esta forma, se proyectaron los flujos de fondos que luego fueron descontados a la tasa relevante a modo de obtener el valor de los proyectos en cada uno de los escenarios. Así se pudo observar a través de la variación en el valor y a través de sus ratios más relevantes, que sucede a nivel rentabilidad, solvencia y liquidez con dichos proyectos.

A modo de conclusión, en términos generales los proyectos tienen buenos números operativos una vez estabilizados. Al tratarse de una industria de capital intensivo, se necesita de reinversión constante y de aportes de los socios los primeros años. Si se tiene el capital para hacer dichos aportes, invertir en una bodega exportadora argentina es una oportunidad interesante ya que luego el crecimiento es sustentable, las bodegas se independizan y comienzan a funcionar con recursos autogenerados convirtiéndose en empresas sumamente sólidas y muy líquidas. Una vez consolidado el negocio, los retornos son altos, la estructura de costos competitiva y las proyecciones de ventas prometedoras.

Es relevante mencionar que no deja de ser una desventaja la necesidad de financiamiento en casi un 100% con capital propio debido a la restricción de acceso al crédito que existe en nuestro país para este tamaño de empresas.

Estratégicamente la clave está en saber posicionarse en los distintos segmentos de precios con el porcentaje de producción adecuado en cada uno dependiendo de las exigencias del mercado.

Bodegas exportadoras con posicionamiento en distintos segmentos de precios revelaron enfrentar diferentes exposiciones al riesgo cambiario. Se comprobó con los modelos que el efecto del riesgo cambiario puede llegar a ser la causa de que un proyecto start up vitivinícola no sobreviva los primeros años de vida. Si bien son empresas riesgosas a tener un quebranto al principio, se vuelven muy sólidas una vez estabilizadas.



Palabras claves: Industria Vitivinícola, Bodegas PyMEs, Exportación, Valuación de Proyectos Start Up, Modelos Financieros, Escenarios, Flujo de Fondos Descontados, Tipo de Cambio, Riesgo Cambiario.

Índice

CAPÍTULO I: INTRODUCCIÓN	7
1.1. Problemática	8
1.2. Preguntas de investigación.....	11
1.3. Justificación de las razones de estudio y contribuciones.....	12
CAPÍTULO II: MARCO CONCEPTUAL	18
2.1. Marco teórico.....	19
2.2. Estrategia metodológica.....	22
2.2.1. Tipo de estudio de investigación.....	22
2.2.2. Hipótesis de investigación.....	24
2.2.3. Identificación de unidades de análisis o casos de estudio.....	24
2.2.4. Técnicas de recolección de datos.....	25
CAPÍTULO III: LA INDUSTRIA VITIVINÍCOLA Y LOS MERCADOS	26
3.1. Tendencias de mercados globales ventajosas.....	27
3.1.1. La oferta.....	27
3.1.2. La demanda.....	27
3.1.3. Los mercados: importaciones y exportaciones.....	28
3.2. Factores que determinan la competitividad.....	29
3.3. Estructura de la industria: ambiente competitivo en la industria vitivinícola.....	31
3.4. Posición de Argentina en el mercado global. Los mercados preferidos.....	32
3.4.1. Argentina en el mercado de EEUU.....	33
3.4.2. Crecimiento potenciado por organizaciones.....	35
CAPÍTULO IV: MODELOS FINANCIEROS	37
4.1. Presentación de la propuesta, perfiles y premisas.....	38
4.1.1. Propuesta.....	38
4.1.2. Descripción de los segmentos de precios y de los distintos perfiles.....	38
4.1.3. Explicación de las premisas.....	42
4.1.3.1. Premisas generales.....	42
4.1.3.2. Premisas macroeconómicas proyectadas.....	47
4.2. Proyecciones	52
4.2.1. Estados contables completos proyectados integrados a 10 años más valor residual.....	52
4.2.2. Determinación de las tasas de descuento (CAPM, WACC).....	52

4.3. Análisis de Sensibilidad.....	54
CAPÍTULO V: VALIDACIÓN , ANÁLISIS Y RESULTADOS.....	57
5.1. Resultados a nivel rentabilidad: VAN , TIR y PR.....	58
5.2. Validación de los modelos, análisis de ratios con su respectivo análisis de solvencia, liquidez y rentabilidad.....	60
5.2.1. Validación de algunas variables relevantes (Inversión necesaria, facturación, TIR, periodo de recupero).....	60
5.2.2. Validación con ratios y análisis de solvencia, liquidez y rentabilidad con los mismos.....	65
5.3. Conclusiones	80
5.3.1. Perfil 1: Segmento Súper Premium.....	80
5.3.2. Perfil 2 y 3: Segmento de Competencia por Marca.....	81
5.3.3. Perfil 4: Segmento de vino Básico.....	82
CAPÍTULO VI: ANÁLISIS DE TIPO DE CAMBIO Y ESCENARIOS CAMBIARIOS.....	83
6.1. Comportamiento del tipo de cambio. Análisis histórico de moneda.....	84
6.1.1. Variaciones del tipo de cambio nominal.....	84
6.1.2. Tipo de cambio real.....	84
6.1.3. Sistemas cambiarios: tipo de cambio fijo y tipo de cambio variable.....	85
6.2. Tipo de cambio y competitividad.....	89
6.2.1. El tipo de cambio y la competitividad en el negocio del vino: Argentina vs Chile en EEUU.....	90
6.3. Escenarios cambiarios: el tipo de cambio real y los caminos alternativos.....	92
6.3.1. Conecto actual y reciente (Argentina y el peso, EEUU y el dólar y la Eurozona).....	94
6.3.2. Escenarios cambiarios.....	95
6.3.3. Resultados.....	102
CONCLUSIONES.....	105
BIBLIOGRAFÍA.....	113
ANEXOS.....	116

CAPÍTULO I
INTRODUCCIÓN



Universidad de
San Andrés

1. Introducción

1.1. Problemática

El interés sobre la problemática planteada surge ya que claramente la industria vitivinícola representa una oportunidad global. Los productores vitivinícolas del nuevo mundo como Argentina están revelando una creciente participación en las exportaciones mundiales. Por lo tanto inversores no deberían desaprovechar la oportunidad de invertir en esta industria dado que el país cuenta con todas las condiciones propicias para desarrollarla. Sin embargo, para esto, los inversores deben estar bien informados y seguros de los posibles futuros resultados de sus proyectos. En este trabajo se pretende cubrir dicho desafío haciendo hincapié en la potencial desventaja/ventaja respecto al riesgo cambiario.

En términos generales, según analistas especializados, se espera que el consumo mundial de vino crezca alrededor del 6% en el periodo del 2008-2012 a causa de nuevos consumidores con alto potencial en mercados como EEUU, China, Reino Unido, Rusia, Brasil y Japón. (ProsperAR, Junio 2009)

La industria vitivinícola argentina se transformó en la última década. El crecimiento y la modernización posicionó al país como un jugador global clave. Hoy, no es sólo uno de los mercados domésticos más grandes sino también uno de los principales exportadores. En este sentido, las exportaciones de vinos argentinos crecieron un 29% en valor sólo en el 2008 y durante los primeros 4 meses del 2009 las exportaciones de vino embotellado continuaron creciendo y ya estaban arriba en un 8,7% en volumen y en un 8,3% en valor, en contra del descenso global.

La ventaja de Argentina se basa en que ofrece recursos humanos sobresalientes y costos de producción relativamente bajos. Esta combinación resulta en vinos de alta calidad a precios muy competitivos, lo cual es muy importante en un contexto de escenario global donde los consumidores se resisten a sacrificar calidad pero insisten sobre precios más accesibles.

A modo de conclusión, el rápido crecimiento de la industria y su perspectiva optimista crean buenas oportunidades de inversión. Los altos retornos, la estructura de costos competitivos y las proyecciones de ventas prometedoras atraen el interés de los inversores con nuevos jugadores entrando al mercado cada día.

Si bien existen ventajas competitivas importantes que hacen que la inversión en la industria vitivinícola Argentina sea interesante, también existe un riesgo alto de perder competitividad por el tipo de cambio. Friberg y Ganslandt (2007) proponen la siguiente situación: consideremos, por ejemplo, una empresa que produce un bien en Francia, que usa principalmente insumos locales y vende su producto al exterior en lugares donde hay un tipo de cambio flotante vis a vis con el euro. En este caso mientras los costos de dicho productor estarán en euros sus ganancias estarán en la moneda del mercado donde exporta sus productos. Por lo tanto, los beneficios y como consecuencia el valor de la empresa, están potencialmente expuestos a los efectos cambiarios. Por ejemplo si el euro se aprecia, es probable que los beneficios medidos en euros disminuyan, ya que dicha apreciación subiría los costos mientras que los beneficios se mantendrían iguales si el precio no es ajustado. El tema es: ¿qué tan grande es esta disminución? Asimismo, ¿cuál es el impacto de dicho tipo de cambio en los beneficios de una empresa nueva, en crecimiento, que recién se lanza al mercado internacional a competir?

Como conclusión a los estudios que realizaron estos autores, encontraron que los exportadores son más propensos a enfrentar exposición al tipo de cambio que las empresas puramente domésticas. Además, en su trabajo, focalizándose en la industria de las aguas embotelladas, muestran que hasta en un mercado tan simple como éste, diferentes marcas son propensas a enfrentar distintos riesgos cambiarios. De esta forma, Friberg y Ganslandt (2007) sostienen que sería muy interesante realizar un análisis similar para otras industrias de productos diferenciados.

¿Qué pasaría si lo aplicamos a la industria vitivinícola argentina? Argentina hoy tiene el 5% de la producción mundial de vinos y el 3% del mercado de vinos del mundo mientras que hace 5 años sólo tenía el 1,7% (Rabobank, 2007). En el año 2008 las exportaciones de vinos argentinos superaron los 600 millones de USD FOB, en comparación a los 395 millones del año anterior (Caucasia, Diciembre 2008). Además los vinos argentinos ya están presentes en más de 120 países. Por lo tanto en sólo 5 años Argentina ha crecido más de un 76 % en sus exportaciones vitivinícolas. Quizás, una de las causas fue que desde el año 2002, luego de la devaluación, Argentina mantiene un tipo de cambio flotante. Entonces, *¿no sería interesante analizar cómo le afecta a esta industria en pleno crecimiento la exposición al tipo de cambio?*

Si tomamos como ejemplo la relación del peso versus el dólar, se puede analizar que sucede con las bodegas exportadoras argentinas que tienen como principal mercado a Estados Unidos.

Por ejemplo, si los productores argentinos venden su vino a USD 10 en el mercado de EEUU y si el peso argentino se aprecia un 10%, las bodegas, si quisieran mantener sus ingresos en pesos argentinos, deberían pasar de vender de USD 10 a vender a USD 11. Si los costos de estos productores son denominados en pesos argentinos, el aumento del precio de venta en el mercado de EEUU es imperativo si los productores no quieren que se reduzcan sus márgenes de ganancia.

Pero, por el contrario, si el peso argentino se depreciara un 10% podrían pasar de vender a USD 10 a vender a USD 9 y así competir por precio y, probablemente, ganar un mayor porcentaje de mercado sin perder margen en pesos. Otra alternativa podría ser mantener el precio en USD 10 y beneficiarse de un mayor margen de ganancia. Sin dudas sería importante tener en cuenta diferentes escenarios cambiarios aparte de las relaciones simplificadas mencionadas anteriormente.

Otro tema interesante a tratar a partir del análisis mencionado anteriormente sería investigar numéricamente las relaciones entre estrategia y exposición al tipo de cambio tales como: ¿cuál sería el efecto de focalizarse en diferentes segmentos de precios o de hacer la producción más flexible? Es decir, poder a partir de las conclusiones tomar decisiones de estrategia como, por ejemplo, reconsiderar la estructura de costos de un segmento en particular.

Fliker y Bline (1990), cuentan que la globalización de la economía mundial y la devaluación del dólar americano permitieron a muchas empresas americanas entrar en los mercados de exportación/importación. Es más, muchas empresas que antes trataban de evitar este tipo de mercados se encontraron con que las transacciones internacionales hacían a sus compañías mucho más competitivas. Esta situación se puede extrapolar a la que ocurrió en Argentina luego de la devaluación del peso en el año 2002, lo cual también permitió a muchas empresas argentinas hacerse más competitivas e insertarse en los mercados mundiales. Las empresas vitivinícolas no fueron la excepción.

En el año 2001 Argentina tenía su moneda ligada al dólar, éste fue el momento de mayor fuerza del dólar versus otras monedas. Nuestra economía, al ser mucho más débil

que la de los EEUU, perdió mucha competitividad en los mercados del mundo. Por ejemplo, en la industria vitivinícola de fines de los 90's, aún siendo la inflación muy baja, los costos en dólares estaban altos ya que los mismos se mantenían en dólares a una paridad de 1ARS/USD mientras todos los competidores mundiales se habían desvalorizado respecto del dólar permitiéndoles ser más competitivos frente a los productores de EEUU. Argentina, al estar sujeta al dólar no pudo obtener esa ventaja. Luego del año 2002 con la salida de la convertibilidad esta situación se revirtió, permitiéndole a la Argentina aumentar su competitividad e introducirse en los mercados mundiales.

Sin embargo, la situación mencionada de los 90, se volvió a repetir recientemente. Por un lado la moneda de muchos competidores se ha devaluado fuertemente a partir de la crisis financiera internacional de fines de 2008 mientras en Argentina regía un tipo de cambio del dólar retenido¹ a través de un arbitraje del Banco Central quien compra y vende divisas para mantenerlo. Por otro lado, en el 2008 tuvimos una inflación interna que duplicó la publicada por el INDEC (aprox. 8%) habiendo sido de más del 20% anual según consultoras privadas (Diario Clarín, Agosto 2008). Esto presionaba sobre los costos mientras los precios de los vinos en los mercados de exportación son muy difíciles de ser aumentados sin una trayectoria o un prestigio como país proveedor o productor que le permita a la Argentina tener una demanda fiel e incondicional.

1.2. Preguntas de Investigación

1.2.1. Pregunta Central.

¿Realmente es una buena oportunidad de inversión un proyecto start up de una bodega exportadora en Argentina?. ¿Cómo las variaciones cambiarias afectan la rentabilidad de los nuevos productores/exportadores de vinos argentinos?. Se pretende entender la posición competitiva de las empresas en el mercado de EEUU a través de sus cash flows financieros y por lo tanto, en su rentabilidad. A su vez analizar como impacta el riesgo cambiario sobre los mismos.

1.2.2. Subpreguntas.

1. ¿Cuál es la rentabilidad de estos proyectos?
2. ¿Cuál es la estrategia de posicionamiento en segmentos de precios más rentable?

¹ El BCRA sólo está dejando hacer una depreciación controlada.

3. ¿Cuál es la necesidad de capital para realizar las inversiones necesarias?. ¿Durante cuantos años se deben hacer aportes de capital hasta que el proyecto se vuelve auto sustentable?
4. ¿Cuál es la liquidez de las futuras empresa? ¿Pueden, si fuera necesario, conseguir dinero?
5. ¿Cuánta elasticidad existe entre el tipo de cambio y el precio final en el mercado de destino?, por lo tanto ¿cómo influye el tipo de cambio en el pricing de los productos?²
6. ¿Cuánto se puede modificar la estructura productiva de una empresa para hacerla más flexible frente a variaciones en el tipo de cambio y así reducir el impacto de las oscilaciones cambiarias en el margen de la empresa?
7. ¿Son las variaciones en el tipo de cambio más perjudiciales para empresas enfocadas a segmentos altos o a aquellas enfocadas a segmentos medios? ¿Tener una buena estrategia de mix de productos es la solución?

1.3. Justificación de las Razones de Estudio y Contribuciones.

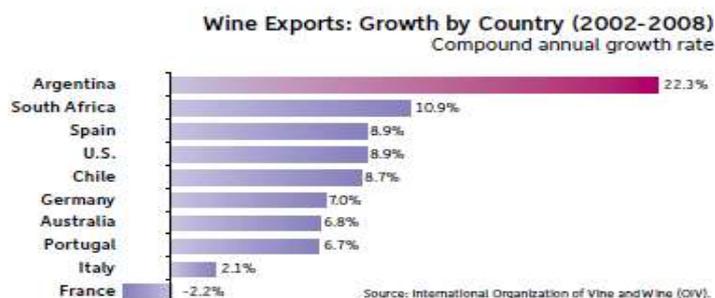
En esta sección resulta interesante destacar que es lo que motivó a este trabajo y cuáles serían los aportes del mismo. En primer lugar se presentará el porqué exhibir valuaciones de proyectos de bodegas greenfield y en segundo lugar el interés por analizar la relación al tipo de cambio.

Por un lado, según un artículo ProspeAR de Junio del 2009, en Argentina diversas bodegas locales coexisten con un número creciente de bodegas e inversores internacionales, representando 1,322 bodegas en todo el país. Alrededor de un 85% de estas bodegas son de tamaño pequeñas y medianas, mientras que el 14% restante son de medianas a grandes. 366 producen para el segmento de vinos finos con 3.400 marcas diferentes. Asimismo la producción total de vino emplea aproximadamente a 50.000 personas, mientras 82.000 más trabajan en los viñedos. La producción de vino en Argentina ha crecido a una tasa compuesta del 2,3% entre 2003 y el 2008. Y el segmento de vino fino representa el 43% de ese crecimiento.

² En definitiva, esto dependerá de cuál es la elasticidad precio-ventas del producto en el mercado destino. Cuanto mayor la elasticidad, más se podrán trasladar variaciones en el tipo de cambio al precio final sin afectar significativamente las ventas.

Para continuar, los volúmenes de exportación de Argentina han crecido considerablemente en los últimos años, posicionando a Argentina como uno de los países con más rápido crecimiento de sus exportaciones, seguido por Sudáfrica, España, EEUU y Chile.

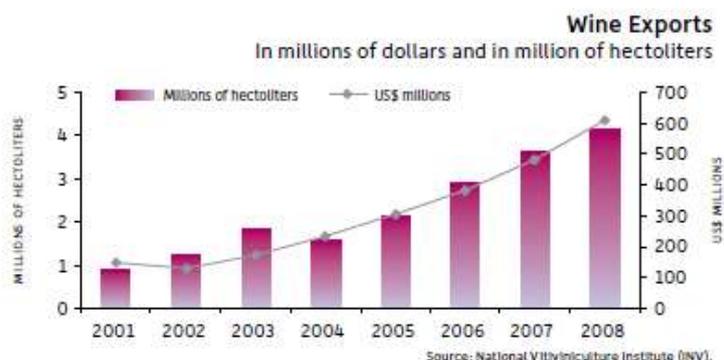
Gráfico1.1. Exportaciones de vino: Crecimiento por país (2002-2008). Tasa compuesta de crecimiento.



Fuente: OIV. Organización Internacional de Vino y Viñedos.

El crecimiento de las exportaciones se refiere a un importante aumento tanto en volumen como en valor.

Gráfico 1.2. Exportaciones de Vino. En millones de dólares y millones de hectolitros.

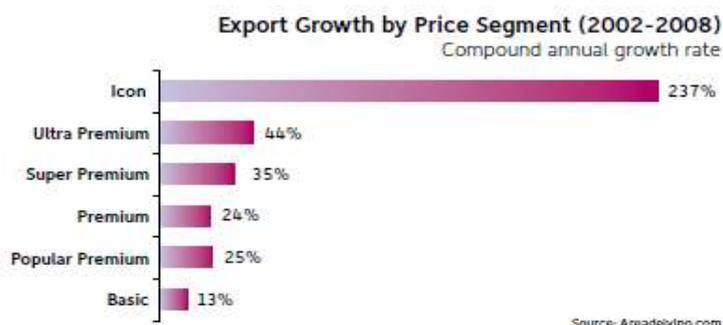


Fuente: INV. Instituto Nacional de Vitivinicultura.

Mientras las exportaciones de vino básico en botella, aquellos de menos de 15 USD la caja, han crecido a una tasa compuesta anual del 13% entre 2002 y 2008, las exportaciones de vinos premium, aquellos de más de 15USD la caja, han crecido a un 33% por año. Por otro lado, los súper premium, entre 39 y 110 USD y los ultra premium entre 110 y 220 USD tienen tasas aún más altas, del 35% y 44% respectivamente. Por último, las exportaciones de vinos íconos, aquellos que cuestan más de 360 USD la caja, tuvieron una

evolución destacable, de un punto de partida muy bajo de 4200 USD en el 2002 alcanzaron 6MM de USD en 2008.

Gráfico 1.3. Exportaciones por segmento de precio (2002-2008). Tasa de crecimiento compuesta anual.



Fuente: Areadelvino.com

Complementariamente, en los últimos 6 años los destinos para las exportaciones de vinos argentinos se han expandido continuamente. En el 2008, los vinos Argentinos fueron exportados a 120 países, un aumento significativo de los 81 países a los cuales exportaban a principios del 2002. EEUU, Canadá, el Reino Unido, Brasil y los Países Bajos fueron los principales mercados en el 2008, recibiendo 63,5% de las exportaciones.

Gráfico 1.4. Exportaciones de vino fraccionado en botella por país de destino 2008.



Fuente: WofA. Vinos de Argentina

A diferencia de otros países del nuevo mundo que muestran una gran concentración en el sector exportador, Argentina muestra un patrón relativamente atomizado. A su vez, vale la pena destacar el crecimiento en las bodegas exportadoras, ya que en 1990 sólo 10 bodegas argentinas exportaban mientras que en el 2008 fueron 400. La composición del

mercado actual permite un mayor crecimiento sostenido y resalta el enorme potencial exportador de las bodegas tanto chicas y medianas, como grandes.

Lo mencionado anteriormente se debió en gran medida a que la industria vitivinícola ha sufrido transformaciones significativas en las últimas dos décadas. Inversiones locales y extranjeras principalmente de Chile, Francia, Italia, Países Bajos, España y EEUU han ocasionado un gran aumento en la capacidad de producción y una reestructuración masiva del sector. Argentina es uno de los pocos países donde inversores de todos los países productores han elegido establecerse. Algunos testimonios desde el punto de vista de los inversores son:

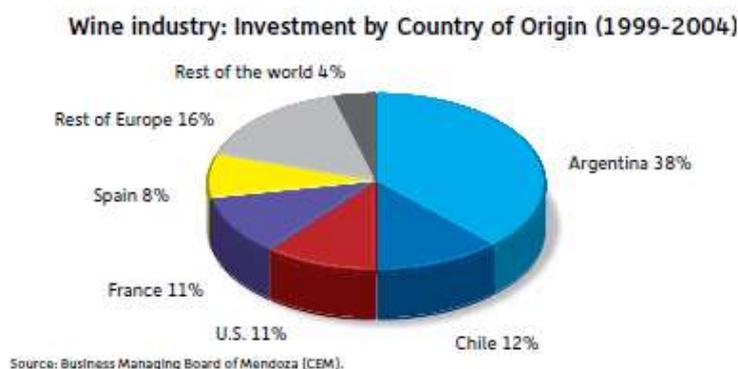
“Antes de llegar a Argentina, no tenía intención en invertir en la industria vitivinícola. Luego, cuando fui a Mendoza de vacaciones pude ver el potencial. El elemento clave para mí fue el valor de la propiedad. También, nos entusiasmó ver a muchos inversores de todos lados del mundo invirtiendo en la industria vitivinícola Argentina convencidos que la ecuación precio calidad en los vinos Argentinos harían al país un jugador clave en EEUU”. (Mario Pardini (Italia), Director de Ave Winery)

“La industria vitivinícola en Argentina ofrece condiciones excepcionales que pueden ser comparadas con áreas de producción de vino de primer nivel en el mundo. No sólo por sus condiciones técnicas como la calidad del suelo, agua, temperaturas extremas, clima seco y prolongadas horas de exposición solar, pero también debido a su gran infraestructura y bajo costo de la mano de obra, de los precios de los terrenos y de las uvas.” (José Manuel Ortega (España), Director de la Bodega O' Fournier)

Luego de la reestructuración de la industria en los 90s, flujos de inversiones continuaron hasta el presente. Entre 1999 y el 2004, el sector recibió 750 MM de USD en inversiones, **principalmente en proyectos greenfield (46%)**. La inversión promedio en cada proyecto greenfield fue de 8 MM USD. Contribuciones de capital pesaron en un 37%, mientras que las adquisiciones, a diferencia de los 90s, representaron una parte menor (17%). Las inversiones fueron dirigidas a la incorporación de nuevas tecnologías (prensas neumáticas, equipos de frío, tanques de acero inoxidable, barriles de roble) para mejorar la calidad de los vinos y aumentar la capacidad de producción, principalmente **para exportar**. La industria recibió capitales tanto de inversores nacionales como

internacionales. 38% del total de las inversiones entre 1999 y 2004 fueron hechas por empresas locales y el 62% restante por inversores extranjeros.

Gráfico 1.5. Industria del Vino: Inversiones por País de Origen (1999-2004).



Fuente: ICEM. Business Managing Board of Mendoza

Por otro lado, la pregunta que debemos hacernos es: ¿realmente necesitamos analizar la exposición al riesgo cambiario? La respuesta es sí. Está claro que las grandes oscilaciones en tasas de cambio tienen un profundo impacto en la posición competitiva y en la rentabilidad de muchas empresas. (Friberg y Ganslandt, 2007). Copeland apoya este argumento diciendo que los tipos de cambio se han vuelto realmente volátiles, por ejemplo, las masivas oscilaciones en el valor del dólar en relación a otras monedas tuvo un gran impacto en las posiciones competitivas en muchos tipos de industrias. Sostiene que es poco consuelo ser el operador más eficiente en una industria si luego tus ventajas son destruidos por un incremento de un 50% en el costo de tu mix de monedas de inputs versus el de los competidores. Hoy más que nunca antes, las decisiones de grandes inversiones de capital, hasta en países con monedas fuertes, tienen que tener en cuenta la exposiciones a los movimientos de los tipos de cambio.

Según un artículo del Cronista³ en el cual se relevó la preocupación de 20 pymes argentinas de distintos sectores ante la crisis financiera, entre muchas variables una de las más reiteradas fue la intranquilidad respecto al tipo de cambio y como esto aumenta las dificultades para mantener los mercados de exportación.

³ El Cronista, 25 de Septiembre del 2008, “Pymes globalizadas en tiempos de crisis”

Por ejemplo Zylberstein, empresario marroquino, sostuvo que su sector creció en el mercado interno por acciones directas sobre la importación pero que se restringió en las exportaciones por pérdida de competitividad ya que la apreciación real del tipo de cambio y la inflación los afecta fuerte y directamente. Por otro lado, Víctor Hugo, presidente de la cámara de indumentaria para niños, sostuvo que la situación estática del dólar estaba acercando a la Argentina a vivir un proceso similar al que atravesamos cuando la paridad del peso al dólar era de 1 a 1. Asimismo, la directora de Híper Net, desarrolladores de software, argumentó que la apreciación del tipo de cambio y el crecimiento de los costos hace que los márgenes obtenidos por la exportación se vean significativamente afectados y por lo tanto que disminuya la competitividad del sector en el mundo. Es muy importante tener en cuenta, como dijo Aldea director de Food Concept, grupo de exportación de alimentos gourmet, que es muy difícil poder trabajar con un dólar quieto cuando los costos fijos aumentan ya que no es bien visto en el comercio internacional el aumento de los precios y más cuando se deben hacer más de una vez al año.

Éstas son algunas de las ideas que se repiten entre las preocupaciones de los directivos de las PyMEs argentinas. A su vez una de las grandes inquietudes de la industria vitivinícola, es el hecho que la revalorización del peso vía la inflación (ya que en realidad el peso no se ha devaluado pero si se ha fortalecido vía la inflación interna) ha provocado un problema de pérdida de competitividad como se mencionó para los otros sectores. Todo esto explica la actualidad y la preocupación del problema a tratar en este trabajo.

A modo de síntesis, uno de los desafíos más grandes del management hoy en día es operar eficientemente y efectivamente en un negocio orientado internacionalmente debido a diversas dificultades como por ejemplo lidiar con tipos de cambios fluctuantes. Las mencionadas anteriormente no son ideas nuevas dado que ya en 1979 Wentz sostenía que todas las empresas debían aumentar su grado de conciencia sobre el riesgo cambiario. Desde la transición hacia un sistema global de tipos de cambios flotantes, manejar las fluctuaciones de tipo de cambio y el riesgo cambiario que puede surgir a partir de las mismas se ha convertido en una necesidad diaria. Entonces en el proceso de decisión de manejar la exposición cambiaria hay por lo menos tres fases a distinguir: primero medir la exposición al tipo de cambio, segundo pronosticar los tipos de cambio y tercero diseñar y evaluar medidas defensivas. En el presente trabajo se pretende abordar la primera y segunda etapa.

CAPÍTULO II
MARCO CONCEPTUAL



Universidad de
San Andrés

2. Marco Conceptual

2.1. Marco teórico

Como se mencionó anteriormente, la herramienta que sirve de base para el análisis es el desarrollo de modelos financieros. Éstos son el marco teórico en sí mismo de este trabajo, por lo tanto procederemos a explicar brevemente en qué consisten.

Toda empresa tiene tres estados contables/financieros principales. El balance, el estado de resultados y el flujo de caja. Un modelo financiero surge de la interrelación de estos tres estados. El verdadero valor se obtiene al juntarlos y ver como trabajando en conjunto te pueden dar una imagen de la salud financiera de la empresa. A su vez, se pueden proyectar los flujos futuros de la empresa a partir de estos estados para así poder descontarlos a la tasa relevante y obtener el valor de la empresa o proyecto.

En pocas palabras, el balance te da una imagen de lo que tienes y de lo que debes, el estado de resultados te reporta sobre la actividad principal de la empresa (las actividades de producción y de venta de su producto) y si queda algo de dinero luego de que todas las operaciones fueran llevadas a cabo, es decir si resultan en ganancia o pérdida. Y por último, el flujo de caja, uno de los estados más importantes para el corto plazo, es como una caja registradora de todos los depósitos que ingresaron a la empresa en efectivo y todos los pagos que salieron de la empresa en efectivo.

Algunos elementos muy importantes a la hora de hacer modelos financieros son las estimaciones y los supuestos. Complejidades e incertidumbres hacen que las mediciones sean menos exactas, es por esto que se deben realizar estimaciones y supuestos para los reportes financieros. Sin embargo, tampoco se debe abusar de los mismos. Está bien hacer supuestos si: es lo mejor que se puede hacer y si el error esperado de todas formas no es muy grande. Es importante usar el mismo método de estimación para todos los periodos a modo de ser consistente. Determinar un grado adecuado de realismo depende de la habilidad de recaudar los datos relevantes y la exactitud requerida del análisis. En un capítulo posterior se procederá a explicar en detalle cada uno de las premisas elegidas para realizar los modelos y en otro capítulo a validarlas.

Por otro lado, es necesario aclarar ciertos términos que se reiterarán a lo largo del trabajo. Entendemos por tipo de cambio al precio de la moneda de un país expresado en

otra moneda, es decir la tasa a la cual una moneda puede ser cambiada por otra. Esto significa que por ejemplo, mientras más alto sea el tipo de cambio del euro en término del yen, menor es el valor relativo del yen. Entonces el **riesgo cambiario** surge por el cambio en el precio de una moneda contra la otra.

Hay distintos tres tipos de exposiciones cambiarias a tener en cuenta: exposición transaccional, exposición traduccional y exposición económica.

En primer lugar, exposición transaccional se refiere a los efectos del tipo de cambio en el valor en la moneda local de flujos de fondos que están denominados en moneda extranjera. Por ejemplo, un exportador que hizo una venta en moneda extranjera (USD) pero dio crédito a los deudores por ventas de 90 días. Entonces los deudores tienen un pasivo en dólares mientras el exportador tiene un activo en dólares. Según Fliker y Bline (1990) y en coherencia con el ejemplo, este riesgo ocurre cuando una compañía tiene pasivos y/o activos denominados en moneda extranjera, por lo tanto la exposición es resultado de la participación en los mercados internacionales. El riesgo yace en la posible fluctuación de la tasa de cambio de esta moneda. Por ejemplo, si la moneda se aprecia antes de que el pasivo sea cancelado, la compañía que vendió va a experimentar una ganancia. Por el contrario los deudores por ventas van a tener que poner más de su moneda local para poder cancelar su deuda. Como consecuencia van a experimentar una pérdida por el efecto cambiario. Se puede ver como este riesgo depende del tiempo entre la entrada en un contrato y su cumplimiento, mientras este tiempo sea mayor, mayor es el riesgo ya que hay más tiempo para que las tasas fluctúen. Esto, conlleva dificultades para que las compañías negocien en distintas monedas, ya que las tasas pueden fluctuar significativamente en cortos periodos de tiempo.

En segundo lugar, exposición económica se resume en como los flujos de fondos de las empresas son afectados por cambios en costos, en la demanda, y en los precios de los productos competidores ocasionados por variaciones en el tipo de cambio

En tercer lugar, la exposición traduccional se refiere al impacto de la variación del tipo de cambio en los reportes consolidados de una empresa multinacional. La exposición traduccional surge ya que las declaraciones financieras de las subsidiarias extranjeras son mantenidas por lo general en moneda extranjera.

Es importante mencionar que, mientras que la exposición transaccional y la exposición traduccional son relativamente fáciles de identificar y de medir y sus efectos pueden ser reportados en ganancias o pérdidas en el resultado operativo o en resultados financieros y por tenencia dependiendo de cómo se realice el reporte, la exposición económica a la cual se refieren Adler y Dumas (1984) es mucho más compleja.

Adler y Dumas (1984), nos introducen al problema en cuestión sobre la *medición* del riesgo cambiario. La exposición económica al riesgo cambiario debe ser definida y medida independientemente de la decisión de utilizar tasas de cambio actuales o históricas para traducir cierta posición de moneda extranjera en particular. Lo que si es necesario es reemplazar la aproximación contable con una *técnica* para medir la exposición económica de los precios de mercado de los activos físicos y financieros. Es importante aclarar que el objetivo de este trabajo estará limitado a la definición y sobre todo a la medición, no en analizar los determinantes del riesgo cambiario así como tampoco al estudio de si las empresas o los particulares deberían cubrirse contra el riesgo o no. Sin embargo, estos últimos son problemas muy importantes a los cuales es mejor dirigirse una vez que el fenómeno de exposición por si mismo fuese precisamente identificado. Además, son temas a recomendar como continuación y complementación del presente trabajo.

Anteriormente se definió riesgo y exposición ahora es preciso diferenciarlos. Adler y Dumas (1984) aclaran que una moneda no es riesgosa porque una devaluación podría llegar a ocurrir. Si esta devaluación fuera certera en cuanto a su magnitud y tiempo, y se dispone del tiempo suficiente para tomar las medidas necesarias para neutralizar su efecto, no habría riesgo en absoluto. El riesgo o la incertidumbre es una cuestión de aleatoriedad, es decir las variaciones en los tipos de cambio inesperadas. *“El verdadero riesgo surge del hecho que la depreciación puede llegar a ser mucho mayor (lo cual sería negativo) o mucho menor (lo cual sería positivo) a lo anticipado”* (www.darmodaran.com) . El riesgo cambiario no es la exposición. El riesgo cambiario debe ser identificado con cantidades estadísticas que resumen la probabilidad de que el actual poder de compra de una moneda, ya sea local o extranjera, en una fecha determinada va a ser diferente respecto al valor previamente pronosticado. Exposición por el contrario debe ser definido en término de *que (cuanto)* es lo que tiene uno en riesgo. Y la pregunta que nos hacemos es *¿cómo medirlo?*.

Esto nos introduce de lleno a la metodología de modelos financieros y escenarios, marco conceptual que se utilizara para realizar los pronósticos sobre exposición cambiaria.

La pregunta es ¿cómo el tipo de cambio impacta en los flujos de fondos y la rentabilidad de una empresa?. Se van a desarrollar escenarios diferentes, posibles pero con distintas probabilidades de ocurrencia, para responder a esta pregunta en distintos contextos. Para ello se utilizó como base modelos financieros de bodegas start up desarrollados cautelosamente para aplicar el método para el mercado de vinos argentinos en Estados Unidos.

2.2. Estrategia metodológica

2.2.1. Tipo de estudio de investigación.

Como ya se mencionó, la base del trabajo son modelos financieros los cuales implican un análisis principalmente *cuantitativo*. Como se expuso en el marco conceptual se busca medir variables y fenómenos a través de cantidades cuantificables y a través de estadísticas que permitan explorar, describir, correlacionar y explicar la realidad que se está investigando. Si bien en este tipo de trabajos las características cualitativas de los fenómenos son menos importantes, la idea es ir complementando el enfoque cuantitativo con uno cualitativo ya que ambos no son excluyentes.

Por ejemplo, en la primera parte del trabajo, como es la problemática y el marco conceptual, se abordó una perspectiva más cualitativa a modo de describir las características de las distintas variables a utilizar y de los fenómenos a tratar. Luego, el análisis en si mismo se adoptó un enfoque estrictamente cuantitativo para así a través de los números tratar de explicar y demostrar los conceptos descriptos anteriormente. Más precisamente se extendió un método de modeling en Excel. Usando precios, cantidades y las características de productos diferenciados y bajo varios supuestos a nivel macro se proyectaron los flujos de fondos de cuatro proyectos start up, para así examinar a través de la variación del valor de los proyectos y de los ratios más relevantes, las variables más importantes y que sucede a nivel rentabilidad, solvencia y liquidez con dichos proyectos.

Al finalizar el trabajo se volvió a una perspectiva más cualitativa que fue combinada con los resultados cuantitativos para encontrar explicaciones sobre lo que reflejan los números y así desarrollar conclusiones.

Por otro lado, este trabajo adoptó un tipo de investigación esencialmente *explicativo*, es decir, ver cuál es la relación que existe entre variables que cambian. Dado

que es imposible plantear una explicación causal con una sola causa, con una única variable independiente, los modelos permitieron considerar varias combinaciones de variables posibles para así no caer en la explicación mono causal.

Los estudios explicativos van más allá de la descripción de conceptos o del establecimiento de relaciones entre conceptos. Su interés se centra en explicar por qué ocurre un fenómeno y en qué condiciones se da éste, o por qué dos o más variables están relacionadas (Sampieri y Collado,1998). Hay que tener en cuenta que si bien proporciona un sentido de entendimiento del fenómeno al que hacen referencia, se trata siempre de explicaciones parciales. Una explicación completa requeriría de otras proposiciones que informara por qué y cómo están relacionadas esas variables.

Para continuar vamos a hablar un poco sobre el análisis de riesgo. El análisis de riesgo es el uso sistemático de la información disponible para determinar que tan seguido eventos específicos pueden llegar a ocurrir y así poder medir la magnitud de sus consecuencias(www.palisade.com/risk). Riesgos, por lo general, son definidos como eventos negativos como perder dinero, sin embargo el proceso de análisis de riesgo también puede cubrir potenciales resultados positivos. Sólo hay que explotar todo el rango de posibilidades para una situación dada, un buen análisis de riesgo puede descubrir tanto amenazas como nuevas oportunidades.

Nos enfocamos en análisis de riesgos cuantitativos, es decir asignarle valores numéricos al riesgo. En este caso el estudio se basó en el valor de la empresa. Es decir, como éste fluctúa ante eventuales cambios en las variables claves. En concreto, implica asignarle valores a escenarios discretos para ver cuál es el resultado en cada uno. En un modelo financiero un analista comúnmente examina tres posibles escenarios: uno optimista, uno pesimista y uno medio.

Es relevante tener en cuenta que como todo modelo, tiene sus limitaciones. Por ejemplo, el hecho que considera sólo pocos resultados discretos ignorando miles de otras posibilidades y que les da el mismo peso relativo a cada resultado. Sin embargo, acá es donde entra la subjetividad del analista quien debería intentar asignarle probabilidades a cada evento basándose en sentido común y conocimiento técnico. Por otro lado, al estar todo relacionado y automatizado en el modelo financiero, se puede aunque utilizando una sobre simplificación de la realidad, no subestimar la interdependencia entre los distintos

datos (costos, ventas, precios, volúmenes de venta, etc.) y por lo tanto al resultado aumentando su precisión.

A su vez, este tipo de análisis es utilizado por muchas organizaciones por su simpleza y por que permite formalizar las consecuencias de la ocurrencia de situaciones similares a las planteadas en los escenarios. Los modelos te dicen que es lo que puede llegar a ocurrir a modo de estar preparado para las distintas situaciones. Además, permiten realizar análisis de sensibilidad y de escenarios facilitando la identificación de cuáles son las variables que tienen mayores impactos sobre los resultados finales.

2.2.2. Hipótesis de Investigación.

Se trabajará con un razonamiento del tipo hipotético deductivo, es decir que se tratará de testear teorías no de generarlas. Lo que se trata de comprobar empíricamente en este trabajo es:

- Actualmente Argentina presenta un contexto propicio para realizar proyectos de inversión en bodegas exportadoras pequeñas y medianas.
- Sin embargo, cuando se trata de proyectos enfocados a la exportación se presume que uno de los principales inconvenientes es el riesgo cambiario.
- En el mercado vitivinícola bodegas exportadoras con posicionamiento en distintos segmentos de precios son propensas a enfrentar diferentes exposiciones al riesgo cambiario.
- En empresas vitivinícolas nuevas el efecto del riesgo cambiario puede llegar a ser una causa de que la compañía no sobreviva los primeros años si la misma no llegó a estabilizarse antes de por ejemplo una posible fuerte apreciación del peso.
- Las bodegas PyMEs exportadoras son empresas sumamente riesgosas a tener un quebranto en los primeros años de vida pero muy sólidas una vez estabilizadas.

2.2.3. Identificación de unidades de análisis o casos de estudio.

Los casos de estudio no son reales, por eso los proyectos son “Greenfield” es decir que se supone que comienzan desde cero. Sin embargo, para el desarrollo de los mismos se

obtuvo datos e información provenientes de bodegas reales. Además, se utilizó la base de datos Caucasias Wine Thinking, la cual trabaja con datos reales de exportación de la industria vitivinícola argentina.

- Casos de estudio: Se crearon 4 perfiles, los cuales serán explicados con mayor detalle más adelante en este trabajo. Sintéticamente se buscó que tengan distintos posicionamientos de sus productos según la calidad y los precios a modo de obtener conclusiones para bodegas con distintas estrategias de negocios. El perfil 1 representa una empresa que tiene solo dos líneas de productos, ambas de precios muy altos. El segundo perfil es una bodega con presencia en varios segmentos de precios pero no en el más bajo y buen posicionamiento en el segmento medio. El tercer perfil es una empresa con presencia en todos los segmentos de precios, aunque con mayor posicionamiento en algunos que en otros. Y el perfil 4 es una bodega que se dedica únicamente a producir vinos básicos y por lo tanto compete por precio.

- Unidad de Tiempo: 10 años.

- Unidad Geográfica: Producción en Argentina. Mercado de destino EEUU.

2.2.4. Técnicas de recolección de datos.

Los datos fueron obtenidos de diversas fuentes (citadas en la bibliografía), y principalmente de la fuente informática Caucasias Wine Thinking.

En cuanto a la revisión documental se recogió datos en bibliotecas, libros y papers de finanzas internacionales para sustentar la base teórica del trabajo, también en boletines, revistas y páginas de internet especializadas. Todo lo utilizado fue detallado en la bibliografía.

A su vez se realizaron algunas entrevistas a informantes claves para contrastar los resultados del análisis con la realidad.

CAPÍTULO III

LA INDUSTRIA VITIVINÍCOLA **Y LOS MERCADOS**



Universidad de
San Andrés

3. La industria vitivinícola y los mercados

3.1. Tendencias de mercados globales ventajosas

3.1.1. La Oferta

La producción mundial de vino creció el 4,5% entre 2002 y 2008 y se espera que crezca 3,8% entre 2008 y 2012. La tendencia se explica por el crecimiento en la producción en los países del nuevo mundo (Argentina, Australia, Chile, Nueva Zelanda, Sudáfrica y EEUU) lo cual balanceó el decrecimiento en la producción de países del viejo mundo. Sin embargo, los países europeos tradicionales productores de vinos (Francia, Italia, España) siguen liderando la producción mundial de vino con un 46,4% de participación. EEUU, Australia y Argentina tienen en conjunto el 17,1%. Como resultado el 63,5% de la producción de vino está dominado por 6 países productores.

Según Arend Heijbroek (2007), los años 90s vieron una transición de la producción tradicional manejada por la oferta hacia tipos de vinos más orientados al mercado y a los modelos de negocios. Dado que los productores que primero reconocieron estos cambios fueron los países del Nuevo Mundo esto fue lo que ocasionó que disfrutaran de oportunidades de crecimiento excelentes aumentando significativamente su producción a costa del declive del porcentaje de mercado de los productores más tradicionales.

3.1.2. La Demanda

El consumo mundial de vino se ha expandido en un 6,3% entre el 2002 y el 2008. La demanda no sólo está creciendo sino también está cambiando. Si bien aún los mercados más grandes de consumo de vino son los productores tradicionales europeos, su consumo está continuamente cayendo. Por lo tanto, el crecimiento en el consumo a pesar de la caída en la demanda de países europeos fue desencadenado por un incremento en la demanda de consumidores emergentes con mucho potencial en mercados como EEUU o China. La tendencia al crecimiento en conjunto va a ser de un 6% en el próximo periodo de 5 años. A su vez, las preferencias de los consumidores también están cambiando volviéndose los mismos más sofisticados y demandando vinos de calidad cada vez más alta.

Francia es el mercado más grande. Sin embargo Estados Unidos representa el de mayor valor, además con un crecimiento anual del 5% se estima que en el 2011 será el país

consumidor más grande del mundo. De esta forma es el destino de exportación favorito para la industria vitivinícola global. Por otro lado, mercados como China, Rusia y Europa del Este también están en crecimiento. Argentina por su lado tiene el 5% del consumo mundial de vino. (Anexo 3.1.)

3.1.3. Los Mercados: Importaciones y Exportaciones.

Con respecto a las importaciones de vino, hay oportunidades en muchos mercados ya que están creciendo en todo el mundo, sin embargo hay principalmente unos pocos destinos muy interesantes para la exportación. Por ejemplo, el Reino Unido tiene el 19% de las importaciones mundiales de vino, seguido por Alemania que tiene el 17 % y luego EEUU con un 10%. (Anexo 3.2.)

En la industria vitivinícola la perspectiva difiere dependiendo del segmento de calidad en el que nos encontremos. De acuerdo a estos segmentos las bodegas adoptan distintas estrategias para abordar los mercados ya que cada segmento tiene sus propias características y requerimientos. Según datos de Rabobank hay 6 segmentos a tener en cuenta (Anexo 3.3.). Un segmento Básico, uno Premium Popular, uno Premium, uno Súper Premium, uno Ultra Premium y uno Ícono.

Los mercados en cierto sentido se pueden dividir según estos segmentos. Liderar el formato minorista es el disparador clave de la industria. El crecimiento más redituable para los vinos Premium está en EEUU, mientras el Reino Unido tiene mayor porcentaje de importaciones en vinos de un segmento medio y Alemania de vinos baratos. Por lo tanto, formadores de marca no deberían ni molestarse en entrar en Alemania, sin embargo el segmento minorista de precios bajos está en crecimiento en este país. Un 64% de este mercado es de menos de 2 euros la botella, mientras que solo un 3% del mercado representa vinos de más de 5 euros por botella. Por el contrario en el Reino Unido solo un 6% del mercado es de vinos de menos de 2 euros la botella y un 21% de vinos arriba de 5 euros la botella. Por último EEUU tiene más de un 42% del mercado de vinos de más de 5 euros la botella. Dentro del segmento Base, es decir menos de 3 euros la botella, el 87% lo tiene Alemania y el 32% el Reino Unido. (Anexo 3.4.)

Cabe resaltar que los vinos del nuevo mundo se están convirtiendo en puntos de referencia en cuanto a la calidad y al precio de vinos que originalmente apuntaban al segmento Premium Popular. Para complementar el análisis el asesor internacional

vitivinícola, Paul Hobbs sostiene que *"en tiempo de crisis no hay mercado para los vinos caros"*. Por lo tanto en este contexto, Argentina tiene oportunidades para crecer debido a la buena relación precio-calidad de sus vinos.

En lo que se refiere a las exportaciones de vino, las mismas representaron un 37% del consumo mundial en el 2008, comparado a un 18% en los tempranos 1980s, que subieron al 35% en el 2006. Esto significa que más de un tercio de los vinos del mundo son consumidos fuera de su país de origen. El consumo mundial de vinos importados también se espera que continúe creciendo en los próximos 5 años, principalmente potenciado por las importaciones de Alemania, **EEUU** y del Reino Unido. Países del nuevo mundo han tomado ventaja de este crecimiento de la demanda y han expandido su porcentaje de mercado mundial contra las exportaciones de los países del viejo mundo. En el 2008 la participación de mercado del viejo y del nuevo mundo era del 60,6% y del 29,7% respectivamente. En el 1998, 10 años antes, los países del viejo mundo tenían 71,8% contra 14% los del nuevo mundo.

3.2. Factores que determinan la competitividad

Arend Heijbroek (2007), menciona que el costo es el factor predominante para determinar la competitividad. Sin embargo, hay otros como la calidad, la relación precio/calidad, la imagen, el estilo, la comunicación y la promoción que son igualmente importantes para determinar las preferencias de compra de los consumidores. Productores con los costos más bajos del mundo pueden descubrir que sus productos son imposibles de vender si los otros criterios no están alineados con la demanda. En este sentido si bien cuesta lo mismo por hectárea cultivar uva en Francia y en Australia, es el rendimiento el que da la diferencia siendo el rendimiento Australiano mucho mayor. Por lo tanto el costo por precio de Australia es mucho menor al de Francia. (Anexo 3.5.)

Otros factores que determinan la competitividad son:

- Factores básicos de producción: materia prima, clima, fuerza laboral no calificada, capital de trabajo.
- Factores de producción de alto grado: estos incluyen la infraestructura, la fuerza de trabajo calificada, investigación, educación, información, comunicación. Estos factores son decisivos para la calidad, la eficiencia y dependen del esfuerzo humano.

- Factores Geográficos: como ser la distancia hasta los mercados y las cualidades climáticas.
- Estructura de la industria: Esto se refiere al tamaño relativo de productores y bodegas y el nivel de consolidación o de fragmentación de la industria. También incluye hasta que punto varios actores en la cadena se utilizan unos a otros para lograr una aproximación efectiva al mercado.
- Marketing, Marca y Estilo: Esto incluye el desarrollo e impacto de las marcas modernas y de los estilos individuales de vinos.
- Demanda doméstica: la naturaleza, alcance, y desarrollo del mercado domestico tiene gran influencia en la fuerza de la industria. Una fuerza competitiva crítica de un mercado doméstico, mantiene al sector alerta y tiende la base para un nivel alto de innovación.
- Autoridades del gobierno: estas pueden apoyar o frenar la competitividad.
- Las variables económicas: Esto incluye el espíritu emprendedor y la cultura empresarial: La fuerza de una industria puede ser afectada **por factores impredecibles como los cambios en el tipo de cambio** y las decisiones políticas. Es el espíritu emprendedor el que determina si está la iniciativa para responder rápido a estas oportunidades y desafíos.

En cuanto a los factores de producción Argentina y Chile tienen mayor fuerza relativa, por el otro lado en los otros factores como la estructura de la industria, marketing, marca, demanda doméstica, gobierno y variables económicas, es Australia y EEUU quienes tienen mayor fuerza relativa. (Anexo 3.6.)

Argentina ofrece excelentes recursos naturales para producir vinos de altísima calidad a precios atractivos, con costos de producción relativamente bajos en comparación con los de los mercados tradicionales como Italia, Francia y España. Por ejemplo, el precio del terreno en las zonas vitivinícolas argentinas va de un 5% a un 20% del costo del terreno en Napa Valley o en Bordeaux y a su vez son más bajos que los de Chile. Esta es una ventaja competitiva que permite a Argentina satisfacer necesidades de consumo globales en una economía internacional donde los consumidores de vino se focalizan en la calidad a precios atractivos más que nunca antes.

Sin embargo, hay un punto que dificulta el crecimiento de Argentina y es la realidad económica del país, que un día tira para arriba y otro para abajo. Además, hay un

dólar inestable que por momentos hace al país competitivo y por momentos no. La vitivinicultura necesita tener una economía estable, ya que el vino que se produce hoy no se vende en el momento como otros productos, lleva tiempo en generarse la cadena de valor.

3.3. Estructura de la Industria: ambiente competitivo en la industria vitivinícola

La industria del vino es muy competitiva ya que la misma está altamente fragmentada (ver anexo 3.7.), es decir hay muchísimas bodegas alrededor del mundo que como en todo ambiente competitivo, cada una tiene por objetivo maximizar sus retornos.

Sin embargo, cuando muchas empresas en un mismo país fallan en hacer a tiempo los ajustes que exige el mercado, todo el país está destinado a perder porcentaje de mercado. Por lo tanto, si bien es una industria competitiva y fragmentada, el ambiente particular dentro de un país puede servir como estímulo o como barrera para que las empresas se ajusten al mercado cambiante. Consecuentemente la industria enfrenta grandes cambios respecto de la competitividad dependiendo de los distintos países productores en cuestión.

Este cambio es tan visible en las góndolas minoristas como en los números de exportación. Por ejemplo, los productores del Nuevo Mundo pasaron a tener el 27% de la producción mundial de vino cuando hace 20 años su porcentaje en el comercio internacional era sólo del 1%. Todos los países juntos del Nuevo Mundo sobrepasaron la producción de Francia o Italia en el 2000 (Anexo 3.8.). El vino del Nuevo Mundo probó ser más competitivo y ha ganado porcentaje de consumidores a expensas de la oferta tradicional (Anexo 3.9.).

Como se dijo anteriormente, la estructura de la industria en cuanto a cantidad de bodegas está muy fragmentada. Este fenómeno se da en mayor medida en el viejo Mundo, donde no hay jugadores dominantes, que en el Nuevo Mundo. En el Nuevo Mundo, hay un nivel más alto de consolidación, por lo que hay pocos jugadores dominantes por mercado, pero el crecimiento también se da con bodegas más pequeñas. (Anexo 3.7.). El caso de Argentina se parece más al del viejo mundo ya que a diferencia de otros países del nuevo mundo que muestran una gran concentración en el sector exportador, Argentina muestra un patrón relativamente atomizado. De las 1,322 bodegas en todo el país, casi 400 exportan

2000 etiquetas diferentes. Hay 40 bodegas *top* que tienen el 82% del total de vinos fraccionado en botella exportado en 2008, pero ninguna de ellas representa más del 11%.

3.4. Posición de Argentina en el mercado global. Los mercados preferidos.

Con 225.846 ha de superficie de producción y 14,8 MM de hectolitros producidos en el 2008, Argentina es el 5to productor de vino del mundo, justo por debajo de EEUU y encima de Australia, China y Chile. El país también es un gran consumidor ya que su mercado es el 7mo más grande del mundo. Las exportaciones siguen creciendo mientras que los consumidores de todas partes del mundo descubren la ventaja de valor calidad de los vinos argentinos. Las exportaciones registraron una tasa compuesta anual de crecimiento del 30,1% en valor en el 2002-2008, posicionando a Argentina en el 7mo mayor exportador del mundo por volumen y el décimo en valor (ProsperAR, 2009) (Anexo 3.10.). A su vez, si bien tiene precios relativos menores (un 38% debajo del promedio), éstos vienen aumentando a un ritmo del 9% anual.

Argentina como exportador del Nuevo Mundo, comenzó con una expansión relativamente lenta despacio en comparación a los otros países del grupo pero que en los últimos años se potenció. A su vez es relevante destacar que lo hizo con exportaciones con un descuento considerable con respecto a sus competidores, ocupando un rol de país tomador de precio. (Anexo 3.11.)

Cuadro 3.1. Crecimiento de las exportaciones en USD

	TCCA ⁴ 1990-2002	TCCA 2002-2006
Australia	24%	15%
Chile	23%	12%
EEUU	13%	14%
Argentina	16%	33%

Fuente: AreadelVino.com

Cuatro mercados son los que concentran la atención de los exportadores de vinos fraccionados en Argentina con un 52% de las ventas: Estados Unidos, Canadá, Brasil y Reino Unido. Las ventas a estos cuatro destinos representan más de 282 millones de dólares. En 2008, Argentina facturó un total de 535 millones de dólares por la venta de vinos fraccionados al exterior.

⁴ Tasa de Crecimiento Compuesta Anual

¿Por qué son tan importantes estos cuatro mercados para Argentina? Las ventas de vinos argentinos en estos cuatro países crecieron en 2008 a una tasa promedio del 23% en dólares. **EE.UU.** registró el mayor ascenso, con el 41%; seguido de Canadá, con el 35%; Reino Unido, con el 15% y Brasil, un alza de sólo el 4%.

Estados Unidos es el primer mercado en valor para Argentina. En la actualidad, en Estados Unidos se consumen 9,4 litros per cápita de vino con un gasto promedio per cápita de 100,8 dólares por año. Se calcula que 2 de cada 5 personas del país consumen vino.

José Manuel Ortega, chairman del Grupo O.Fournier, indicó: *"creo que el mercado de Estados Unidos es extremadamente interesante y el más estratégico en el mundo por múltiples razones: tamaño, nivel de los periodistas, capacidad para aceptar propuestas nuevas. En EEUU los clientes están tomando decisiones importantes que afectan al sector en su conjunto. Los consumidores siguen fieles a la compra de vino aunque con hábitos distintos: compran a un nivel de precio más bajo de lo que acostumbraban, compran más en tiendas y menos en restaurantes, y están dispuestos a probar nuevas zonas y nuevas bodegas que puedan hacer que sientan el mismo placer por menos dinero"*.

3.4.1. Argentina en el Mercado de EEUU

En EEUU Argentina, Australia e Italia capturan el 90% del crecimiento de las importaciones de vino entre el año 1997 y el 2007. Sin embargo Francia sigue siendo importante para este mercado por los vinos de alta calidad. (Anexo 3.12 y 3.13)

En cuanto a las importaciones de EEUU, en el 2007 Australia representaba el 27% de las mismas e Italia el 30% .Sin embargo no hubo más crecimiento en volumen de estos países dado las exportaciones fallidas de vinos a granel a 0.8 USD el litro, las cuales fueron superadas por Argentina quien vendía la caja a USD 3.22 o el litro a USD 0.38. (Anexo 3.13).

A modo de conclusión, Arend Heijbroek (2007) comentó que Argentina era el productor de bajo costo del mundo, lo cual le daba una gran ventaja competitiva. Sin embargo esto no garantizaba márgenes decentes, los cuales eran luego exprimidos por los compradores. A su vez esta estrategia lleva el riesgo de la erosión de la imagen, y que el país se bloquee en el segmento de entrada de precios, lo cual hace que luego sea difícil comercializar para segmentos más caros. Sin embargo esto en los últimos años se comenzó

a revertir, ya que Argentina se unió con vinos consistentes de alta calidad y marcas modernas, apoyando la marca "Argentina".

En un análisis de coyuntura sobre el panorama vitivinícola argentino del 2008, Javier Merino, director de Área del Vino, destacó que "Argentina ha perdido competitividad cambiaria con sus principales clientes, justamente a los que más les vende y ha ganado con países que le vende menos y que le compran vinos más baratos. Por lo tanto es una mala noticia midiendo el movimiento de la moneda". (Anexo 3.14)

A su vez menciona que en EEUU, Argentina está sufriendo un efecto de sustitución con otros compradores de EEUU, porque a pesar de que EEUU está bajando un poco su consumo a causa de la crisis, le está comprando los vinos a la Argentina (Anexo 3.15). Por último Argentina ha aumentado el nivel de precio promedio de sus vinos, creciendo un 16% en los primeros meses del 2009 (Anexo 3.16) comenzando a revertir la posición de tomador de precio mencionada anteriormente.

Con respecto a los mercados, Estados Unidos y Canadá seguirán siendo los mercados más importantes para los envíos de Argentina al exterior. Si bien el consumo mundial de vino caerá como consecuencia de un menor ingreso, como los vinos argentinos muestran una buena relación precio-calidad, esto les ayudará a mantenerse en algunos países. Por otro lado, Merino mencionó: "En Estados Unidos (principal mercado mundial de importación) Argentina es el país que más crece a pesar de la caída del ritmo de importación"(Anexo 3.17). Con respecto al futuro de los vinos Merino concordó con Heijbroek en que hay que enfocarse en vinos de franja de precios medios, tintos, y seguir apuntando a las marcas consolidadas, manteniendo el foco en Estados Unidos.

Las importaciones totales de vino de EEUU en enero del 2009 crecieron un 5% en lo que respecta al volumen pero cayeron un 14% en valor en comparación al primer mes del 2008. Si bien las importaciones de vino de EEUU disminuyeron durante en el 2009 con respecto al mismo periodo en el 2008, según la consultora MRT las exportaciones de Argentina de vino fraccionado a este país aumentaron en un 29% en valor y del 13% en volumen, convirtiéndose así en el único exportador que pudo mantenerse en ascenso. En enero del 2008 Argentina se posicionó como el séptimo proveedor de vinos a EEUU y en el 2009 aparece en el sexto lugar. (Anexo 3.17)

¿Por qué seguimos creciendo en EEUU? El principal motivo del crecimiento argentino es, como se mencionó anteriormente, que los vinos argentinos "presentan una relación precio/calidad que los hacen atractivos en Estados Unidos". Argumento que complementó Carlos Trad, gerente de exportaciones de Doña Paula, quien sobre el crecimiento sostenido de Argentina detalló: *"Crecimos por tres razones: alza sostenida en la calidad "accross the board", precios accesibles respecto al resto del mundo y sobre presencia en la prensa y trade-talk respecto al share real de mercado"*.

Además Trad sostiene que *"El discurso de valor en tiempos de crisis está en todos lados y el ejemplo ideal son Argentina y Chile. Argentina está claramente sub-representado en muchos estados y esta será una oportunidad para agregar nuestros vinos en distribución. Finalmente, Argentina es aún muy pequeña en canales como cadenas (supermercados) de gran volumen. Y en 2009, varios actores tienen (tenemos) acuerdos de distribución más o menos agresiva en este canal. Eso debería aportar un salto importante en volumen"*.

Por último, Paul Hobbs argumenta en cuanto a los precios, que aquellos vinos que se encuentren entre los 10 a los 30 dólares van a mantenerse y crecer, mientras que aquellos que estén arriba de los 40 dólares van a sufrir, hay un mercado difícil para estos vinos. En tiempo de crisis, la gente acota sus gastos al mínimo, restringiendo su consumo y priorizando los productos primarios y acá el vino no entra. Sin embargo, no dejan de tomar vino, sino que los consumidores compran un vino de menor valor, pero con buena calidad. En tiempo de crisis, no hay mercado para los vinos más caros.

Bajo estos argumentos en el 2009 se evidenció que Argentina creció en el volumen exportado a EEUU, mientras el mercado de importación de EEUU cayó. Sin embargo hay que estar atentos que si la tasa de crecimiento del mercado de importación en general no se recupera, la tasa de crecimiento de Argentina puede ser alta por un tiempo más, pero indefectiblemente en algún momento (no muy lejano) va a emparejarse con la mercado.

3.4.2. Crecimiento potenciado por organizaciones.

Es relevante destacar que no sólo existe una demanda real por el vino argentino en el mundo, sino que la misma está potenciada por iniciativas colectivas del sector. Por ejemplo Wines of Argentina (WofA), es una organización que agrupa más de 100 bodegas

en todo el país que son responsables por el 95% de las exportaciones de vino argentino y está orientada a aumentar la presencia internacional del mismo. Su misión es contribuir al éxito de la industria alrededor del mundo, creando la marca país “Argentina” y así consolidar Argentina como uno de los principales países no tradicionales exportadores de vinos. WofA fue creada en respuesta a un compromiso público-privado de promover la industria vitivinícola argentina internacionalmente.



Universidad de
San Andrés

CAPÍTULO IV

MODELOS FINANCIEROS



Universidad de
San Andrés

4. Modelos Financieros

4.1. Presentación de la propuesta, perfiles y premisas.

4.1.1. Propuesta

El siguiente trabajo consiste en valorar, mediante el método de flujos de fondos descontados, los proyectos greenfield de 4 perfiles distintos de bodegas argentinas. Las 4 proyecciones fueron realizadas a 10 años + Valor Residual. Dado que la realidad es extremadamente compleja, a modo de simplificación pero siempre tratando de representar de la manera más exacta a las condiciones reales, se partió de ciertas premisas investigadas en el mercado y de supuestos propios. El objetivo final es obtener modelos financieros con el valor de las 4 empresas PyMEs para poder realizar sensibilidades y escenarios sobre los mismos. Y de este modo establecer las ventajas y desventajas de invertir en un proyecto similar.

A modo de clarificar en la cabeza del lector los proyectos mencionados en el anexo 4.1 encontrará un cronograma en el cual se detallan los eventos más relevantes en la vida de cada uno de los mismos.

4.1.2. Descripción de los segmentos de precios y de los distintos perfiles.

Si bien en la realidad las 4 bodegas elegidas tienen tamaños muy diferentes, lo que se utilizó en este trabajo fueron sus diferentes posicionamientos en el mercado de vinos estadounidense (con respecto a otras bodegas argentinas) dado por sus distintos mix de productos y por lo tanto, los segmentos de precios a los cuales apuntan. Caucasia⁵, la base de datos de donde se obtuvieron los datos, divide al mercado en 7 segmentos de precios (USD/Caja de 9 litros). Está claro que en la práctica una empresa puede tener muchos productos, sin embargo en este trabajo se agruparon estos 7 segmentos en 4 categorías homogéneas. Ver cuadro 4.1

⁵ Caucasia es una base de datos nueva por lo que los datos van desde el 2002 a la actualidad.

Cuadro 4.1. Segmentos de Precios⁶

Segmentación modelos financieros	Segmentación Caucasia							Segmentación Rabobank
		Precio USD FOB por caja de 9 litros FOB Neto		Precio USD FOB por botella de 750 ml FOB Neto		Precio USD por botella 750 ml Retail EEUU		
1 Basico	1	-	15,0	-	1,3	-	3,6	Basico
2 Premium	2	15,1	26,0	1,3	2,2	3,6	6,2	Basico
2 Premium	3	26,1	39,0	2,2	3,1	6,2	8,8	Popular Premium/ Premium
3 Super Premium	4	39,1	60,0	3,3	5,0	9,3	14,3	Premium
3 Super Premium	5	60,1	110,0	5,0	9,2	14,3	26,2	Super premium
4 Ultra Premium	6	110,1	220,0	9,2	18,3	26,2	52,4	Ultra premium
4 Ultra Premium	7	220,1	-	18,3	-	52,4	-	Icono

Asimismo es importante resaltar que la fuente Rabobank tiene otra segmentación la cual también se expone en el cuadro 4.1. y se utiliza a lo largo de trabajo cuando se cita esta fuente.

Una vez introducido esto se explicarán los distintos perfiles elegidos para realizar los modelos financieros. Los mismos fueron inspirados en bodegas reales. Dado que en la Industria vitivinícola argentina ya hay 114 bodegas que exportan a Estados Unidos (Caucasia, 2008) en este trabajo se seleccionaron 4 bodegas con perfiles diferentes de modo de que reflejen distintas realidades de la industria.

- **Perfil 1:** Perfil focalizado exclusivamente a los segmentos más altos, produciendo sólo líneas de vinos Súper Premium y Ultra Premium.

Ejemplo Real: Achaval Ferrer (bajo la S.A. Florida del Tupungato.)

- **Perfil 2:** Bodega exportadora mediana, con un buen posicionamiento en el segmento más competitivo para EEUU, (el Premium y el Súper Premium). Sin presencia en el segmento básicos, ni tampoco en los más altos como son los de vinos íconos.

Ejemplo Real: Dominio del Plata. Si bien en la realidad Dominio del Plata si tiene presencia en los segmentos más altos al no ser en grandes cantidades se simplificó unificando en solo dos segmentos.⁷

⁶ FOB neto: Quiere decir precio hasta que el producto llega a la frontera y sale por aduana. Dado que en la información que viene de la aduana es imposible determinar por cual frontera salió, se unifica el precio a FOB neto. Por ejemplo, si sale por Mendoza y luego por puerto de Chile, el FOB neto cubre hasta la frontera sin el transporte (el barco) pero si sale por Buenos Aires, se incluye el transporte de Mendoza a Buenos Aires porque sigue dentro del país.

- **Perfil 3:** Empresa con su cartera de productos bien diversificada con presencia en todos los segmentos de precios, aunque, con mayor posicionamiento en algunos que en otros.

Ejemplo Real: Bodegas Esmeralda. Esta es la bodega argentina con mayor market share en EEUU, tanto histórico como en los últimos años. Tiene presencia en todos los segmentos y un total de 17 marcas. Asimismo su mejor posicionamiento se encuentra en el rango Premium. Otro ejemplo que apunta al mismo posicionamiento pero que tiene un tamaño similar a los proyectos realizados en este trabajo es el de O’Fournier.

- **Perfil 4:** Perfil que solo representa el segmento básico, es decir vinos de precios bajos. Por lo tanto, no tiene diversificación a lo largo de los segmentos pero si un importante market share resultado de la competencia por precio.

Ejemplo Real: Fecovita. Su marca Marcus James tiene la mayor venta por volumen en EEUU de vino argentino. Si bien es una marca privada de la empresa Constellations, originaria de EEUU, siempre fue elaborada por Fecovita.

Para continuar, los datos utilizados de Caucasia fueron principalmente: precios, cantidad de cajas de 9 litros exportadas a EEUU y facturación de cada una de las bodegas elegidas. Con los mismos se calculó que porcentaje de la producción total destinaba cada perfil hacia cada segmento de precio. El resultado fue aproximadamente el siguiente:

Cuadro 4.2. Mix de productos de los perfiles⁸.

	PERFIL 1 ~ Achaval Ferrer	PERFIL 2 ~ Dominio del Plata	PERFIL 3 ~ Esmeralda	PERFIL 4 ~ Fecovita
Base				100%
Premium		80%	55%	
Super Premium	60%	20%	40%	
Ultra Premium	40%		5%	
Total	100%	100%	100%	100%

Fuente: Elaboración propia en base a información de Caucasia de las bodegas subyacentes.

⁷ Decisión basada en la regla 80:20, el 80% de las ventas y costos son generados por el 20% de los productos

⁸ En adelante Base (B), Premium (P), Súper Premium (SP), Ultra Premium (UP). ~ (significa: mix de producto similar a...)

Esta composición de la cartera de productos no es estática. Se tratará de tener en cuenta que la misma puede variar de acuerdo al contexto económico y al momento que se encuentre la empresa dentro de su ciclo de vida, por lo tanto, también se proyectó la variación en el mix de productos.

A modo de establecer algunos supuestos válidos, respecto a la proyección del mix de productos de los distintos perfiles, se tuvo en cuenta, no sólo como éste evolucionó históricamente para cada una de las bodegas subyacentes reales, pero también ciertos razonamientos respecto de cómo influyó y va a seguir influyendo la crisis financiera internacional de fines del 2008, dado que este trabajo supone que los proyectos duran 10 años arrancado a principio del 2009. Evidentemente esta crisis cambió un poco las reglas del juego que se venían utilizando por lo que un análisis meramente histórico no es suficiente.

Para comenzar, como se mencionó en el capítulo anterior, se intuye que post-crisis, si bien la recesión debería afectar el consumo de vino, en EEUU se dio el caso de que las ventas de vinos argentinos aumentaron a causa de la sustitución de vinos caros por vinos de menor valor pero de igual calidad. A modo de validación, en lo que va del 2009, Argentina creció en el volumen exportado a EEUU, mientras el mercado de importación de EEUU cayó.

Por otro lado, dado que los segmentos medios fueron los que más crecieron en volumen, el precio dentro de este segmento bajó. A su vez queda claro que a los segmentos altos les va a costar más recuperarse que a los bajos, situación que hasta el momento era al revés ya que eran los segmentos altos los cuales tenían mayor crecimiento. (Anexos 4.2. y 4.3.)

Este efecto, tiene dos posibles evoluciones. Que Argentina se acomode en un segmento que podría funcionar como disparador para segmentos más altos o que desarrolle aun más este segmento sin arriesgarse a subir a uno más alto. Que se dé o no este posicionamiento, lógicamente es una incógnita. Sin embargo en las proyecciones de estos modelos se fue optimista y se consideró que los segmentos altos de vinos argentinos a partir de una periodo de tiempo vuelven a crecer. En concreto se producirá crecimiento en los segmentos medios y caídas en los extremos. Más pronunciada en los altos al principio y

más adelante, más pronunciada en los segmentos bajos. Referirse al anexo 4.4. para ver la proyección en detalle.

4.1.3. Explicación de las premisas .

4.1.3.1. Business Plan: Premisas Generales.⁹

a. Periodo pre operativo

El proyecto tiene 1 año pre operativo en el cual se construye la bodega (que sería el año cero). En el segundo año la obra estaría concluida y lista para comenzar a producir y a comercializar según de la línea de producto (vino básico y premium en el año 1, vino súper premium en el año 2 y vino ultra premium en el año 3), dependiendo el tiempo de crianza en barricas. (Ver cronograma en anexo 4.1.para detalle)

b. Mercado/Precios/Producción:

- i. Mercado:* Las bodegas exportan exclusivamente a EEUU. El motivo de la elección está detallado y justificado en la sección de presentación de la industria vitivinícola.
- ii. Precios:* Los precios de exportación de los vinos a EEUU, también fueron obtenidos de la base de datos Caucasia. Los mismos están en USD FOB/caja de 9 litros.

Crecimiento de los Precios: Para estimar la tasa de crecimiento, si bien se los debería ajustar por una tasa de crecimiento nominal que depende de la inflación local, en la realidad esto no ocurre así ya que en los mercados de exportación no es tan fácil cambiar los precios significativamente todos los años (esto ocasionaría pérdida de credibilidad y confianza en los clientes). Por lo tanto las bodegas no pueden ajustar sus precios constantemente a pesar de tener altas tasas de inflación local que hacen que los costos locales también aumenten y por consiguiente que sus márgenes se reduzcan.

⁹ Si bien en los Anexos está expuesta gran parte de los modelos en el DVD adjunto se encuentran las versiones completas.

Por este motivo para determinar este supuesto se observó que ocurrió históricamente en los últimos 7 años y en base a esto se eligieron los supuestos para cada perfil. Dado que se supone que el año 0 es el año 2008, se utilizaran los precios del 2009 y se seguirá la tendencia promedio de crecimiento. (Ver en anexo 4.5. cuadros con detalle del análisis histórico y de la proyección).

c. Capacidad/Producción

Se supuso que la inversión inicial es para una capacidad de producción de 440.000 litros. Para alcanzar esa capacidad se partió de la premisa de invertir en 20 tanques de acero inoxidable, 18 piletas de hormigón, el equipamiento de recepción y molienda, el equipo de frío, la línea de fraccionamiento, el terreno, la obra en el edificio y un personal de 9 personas. (Ver en el anexo 4.6. un detalle de la inversión en CAPEX y en el anexo 4.7. del personal).

La capacidad inicial se puede escalar fácilmente llegando a 1,3MM de litros mediante la instalación de tanques de acero inoxidables y la construcción de área cubierta adicional sin tener que volver a invertir en maquinarias ni aumentar el personal. En el caso del perfil 4 dado que representa un negocio por volumen, se armó el modelo de modo que desde un principio tenga capacidad para 1,3MM de litros.

En cuanto a la materia prima, se supone que se compra toda la uva a productores externos, por lo que los proyectos no cuentan con explotación de viñedos.

d. Inversiones/ Amortizaciones.

i. Inversión Inicial.

Es de aproximadamente USD 1.250.000 correspondiente a la construcción de la bodega, la inversión en CAPEX y la caja requerida para operaciones del año siguiente. En el caso del perfil 4 la inversión inicial es de aproximadamente USD 1.900.000 siendo mayor ya que se realiza un estructura más grande desde el principio.

ii. Necesidad total de inversión

Es relevante destacar que se trata de un negocio de capital intensivo, el cual requiere de continuos aportes en los primeros años debido a que en los primeros años de vida del proyecto se comienza a producir pero no a vender hasta que las distintas líneas de productos estén listas. Según los distintos casos las ventas pueden empezar entre 1 y 3 años después del comienzo de la producción. Por lo tanto, hasta que se estabilizan los ingresos por ventas se necesitan de aportes para mantener la producción. De esta forma, según expertos, la inversión de una bodega en general se recupera entre los 7 y los 9 años de la inversión. Por este motivo también se calculó lo que se denomina necesidad total de inversión. Es decir se descontaron a la tasa de costo de oportunidad del capital propio todos los aportes necesarios hasta que los proyectos dejan de requerir inversiones adicionales y se sumaron a la inversión inicial. En este sentido los resultados fueron los siguientes:

Cuadro 4.3. Inversión total. Inversión inicial mas aportes necesarios en los años subsiguientes descontados a $t=0$.

	Cash Need en USD
Perfil 1	2.495.057
Perfil 2	2.382.030
Perfil 3	2.677.302
Perfil 4	1.888.798

iii. Amortizaciones.

La bodega se amortiza en 50 años el edificio y 10 años las maquinarias y los tanques. Las amortizaciones comienzan en el año 1 que es cuando comienza a usarse la bodega. El galpón adicional en caso que se construyere también se amortiza en 50 años. Cuando hay compra de tanques adicionales se comienza a amortizar el año posterior a su compra.

iv. Expansión.

A modo de simplificación se supuso que los tanques se piden y compran de a grupos de a 6 previniendo de abastecer aumentos en la demanda futura.

e. Financiación:

Luego de realizar averiguaciones con participantes de la industria se relevó que no existe acceso al crédito en Argentina para empresas del tamaño de las construidas en este proyecto. Sin embargo se prepararon los modelos de modo de poder incluir endeudamiento y se hará un supuesto de un endeudamiento mínimo.

Las primeras inversiones están financiadas 82% con capital propio y 18% con endeudamiento. Se supuso deuda emitida en USD, a través de un préstamo francés a 10 años a una tasa del 8% (TNA) con base semestral. El financiamiento se eligió en USD a modo de evaluar cómo podría llegar a afectar el tipo de cambio en otra de las variables claves.

Ya que la estructura de capital va cambiando a lo largo del proyecto, si bien comienza con un 18% deuda 82% capital propio, a medida que se repagan las deudas se va transformando todo en capital propio.

CROt+1 (Caja mínima requerida para operaciones del año siguiente): Se supuso entre un 3% y un 6% de las ventas dependiendo del perfil. Los flujos de caja están armados de modo que al final de cada año haya como mínimo el dinero necesario en caja para afrontar las operaciones del año siguiente.

f. Costos

Todos los costos tanto fijos como variables tienen asociada como parte de la tasa de crecimiento la inflación dependiendo el lugar de origen de dicho costo.

i. Costos Fijos

Los costos fijos se dividen en gastos de administración, gastos de producción y gastos de comercialización. Al ser los 4 proyectos del mismo tamaño los costos fijos estimados son muy similares para los 4 perfiles con excepción de los costos de comercialización los cuales dependen más del precio del vino que vende cada bodega así como también del volumen y el momento en que se comienza a comercializar cada línea de producto.

- *Gastos de administración:* son por ejemplo, los sueldos de los encargados administrativos, teléfono e internet, papelería y gastos de oficina, pagos al estudio contables, seguros, entre otros.
- *Gastos de producción:* se refieren principalmente a sueldos de los operarios, del enólogo y del encargado de la bodega.
- *Gastos de comercialización:* en este caso se refiere al sueldo de los ejecutivos de cuentas, de los asistentes comerciales y de logística, a la papelería comercial como ser los folletos y los viajes en giras, exposiciones y ferias.

ii. Costos Variables

Los mismos se dividen principalmente en: la uva, la madera y los insumos secos (botella, corcho, etiqueta, cápsula, cajas, etc.). En cada caso se tuvieron en cuenta distintos niveles de precios de acuerdo a las diferentes calidades dependiendo de los tipos de vinos que produce cada perfil. (Ver cuadro 4.4.)

Cuadro 4.4. Costo de los insumos por unidad según los diferentes segmentos.

Costo de los insumos por unidad

	EURO		USD		ARS		
	Tapón	Cápsula	Tapón	Cápsula	Tapón	Botella	Caja p/unidad
Ultra Premium	0,485	0,096				3,5	6,33
Super Premium	0,312	0,096				3,228	1,38
Premium			0,075	0,035		1,38	0,24
Base				0,026	0,258	0,72	

Precio de la uva por kg en ARS

Uva vino Ultra Premium	3,50
Uva vino Super Premium	2,20
Uva vino Premium	2,00
Uva vino Base	1,50

Precio de la madera por unidad (barrica, inserstave)

Precio Roble Americano Calidad 1	USD/Barrica	550
Precio Roble Americano Calidad 2	USD/Barrica	490
Precio Roble Americano Calidad 3	USD/Barrica	380
Precio Roble Frances Calidad 1	Euros/Barrica	640
Precio Roble Frances Calidad 2	Euros/Barrica	610
Precio Roble Frances Calidad 3	Euros/Barrica	580
Precio Inserstave Roble Americano en USD/litros	USD/Litros	0,40
Precio Inserstave Roble Frances en Euro/litro	Euros/Litros	0,42

g. Impuestos

Los impuestos considerados son:

- i. Impuesto a las ganancias: 35%*
- ii. Impuesto a los ingresos brutos (IIBB): 2%*
- iii. Impuesto al valor agregado (IVA): 21% (excepto para la uva que rige un 10,5%). En cuanto al IVA por un lado es importante aclarar que las exportaciones no están gravadas con el mismo. Por el otro, que las compras hechas en el exterior tampoco van a estar gravadas ya que se traen bajo un régimen que se denomina de importaciones temporarias. Es decir que no van a estar gravadas siempre y cuando sea posible demostrar que las mismas serán reexportadas en un plazo no mayor a un año de su imposición. Esto sucede con los insumos secos como los corchos, cápsulas y botellas.*
- iv. Reintegro por exportación: la industria vitivinícola está afectada por un reintegro por exportación del 6% sobre las ventas. En este caso es relevante mencionar que el reintegro se cobra a los 120 días de la exportación, dicho atraso se tuvo en cuenta en el modelo.*
- v. Derecho de Exportación: por exportar se debe pagar un derecho del 5% sobre las ventas. El cual también debe ser realizado en un plazo de 120 días.*

4.1.3.2. Contexto: Premisas Macroeconómicas Proyectadas

En este sector se intentó elegir las variables de modo realista para que reflejen de la mejor manera el contexto macroeconómico dentro del cual se encontrarían los proyectos.

a. Inflación.

i. Inflación Externa

Tenemos dos inflaciones externas que intervienen en el modelo. La de EEUU y la de Europa, ya que, como mencionamos anteriormente, tenemos costos tanto en USD como en euros. En cuanto a la primera se supuso un 3% constante y para la segunda un 2% constante ya que históricamente ambas se encuentran alrededor de estos valores. Tanto EEUU como Europa han tenido históricamente contexto de muy baja inflación. Si bien en los últimos años debido a la crisis internacional hubo excepciones, a modo de simplificación se dejaron estos supuestos.

ii. Inflación Local

En cuanto a la inflación local, sabemos que Argentina suele sufrir de figuras de inflación altas a pesar de lo que dice el gobierno en sus estadísticas (provistas por el INDEC). El receso económico que comenzó en el 2008 y el cual se profundizó a principios del 2009 contribuyó a una menor demanda doméstica y consecuentemente menor presión inflacionaria. A su vez la reciente depreciación de la moneda local, generó presión adicional sobre los precios domésticos ya que los bienes importados se vuelven más caros en la moneda local. En el corto plazo esperamos que el primer efecto mencionado domine sobre el segundo, ocasionando inflación más baja en los próximos años. Por lo tanto se pronostica que la inflación se mantendrá por debajo del 10% (Reuters, Septiembre 2009). A su vez según el proyecto de ley de presupuesto para el 2010, el ministro de economía Boudou, previó una inflación del 7%.

Debido a la incertidumbre sobre los valores reales de la inflación lo que se hizo fue utilizar una estimación¹⁰ realizada con un Modelo de Simulación de Montecarlo, la cual da coherente con lo explicado anteriormente. La inflación comienza en 13% en el año 1 y luego decrece y converge en valores cercanos a 7%. Ver en los anexos 4.8. y 4.9. el gráfico y los parámetros y outputs de la simulación mencionada.

¹⁰ Estimación vista en clase de métodos cuantitativos del Major en Finanzas, UdeSA. En el DVD adjunto está el archivo de Excel con la simulación.

b. Tipo de Cambio.

El tipo de cambio influye sobre las decisiones financieras, sobre la competitividad de sectores específicos y en el crecimiento, sobre los precios de bienes importados y la estructura de costos. Es por esto que en un ejercicio de proyecciones es necesario incorporar una visión sobre lo que sucederá con el tipo de cambio y sus efectos.

Esta es una variable clave ya que uno de los objetivos de este trabajo es evaluar cómo influye el tipo de cambio en el valor de estas compañías. De este modo se plantearon distintos escenarios sobre que podría llegar a ocurrir con esta variable sobre los cuales se profundizará en capítulos más avanzados del mismo trabajo.

En el modelo intervienen dos tipos de cambio relevantes: USD/ARS y EURO/ARS. El primero afecta principalmente a la facturación ya que se exporta todo a EEUU donde se vende en USD, a su vez los precios de algunos activos fijos y de algunos de los insumos también están en dólares. El segundo afecta principalmente al precio de las barricas de madera que es un insumo relevante.

Como escenario base se proyectó un caso intermedio, ni optimista, ni pesimista. Se trata de un escenario de estabilización, donde lo que se hizo fue que se aprecie el tipo de cambio real (en pesos del 2001) hasta 1,13, valor al cual llega en el año 2013, y que se estabilice en este valor por los próximos 10 años. (Se eligió 1,13 ya que el valor promedio histórico del tipo de cambio real del 91 al 09 fue 1,13). Ver cuadro 4.5. y gráfico 4.1 y 4.2. con los valores históricos y las proyecciones

Cuadro 4.5. Proyecciones del escenario cambiario base

Escenario Base: Intermedio. Que el tipo de cambio baje hasta 1,1 (Real en pesos del 2001) y se estabilice en este valor por los próximos 10 años

	Valores Históricos																			
	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
TCR (IPIM)	1,17	1,10	1,11	1,12	1,08	0,89	0,89	0,91	0,96	0,96	1,00	1,71	1,42	1,37	1,31	1,28	1,20	1,16	1,24	
Tasa de Crec/Decrec		-0,05	0,01	0,01	-0,04	-0,18	0,00	0,02	0,06	0,00	0,04	0,71	-0,17	-0,03	-0,05	-0,02	-0,06	-0,04	0,07	
IPIM Arg Base 1993=100	n/d	n/d	n/d	n/d	106,27	109,63	109,74	106,23	102,19	106,27	103,84	183,92	216,83	232,87	252,56	278,82	306,74	346,15	365,00	
IPIM EEUU	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	100,00	97,80	100,23	104,67	108,98	111,58	114,20	122,17	117,33	
Inflacion ARG *																			15,00%	
Inflacion EEUU*																				3,00%
TCR (ARS Reales 2009)																				3,70
TCN ARS/USD	0,99	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	3,09	2,95	2,94	2,92	3,07	3,12	3,16	3,70	

* Valores proyectados en los modelos

	Escenario Proyectado											
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
TCR (IPIM)	1,24	1,20	1,18	1,15	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13	1,13
Tasa de Crec/Decrec	6,59%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	-2,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
IPIM Arg Base 1993=100	365,00	401,50	430,19	459,95	492,55	528,92	565,96	608,91	653,87	699,31	752,20	809,97
IPIM EEUU	117,33	120,85	124,48	128,21	132,06	136,02	140,10	144,30	148,63	153,09	157,68	162,41
Inflacion ARG *	15,00%	10,00%	7,15%	6,92%	7,09%	7,38%	7,00%	7,59%	7,38%	6,95%	7,56%	7,68%
Inflacion EEUU*	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%
TCR (ARS Reales 2009)	3,70	3,60	3,52	3,45	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38	3,38
TCN ARS/USD	3,70	3,84	3,91	3,98	4,06	4,23	4,39	4,59	4,79	4,97	5,19	5,42

* Valores proyectados en los modelos

Luego de que se mantuviera el tipo de cambio nominal aproximadamente constante durante varios años mediante un sistema de flotación sucia, desde el 2008 el peso ha sufrido considerables modificaciones. Sin embargo, para evitar mayores depreciaciones el BCRA continúa interviniendo en el mercado cambiario a expensas de tener que reducir sus reservas en moneda extranjera. Por lo tanto, el peso sigue medianamente contenido. Hay que tener en cuenta que es muy difícil determinar cuál será el nuevo techo al cual el BCRA mantendrá el tipo de cambio en el futuro, en la actualidad claramente se está dejando que el peso de devalué suavemente.

Es por esto que se planteó un escenario de estabilización en términos reales y luego al aplicarle la inflación y pasarlo a términos nominales resulta en una progresiva devaluación, la cual llega a un valor máximo de 5,42 ARS/USD en términos nominales en el último año del proyecto. Observar gráficos 4.1. y 4.2.

Gráfico 4.1. Gráfico de TRC ARS/USD del escenario cambiario base: intermedio (estabilización).

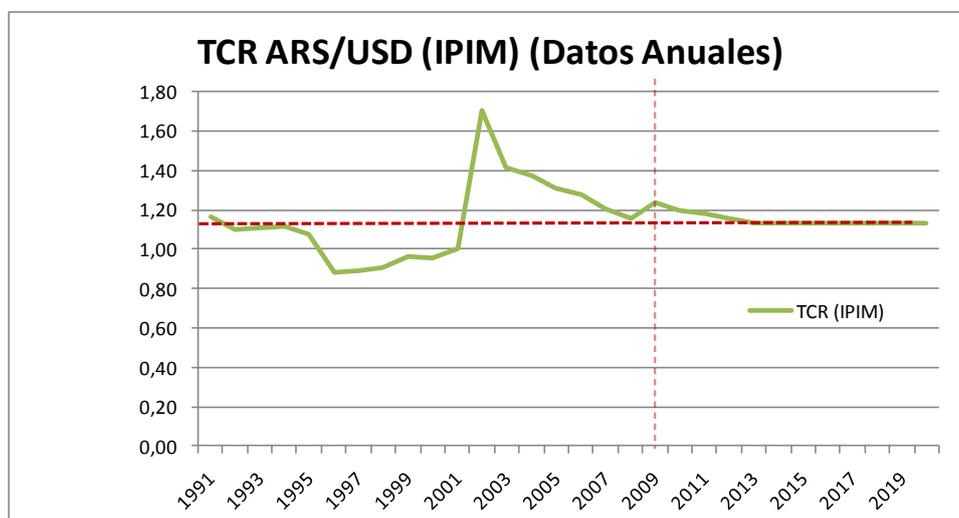
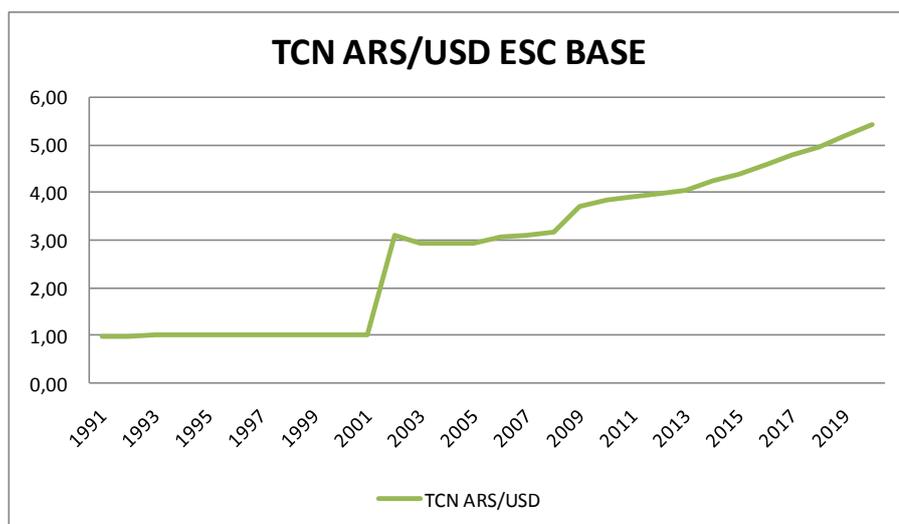


Gráfico 4.2. Gráfico de TCN ARS/USD del escenario cambiario base.



Más adelante en la sección de escenarios se explicará otros escenarios alternativos de manera pesimista y optimista.

c. Crecimiento de la Demanda

Como se explicó en el capítulo anterior, la demanda de vino argentino en EEUU ha aumentado considerablemente en los últimos años, principalmente debido a su buena relación precio calidad en comparación con sus competidores. Por este motivo la crisis internacional ocasionó una oportunidad para el vino argentino, dado que muchos consumidores, se abrieron a optar por el mismo, privilegiando precio sin sacrificar calidad.

Sin embargo, hay que tener en cuenta que en cada segmento de precio la demanda se comporta de manera distinta. No obstante como la estimación de la demanda no es el foco de este trabajo y es en sí mismo un tema extremadamente complejo, en este caso lo que se hizo fue, por un lado analizar cómo se comportó históricamente la demanda¹¹ de las bodegas seleccionadas y por otro usar premisas de acuerdo al contexto económico como base para estimar la demanda de los perfiles. A partir de dicho análisis, se tomó un supuesto para la oferta total y otro para la variación del mix de productos que ya fue explicado anteriormente¹². Hay que tener en cuenta que son sólo estimaciones subjetivas.

¹¹ Los datos para el análisis se obtuvieron de Caucasia. Esta base tiene datos a partir del año 2002.

¹² Al hacer cambiar el mix de producción permite ser un poco más realistas en cuanto a la estimación de la demanda sin proyectar una demanda para cada segmento de precios en particular.

Es relevante destacar que las elevadas tasas en los primeros años se deben a que se trata de proyectos *start up*, por lo cual es lógico que luego del primer año en que se comienza a vender, al año siguiente, el crecimiento sea de tasas de 150% o más, (como se puede comprobar con las series históricas de bodegas reales). Ver en el anexo 4.10 cuadros con las proyecciones y las series históricas completas.

4.2. Proyecciones

Ver en el anexo 4.11 una copia de la planilla de Excel de la valuación, donde se encuentran las proyecciones de las variables más relevantes, los FFL¹³, la valuación y los outputs más importantes para cada uno de los perfiles.

Las proyecciones fueron realizadas en base a todas las premisas mencionadas anteriormente.

4.2.1. Estados Contables completos proyectados integrados a 10 años + Valor Residual.

A modo de chequeo es relevante aclarar que el control principal cierra, es decir que en el balance, $A=P+PN$. En los anexos 4.12. se encuentra una copia de los estados financieros finales de cada uno de los proyectos: estado de resultados, flujo de caja y balance de los 4 perfiles.

Se supone una tasa de crecimiento a perpetuidad (g) del 3%.

4.2.2. Determinación de las tasas de descuentos (CAPM, WACC).

Ver detalle en anexo 4.11.

La WACC es la tasa que se aplica a los FFL para descontarlos y llevarlos a valor presente. Es el promedio ponderado del costo de la deuda (K_d) y del costo del capital propio (K_e).

¹³ FFL: Flujos de Fondos Libres

El primer inconveniente es como estimar el costo del capital propio en economías emergentes. Dado que la estructura de capital no es constante durante la vida del proyecto, el WACC varía año a año según cómo va cambiando la estructura de capital.

$$WACC = K_e \times \frac{E}{D+E} + K_d \frac{D}{D+E} \times (1-t)$$

Donde:

Ke: Costo del capital propio

E/D+E: Porcentaje de la estructura del capital correspondiente a capital propio

Kd: Costo de la deuda

D/D+E: Porcentaje de la estructura de capital correspondiente a deuda

t: Impuesto a las ganancias

Para calcular el costo del capital propio, se utilizó el CAPM Global, el cual da un costo del capital más bajo que otros métodos. La premisa subyacente es que los inversores tienen acceso al mercado global financiero con relativa facilidad. La crítica a dicho supuesto es que en realidad no es tan fácil realizar inversiones globales ya que existen restricciones al movimiento de capital. A su vez los inversores suelen ser más localistas. Sin embargo, esto ha disminuido gracias a la intervención de internet en las inversiones lo que permite manejarlas más fácilmente a nivel global. A sí mismo a dicha estimación se la ajustó por riesgo país, para traerlo al contexto local.

$$CAPM: K_e = r_f + \beta(r_m - r_f) + r_p$$

Donde:

r_f ¹⁴: 374bps

Beta unlevered: 0.8

$R_m - r_f$: MRP: 700bps

Riesgo País: 600bps

El resultado por el CAPM sin el riesgo país da un costo del capital propio de 10,14%. Y con riesgo país 16,14%.

En primer lugar para estimar la tasa libre de riesgo, se utilizó la tasa promedio de los bonos del tesoro de EEUU a 10 años, se realizó un promedio en base a datos anuales desde el año 1928 al 2009.

¹⁴ Datos obtenidos de la página de Darmodaran.

http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

El segundo inconveniente es estimar la beta. La beta es la regresión de los retornos de la empresa analizada contra el índice de mercado global. Dado que se trata de proyectos greenfield es imposible calcular la beta de estos proyectos. A su vez podríamos usar la beta de las empresas reales seleccionadas pero no cotizan en bolsa. En dicho caso lo que se hace es buscar las betas de empresas comparables y en última instancia de la industria. Hay que tener en cuenta que dado que la beta es sensible al apalancamiento, lo mejor es desapalancarla y luego reapalancarla a las características de la empresa en cuestión.

En este sentido fuentes como Reuters y Darmodaran dan un beta desapalancada de la industria vitivinícola de entre 0,75 y 0,85 por lo que se tomo como supuesto el promedio 0,8. Luego se lo apalancó según la estructura de cada proyecto.

$$\text{Beta Apalancada} = \text{Beta Des apalancada} * (1 + D/E(1-T))$$

Luego en relación a la MRP se utilizó el 7 % ya que Copeland sugiere utilizar entre un 5% y un 8% y los promedios históricos se encuentran entre el 7% y el 8%.

Por último en cuanto al riesgo país se aceptó la recomendación del mentor de este trabajo, Francisco Díaz Hermelo, y se utilizó un valor del 6%.

Finalmente se calculó la tasa de descuento aplicando este costo del capital propio ponderado por el E/D+E y la tasa de la deuda que se había supuesto en 8% por el D/E+D después de impuestos. Como resultado da una WACC de 15,25%.

4.2.3. Valor y Rentabilidad de los proyectos.

Valuación mediante descuento al WACC de los Flujos de Fondos Libres¹⁵.

En $t=0$ el valor de los proyecto es de:

¹⁵ FFL: $EBIT*(1-T) + \text{Amortizaciones} - \text{VARIAC CT} - \text{VARIAC ANC}$.

Cuadro 4.6. Resumen de VAN, TIR, Periodo de Recupero e Índice de Rentabilidad de los 4 proyectos.

WACC= 15,2%	VAN (USD)	TIR (%)	PR (años)	Cash Need (USD)	IR
Perfil 1	761.210	20,90%	9,00	2.495.057	0,31
Perfil 2	2.368.135	27,67%	8,03	2.446.355	0,97
Perfil 3	68.775	17,25%	10,30	2.677.302	0,03
Perfil 4	-447.969	11,35%	8,88	1.888.798	-0,24

Estos resultados serán validados y discutidos en los siguientes capítulos.

4.3. Análisis de Sensibilidad

Se realizó el análisis de sensibilidad con respecto a 5 variables: tipo de cambio ARS/USD, inflación local, tasa de crecimiento de las ventas (volumen), costos fijos y costos variables. Ver en anexo 4.13.las sensibilidades de los 4 perfiles.

Para los mismos se utilizó la herramienta de administración de escenarios de Excel, con la cual luego de elegir cuales celdas serán las que cambiarían y a que valores, se eligen las celdas objetivos sobre las cuales se quiere observar el cambio. En este caso fueron el VAN y la TIR de cada uno de los proyectos. En todos los casos se testeó que pasaba con el VAN y la TIR ante variaciones positivas y negativas de un 10% de cada una de las variables manteniendo el resto constante.

A continuación se presenta un resumen con el ranking de cuáles fueron las variables a las cuales el VAN y la TIR resultaron ser más sensibles.

Cuadro 4.6. Ranking de sensibilidad del VAN y la TIR respecto a variables claves.

Delta 10% RANKING	VAN en USD OPTIMISTA		VAN en USD PESIMISTA		TIR en % A		TIR en % PESIMISTA	
	Δ%	USD	Δ%	USD	Δ%	%	Δ%	%
Perfil 1	761.210				20,90%			
1- Tasa de crecimiento de las Ventas	244%	2.614.778	-208%	-818.644	35%	28%	-48%	11%
2- Tipo de cambio ARS/USD	85%	1.405.321	-83%	129.829	16%	24%	-16%	17%
3- Costos variables	48%	1.124.663	-49%	390.047	9%	23%	-9%	19%
4- Costos fijos	32%	1.002.463	-33%	512.818	6%	22%	-6%	20%
5-Inflación Local	1%	766.465	-1%	755.709	0%	21%	0%	21%
Perfil 2	2.368.135				27,67%			
1- Tasa de crecimiento de las Ventas	144%	5.788.447	-135%	-825.158	34%	37%	-62%	11%
2- Tipo de cambio ARS/USD	42%	3.352.039	-51%	1.159.874	15%	32%	-19%	22%
3- Costos variables	26%	2.985.395	-26%	1.746.761	8%	30%	-9%	25%
4- Costos fijos	15%	2.723.988	-15%	2.007.577	6%	29%	-6%	26%
5-Inflación Local	0%	2.370.477	0%	2.365.775	0%	28%	0%	28%
Perfil 3	68.775				17,25%			
1- Tasa de crecimiento de las Ventas	2632%	1.878.642	-2356%	-1.551.427	49%	26%	-76%	4%
2- Tipo de cambio ARS/USD	1070%	804.599	-1315%	-835.416	24%	21%	-32%	12%
3- Costos variables	589%	473.661	-589%	-336.160	13%	20%	-14%	15%
4- Costos fijos	454%	380.939	-454%	-243.368	10%	19%	-11%	15%
5-Inflación Local	2%	70.480	-3%	67.027	0%	17%	0%	17%
Perfil 4	-447.969				11,35%			
1- Tipo de cambio ARS/USD	133%	146.532	-162%	-1.172.089	55%	18%	-88%	1%
2- Costos variables	97%	-12.448	-97%	-883.675	42%	16%	-58%	5%
3- Costos fijos	23%	-344.566	-23%	-551.379	10%	13%	-11%	10%
4-Inflación Local	2%	-438.718	-2%	-457.715	0%	11%	0%	11%
5- Tasa de crecimiento de las Ventas	0%	-447.969	0%	-447.969	0%	11%	0%	11%

Se puede concluir que el VAN y la TIR en estos modelos son más sensibles en primer lugar a la demanda sobre todas las variables y en segundo lugar al tipo de cambio ARS/USD. Excepto en el perfil 4 donde el tipo de cambio toma el primer lugar ya que al suponer que el modelo trabaja a capacidad máxima, los cambios en la tasa de crecimiento de las ventas no tienen efecto sobre el modelo. Podemos confirmar que las variaciones cambiarias efectivamente implican uno de los principales riesgos en este tipo de empresas. Como se mencionó, esto se debe al hechos que las ventas se cobran en USD, algunos de los costos variables se pagan en USD y muchos otros en pesos. Asimismo la deuda está tomada en USD así como también algunos de los activos fijos deben ser comprados en USD.

CAPÍTULO V
VALIDACIÓN, ANÁLISIS



Universidad de
San Andrés

5. Resultados y Validación.

5.1. Resultados a nivel rentabilidad: VAN (Valor Actual Neto), TIR (Tasa Interna de Retorno) y PR (Periodo de Recupero).

Tanto el VAN, como la TIR, como el PR, son criterios de evaluación de proyectos que en definitiva dicen si vale la pena, o no, realizar una inversión.

El criterio más utilizado es el del VAN, ya que indica si el proyecto genera o destruye valor. La regla de decisión es muy simple, si el VAN es positivo: se debe aceptar el proyecto (pues genera riqueza), si el VAN es negativo: no (pues destruye riqueza). Vale mencionar que el problema de este criterio es que supone que los flujos se reinvierten a la misma tasa de descuento cuando no siempre es así. Por este motivo en los modelos se calculó el WACC año a año y se fueron descontando los flujos año por año según la tasa relevante a modo de tener en cuenta el efecto de los cambios en la estructura del capital. Sin embargo como se supuso muy poco endeudamiento las diferencias del WACC cada año son mínimas.

El periodo de recupero es una buena medida para los países inestables, donde por miedo a desequilibrios políticos o a futuras crisis económicas se requiere recuperar la inversión inicial dentro de un periodo de tiempo especificado, sin embargo este criterio no tiene en cuenta el costo de oportunidad del capital.

Por último, la TIR, tasa que hace que el VAN sea cero, tiene como criterio de decisión que se debe aceptar cualquier inversión que produzca una TIR superior al costo de oportunidad del capital, por lo que en definitiva es lo mismo que decir que el VAN sea positivo. En este caso, la desventaja de este criterio es que sobreestima la capacidad de reinversión, ya que supone que los flujos se reinvierten a la misma TIR.

A modo de conclusión lo óptimo es no utilizar solo uno de estos criterios sino usarlos todos de manera complementaria. Pero en caso de tener que elegir uno guiarse por el VAN.

Cuadro 5.1. VAN, TIR, PR e IR de los modelos

WACC= 15,2%	VAN (USD)	TIR (%)	PR (años)	Cash Need (USD)	IR
Perfil 1	761.210	20,90%	9,00	2.495.057	0,31
Perfil 2	2.368.135	27,67%	8,03	2.446.355	0,97
Perfil 3	68.775	17,25%	10,30	2.677.302	0,03
Perfil 4	-447.969	11,35%	8,88	1.888.798	-0,24

Cash Need: Descuento a t=0 a la tasa relevante todos los aportes necesarios a modo de formar la inversión inicial.

Teniendo en cuenta que tomamos estos proyectos como mutuamente excluyentes. Según los resultados de los modelos claramente el perfil 2 presenta la mejor alternativa de inversión según todos los criterios. No es solo el que genera mayor valor, sino que recupera la inversión más rápido y tiene la mayor tasa interna de retorno.

Como ya se mencionó esto se debe a la acertada estrategia de este perfil para el mercado en cuestión.

Lo interesante es ver el resultado en comparación al perfil 1, ya que intuitivamente un negocio orientado al segmento Súper Premium podría parecer una mejor alternativa, los modelos muestran que esto no es necesariamente así, (por lo menos en el contexto del mercado planteado). Quizás si se planteara la misma situación en Suiza por ejemplo en vez de EEUU las conclusiones serían diferentes. EEUU, como se mencionó, es más competitivo en los segmentos de vinos Premium y el perfil 2 apunta en mayor medida a este segmento, por otro lado, Suiza es un mercado que es más competitivo en los segmentos Súper Premium y el perfil 1 tiene su estrategia centrada en este segmento. Por lo tanto, lo que se pretende resaltar es que si se hubiese planteado Suiza como mercado y no EEUU probablemente el perfil 1 tendría mejores resultados que el perfil 2 aunque esto es sólo una hipótesis.

Por otro lado cabe destacar que el perfil 4 no es una alternativa a seguir dado que el VAN es negativo. Pero a su vez resulta interesante el hecho que es el único que da negativo. Es importante tener en cuenta, que en este caso en particular, puede deberse a

que la estructura del modelo en cuanto al tamaño no se adapta al negocio planteado. Por lo cual no debería tomarse como parámetro del negocio del vino en competencia por precio y volumen, ya que si la estructura de la bodega estuviese planteada en coherencia con este negocio el resultado sería otro. A su vez es importante resaltar que EEUU se caracteriza por ser un mercado de vinos más caros y no básicos.

5.2. Validación de los modelos, análisis de ratios con su respectivo análisis de solvencia, liquidez y rentabilidad.

Una vez finalizados los modelos financieros, el próximo paso y uno muy importante es validarlos. Es el momento de verificar si los proyectos planteados responden de acuerdo a la realidad y a su vez entender su performance financiero en relación al resto de la industria.

Si bien los estados financieros proyectados para los 4 perfiles nos proporcionan la información imprescindible para evaluar la posición económica de los proyectos, estos informes contienen una gran cantidad de datos. Para poder resumirlos es que nos centramos en los ratios financieros claves.

Hay que tener en cuenta que cuando se calculan ratios se necesita algún criterio para evaluar si los mismos son síntomas de performance positivo o negativo de la empresa. Si bien no existen reglas estrictas sobre esto uno de los métodos utilizados es analizar la posición financiera de la empresa en comparación de otras empresas similares. Esto a su vez nos proporciona una herramienta para la validación de los modelos ya que se compararon los ratios arrojados por los modelos con ratios de empresas reales y a través de este benchmark se puede analizar las similitudes y diferencias.

Por otro lado, a modo de validación, también se entrevistó a informantes claves de la industria y se recolectó información pública sobre empresas reales que verifiquen los resultados y las variables importantes.

5.2.1. Validación de algunas variables relevantes.

Antes de validar y analizar los ratios financieros, se validarán otras variables y premisas relevantes que resulta interesante debatir.

a. Inversión Necesaria (Cash Need)

En cuanto al requerimiento de capital para invertir se supuso entre 2 y 3 millones de USD entre la inversión y futuros aportes necesarios. Para validar este supuesto es relevante observar el siguiente cuadro:

Cuadro 5.2. Anuncios de Inversión en Argentina (2007-2009)

Anuncios de Inversión en Argentina (2007-2009)				
Industria Vitivinícola				
AÑO	GRUPO ECONOMICO	COMPAÑÍA LOCAL	ORIGEN CAPITAL	MONTO (MILL.USD)
2007	Bodega y Viñedos O. Fournier	Bodega y Viñedos O. Fournier	España	6,00
2007	Barokes	Barokes	Australia	0,45
2007	Bodega y Viñedos O. Fournier	Bodega y Viñedos O. Fournier	España	2,00
2007	Bodegas Catena Zapata	Escorihuela Gascón	Argentina	3,00
2007	Inversores chilenos (Grand)/argentinos (Rosell)	Cruzat Larraín	Argentina/Chile	6,30
2008	Bodega Dante Robino	Bodega Dante Robino	Argentina	2,00
2008	Grupo Edonia	Bodega Alta Vista	Francia	4,00
2008	Grupo Petersen	Finca Santa Sylvia	Argentina	2,00
2009	Diageo	Navarro Correas Mendoza	Inglaterra	14,00
2009	Deumayen	Deumayen	Argentina	0,30
2009	Grupo Petersen	Bodega XumeK	Argentina	0,17
2009		Carlos Gardel	Argentina	3,00
	Promedio			3,60
	Promedio sin inversión de Diageo			2,44

Fuente: Elaboración propia en base a publicaciones de inversión e información de ProspeAR.

Este cuadro muestra inversiones en bodegas start up en Argentina en los últimos 3 años. Estos grupos económicos realizaron inversiones desde cero y lo que está en la columna de "compañía local" es el resultado de dicha inversión. Hay dos cosas relevantes a destacar, en primer lugar que en 7/12 casos el capital es de origen argentino, al igual que lo que se supone en los modelos. Y en segundo lugar que en promedio las inversiones fueron de 2,44 MM¹⁶ de USD lo cual valida la necesidad de inversión resultado de los modelos start up realizados.

b. Endeudamiento

Se mencionó que luego de realizar averiguaciones con participantes de la industria se relevó que no existe acceso al crédito en Argentina para empresas del tamaño de las construidas en este proyecto. Otras evidencias que validan esto son los siguientes testimonios.

Mauricio Lorca, enólogo y socio de Bodega Foster comentó en una entrevista para Área del Vino: *"Lo ideal sería tener acceso a créditos blandos de largo plazo, pero en*

¹⁶ Tomando la inversión de Diageo como outlier y por lo tanto excluyéndola del cálculo.

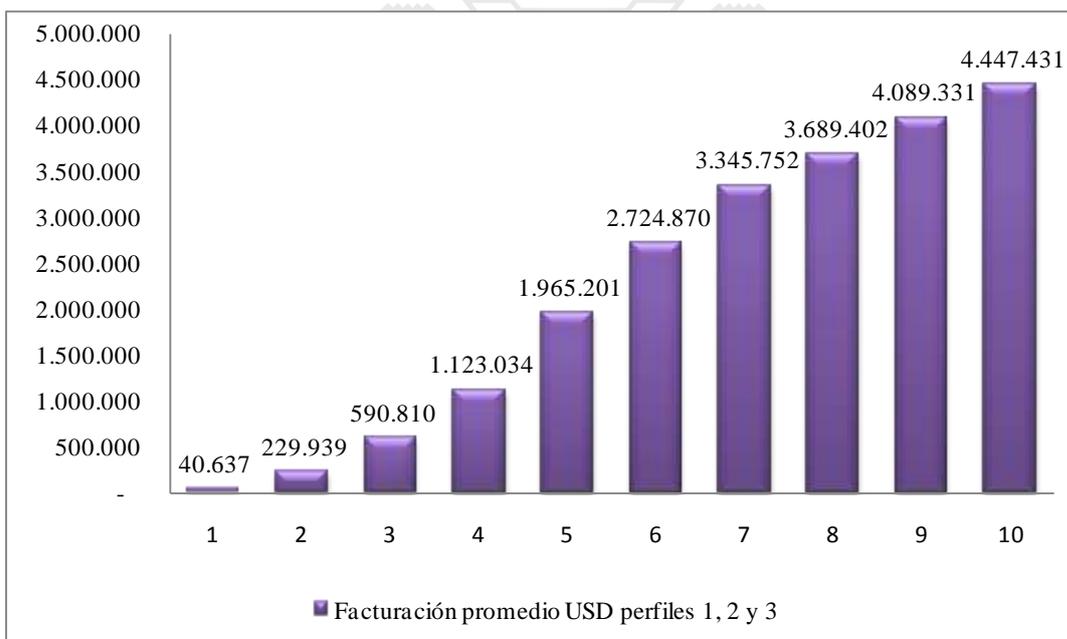
Argentina esto no existe, por lo menos ahora.". Por otra parte Susana Balbo manifestó en una entrevista para Infobae profesional: “ *Las dificultades, en cambio, se concentran en la falta de acceso al crédito y esta actividad es de capital intensivo...* ” .

c. Facturación (Ventas).

Esta es una de las variables más relevantes ya que de la misma depende poder determinar muchas de las otras. Anexo 5.1.

A continuación se puede observar un gráfico con la facturación promedio de los perfiles 1, 2 y 3 en USD en cada uno de los años de vida de los proyectos.¹⁷

Gráfico 5.1. Facturación promedio perfiles 1, 2 y 3 en USD por años de vida

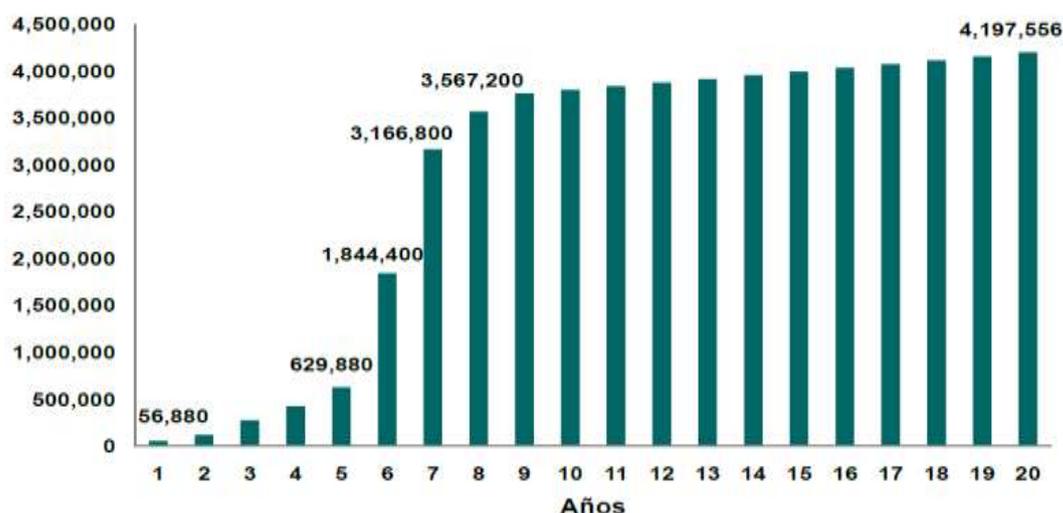


Fuente: Elaboración propia.

A modo de validación se comparó con el siguiente gráfico.

¹⁷ El perfil 4 se excluyó del análisis ya que al ser un negocio basado en volumen los datos funcionarían como outliers en relación a las ventas de los otros perfiles subiendo el promedio.

Gráfico 5.2. Ventas promedio de empresas exportadoras argentinas sobre años de vida (USD)

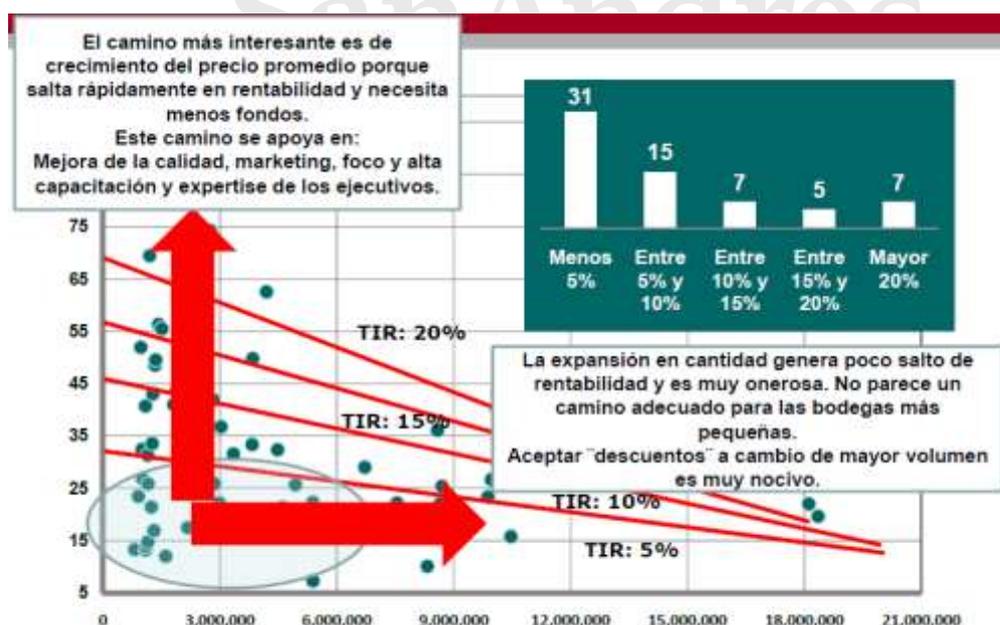


Fuente: PPT, “Reunión estratégica marco de referencia para la visión de la vitivinicultura argentina” Documento preparado por Área del Vino, Mendoza, 24 de Septiembre de 2009.

A pesar de haber algunas diferencias, la similitud en los montos sirve de validación para los supuestos de los flujos proyectados de estos modelos start ups de bodegas argentinas.

d. TIR (Tasa Interna de Retorno)

Gráfico 5.3. Distribución de las bodegas exportadoras argentinas Año 2008



Fuente: PPT, “Reunión estratégica marco de referencia para la visión de la vitivinicultura argentina” Documento preparado por Área del Vino, Mendoza, 24 de Septiembre de 2009.

En este gráfico en el eje de las Y tenemos precio y en el eje de las X cantidad. En el medio se encuentran las TIRs relacionadas a esos precios y cantidades. Lo que cabe resaltar es que es válido cuando se habla de bodegas exportadoras argentinas estar hablando de TIRs de entre un 5% como mínimo y un 30% como máximo y los resultados de los modelos también dieron en este rango. El perfil 1 dio 20,90%, el perfil 2 26,67%, el perfil 3 17,25% y el perfil 4 resultó en 11,35%.(Ver cuadro 5.1.)

A su vez para validar esta variable se entrevistó a un participante de la industria. Respecto a esto Rodolfo Daza, ex director de finanzas del banco Societé Générale y actual inversor en la industria al preguntarle sobre las TIRs resultantes de los modelos comentó:

“Unas TIR del 25 al 35 % no son del todo imposibles, por el contrario creo que luego de pasar los dos o tres primeros años iniciales del proyecto la TIR debiera rondar por ese número (recuerdo que aproximadamente la TIR de La Rural a principio del 2000 era del 23 ò 25 %). También hay casos con crecimientos exponenciales de ventas donde la TIR puede superar el 50%, pero son los menos”.

e. Periodo de Recupero.

Para validar este resultado se utilizaron dos artículos encontrados en sitios especializados en la industria vitivinícola.

Encuestando a expertos de la industria se relevó que una bodega nueva tarda entre 8 y 10 años en volverse autosustentable. En esta línea los periodos de recupero de los perfiles dan entre 8 y 10 años (ver cuadro 5.1.). Sin embargo para poder validar aún de mejor manera esto vamos a tomar dos ejemplos. Al realizar los modelos dijimos que nos estábamos basando en bodegas subyacentes reales. Achaval Ferrer para el perfil 1 y Dominio del Plata para el perfil 2.

Para comenzar el 2do perfil da un periodo de recupero de 8 años y recién en el quinto año del proyecto se hace el último aporte de capital (Ver flujos de caja en anexo 4.12. b.). De la misma forma Susana Balbo, propietaria de Dominio del Plata comentó lo siguiente:

"... Nos tomó ocho años ser autosuficientes financieramente, pero hoy estamos saneados, vendiendo bien y con buen retorno". (Revista Apertura, Julio 2009).

Para continuar, el 1er Perfil da como PR 9 años y si miramos el flujo de caja (ver anexo 4. 12. a.), recién a partir del quinto año se deja de hacer aportes de capital. En este sentido Marcelo Victoria, director de Achaval Ferrer explicó en una entrevista para Área del Vino:

"Para ganar una fortuna en el vino hay que invertir una fortuna. La rentabilidad de una empresa se comienza a ver luego de aproximadamente cinco años, teniendo en cuenta el panorama mundial y argentino". (Área del Vino, Diciembre del 2009)

Por último, Rodrigo Arizu, señaló:

"El que se dedica a este negocio, tiene que saber que es de mucho trabajo y sacrificio, paciencia, prestigio, baja rentabilidad e inversión permanente. Si eso no se tiene en claro, que piense en otra cosa". Aclara que para que una empresa chica sobreviva, sobre todo cuando ofrece productos de lujo, "es necesario mantener estructuras pequeñas, tratando de achicar costos donde se pueda, pero cuidando la calidad". (Área del Vino, Diciembre del 2009).

5.2.2. Validación con ratios y análisis de solvencia, liquidez y rentabilidad con los mismos.

Para realizar esta tarea de comparación de la manera más completa posible y al mismo tiempo poder ir analizando se utilizaron principalmente tres fuentes de información.

En primer lugar se utilizó un artículo de Rabobank con información financiera de bodegas de muchos países. Sin embargo debido a la falta de información pública de bodegas argentinas, Argentina no está analizada en este estudio. Por lo tanto se consiguieron estados contables de algunas bodegas argentinas¹⁸ ya que era clave esta información dado que los proyectos realizados en este trabajo suponen que son en Argentina. Por último se buscaron indicadores financieros de la industria en la página de Reuters.

18 Estados contables de: Dominio del Plata y de Esmeralda del año 2005 al 2008, Peñaflor de año 2004 al 2007 y Chandon del año 2006 y 2007.

A. Validación de los 4 modelos en términos generales en comparación con datos de la Industria y con ejemplos de Bodegas Argentinas

A continuación se presentará un breve resumen de los ratios que se analizarán en conjunto con los resultados obtenidos en los modelos, dado que hay una gran variedad de ratios que pueden ser utilizados se optó por algunos más representativos. Para algunos de estos ratios se calcularon los promedios a partir del año 5 en adelante ya que recién a partir de este año los proyectos comienzan a estabilizarse, para otros, que resultó más interesante ver la evolución a lo largo de proyecto, se dejó toda la serie.

a. Ratios de solvencia y apalancamiento. ¿Cuán endeudados están estos proyectos?

Estos ratios dan un análisis de la composición del capital de la empresa. A su vez de alguna forma son medidas de viabilidad financiera de largo plazo de la empresa ya que dicen si en última instancia la empresa será capaz de pagar sus deudas. Para ejemplificar se eligió:

- **Ratio de Apalancamiento:** se mide por el ratio de deuda a largo plazo sobre el capital propio. Pasivo LP/PN

Otros ejemplos son: ratio de endeudamiento, ratio de cobertura de intereses, ratio de cobertura de deuda, entre otros.

A modo de validación se puede observar que los resultados de los perfiles si bien son muy distintos con los promedios de la industria y del sector según la página Reuters, son coherentes con la realidad de las bodegas argentinas. En ambos casos este ratio es muy bajo. Esto se debe a que se supuso que casi el 100% del proyecto se realiza con aportes de capital debido a que en la actualidad para proyectos del tamaño de los presentados en este trabajo, no existe el acceso al crédito. Por lo tanto se trata de una industria en la cual las empresas se financian en los primeros años con aportes propios hasta que logran auto sustentarse. Esto suele tardar entre 7 y 10 años.

Es importante destacar que este supuesto es muy fuerte ya que en los primeros años, la empresa sobrevivirá solo si se pueden hacer los aportes necesarios. En los perfiles

se supuso que cada vez que la caja da negativa se hacen aporte por este monto hasta que la caja comienza a dar positiva.

Cuadro 5.3. Ratio de apalancamiento de los perfiles, de bodegas argentinas y de la industria.

Solvencia ejemplos de bodegas argentinas

	Esmeralda (2004-2008)	Peñaflor (2004-2007)	DdP (2006-2008)	Chandon (2006-2007)	Promedio general
Ratio de apalancamiento (promedio)	0,09	0,99	0,11	0,01	0,30
Promedio general sin Peñaflor					0,07

Solvencia industria y perfiles

Ratio de apalancamiento*	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
S&P 500	151,01											
Sector	32,31											
Industria	31,12											
Promedio												
Perfil 1	0,12	0,22	0,28	0,24	0,19	0,15	0,10	0,07	0,04	0,02	0,01	0,00
Perfil 2	0,12	0,22	0,28	0,26	0,23	0,16	0,11	0,06	0,04	0,02	0,01	0,00
Perfil 3	0,13	0,22	0,27	0,25	0,21	0,16	0,12	0,09	0,06	0,03	0,02	0,00
Perfil 4	0,11	0,22	0,20	0,18	0,16	0,14	0,12	0,10	0,07	0,05	0,03	0,00

* deuda LP/capital propio

Fuente: Elaboración propia en base a resultados de los modelos, EECC de las bodegas mencionadas y datos obtenidos de Reuters.

a. Ratios de liquidez. ¿Cuál es la liquidez de estos proyectos?

Estos indicadores miden la capacidad de la empresa para hacer frente a sus obligaciones de mediano y corto plazo. Son muy importantes ya que al haber activos que son liquidables más fácilmente que otros, si surgiere algún problema financiero, los activos líquidos se pueden vender fácilmente obteniendo fondos para afrontar las obligaciones de la empresa. Como hay otros activos que son las ilíquidos y por lo tanto difíciles de vender ante una emergencia es relevante diferenciarlos.

- **Ratio Circulante:** Mide el margen de liquidez. Es bueno que sea mayor a uno ya que significa que hay más activos corrientes que pasivos corrientes.
- **Ratio Ácido:** es similar al circulante aunque más exigente, ya que no toma todo el activo corriente sino solo las cuentas más líquidas, debido a que si vienen tiempos desfavorables es probable que las existencias no puedan venderse más que a precio de saldo. De igual forma que el anterior lo recomendable es que sea mayor a 1.

Cuadro 5.4. Ratio ácido y corriente de los perfiles, de bodegas argentinas y de la industria.

Liquidez ejemplos de bodegas argentinas

	Esmeralda (2004-2008)	Peñaflor (2006-2007)	DdP (2006-2008)	Chandon (2006-2007)	Promedio general
Ratio corriente (promedio)	2,66	1,18	1,90	3,58	2,33
Ratio ácido (promedio)	1,12	0,52	0,66	1,30	0,90

Liquidez industria y perfiles

Ratio Ácido		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
S&P 500	0,78										
Sector	1,09										
Industria -qtr	1,23										
	Promedio										
Perfil 1	3,11	0,16	0,61	0,99	1,50	1,57	2,80	3,87	5,31	5,30	9,00
Perfil 2	2,94	1,35	1,70	1,80	1,82	1,93	2,23	3,25	4,14	5,07	6,11
Perfil 3	3,81	1,80	2,57	2,65	2,74	2,79	3,24	3,74	4,65	5,92	8,01
Perfil 4	3,61	1,83	2,33	2,84	3,20	3,63	3,93	4,26	4,55	4,70	4,87
Ratio Corriente		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
S&P 500	0,93										
Sector	1,48										
Industria -qtr	2,01										
	Promedio										
Perfil 1	6,05	2,28	3,25	3,64	4,53	4,24	5,61	6,88	8,72	8,53	12,83
Perfil 2	4,02	2,66	2,96	2,94	2,93	2,97	3,23	4,19	5,13	6,08	7,14
Perfil 3	7,32	8,80	6,44	6,26	5,82	5,99	5,91	6,69	7,78	9,02	10,48
Perfil 4	3,92	2,14	2,66	3,17	3,51	3,94	4,23	4,56	4,86	4,99	5,16

Fuente: Elaboración Propia en base a resultados de los modelos, EECC de las bodegas mencionadas y datos obtenidos de Reuters.

En este caso se optó por mostrar toda la serie ya que claramente hay una evolución en estos indicadores. Se puede ver como en los 4 perfiles la liquidez se va aumentando a lo largo de la vida de los proyectos, hasta volverse empresas extremadamente liquidas. Esto se debe en gran medida a que las posibilidades de crecimiento de los modelos son bastante optimistas y exponenciales al comienzo debido a la naturaleza de los proyectos start up. Por lo tanto, en caso de bajar un poco las premisas de crecimiento sobre todo en los primeros años que es cuando las mismas son muy altas, estos ratios bajarían. Esto indicaría que en caso de tratarse de proyectos maduros, los cuales tienen poco crecimiento o nulo, este indicador sería mucho más bajo.

Al observar la serie llama la atención el caso del ratio ácido del Perfil 1 ya que es el único que hasta el tercer año tiene valores menores a 1. Esto significa que sus deudas a corto plazo son mayores que los activos líquidos que tiene para cancelarlas. Sin embargo observar que en los últimos años este perfil alcanza valores mayores que los otros.

Otro caso que llama la atención es el perfil 4, el cual, si bien muestra ser muy líquido, no debe confundirse con una buena salud financiera. Esta liquidez viene dada

por el volumen de venta y la rapidez en que se pueden lanzar los vinos básicos al mercado, sin embargo, en el largo plazo, si bien la liquidez aumenta, el proyecto no logra tener un VAN positivo.

b. Ratios de eficiencia ¿Cuál es el rendimiento de los proyectos en el uso de sus activos?

Estos indicadores miden la eficiencia de la empresa para operar el negocio, utilizar sus activos fijos, su capital y sus insumos críticos.

- **Rotación de Activos:** Muestra la intensidad con la cual se están utilizando los activos. En definitiva dice por cada peso invertido cuantos pesos se generan en ventas.

Cuadro 5.5. Rotación de activos y de inventarios de los perfiles, de bodegas argentinas y de la industria.

Eficiencia bodegas argentinas

	Esmeralda (2004-2008)	Peñaflor (2006-2007)	DdP (2006-2008)	Chandon (2006-2007)	Promedio General
Rotación de inventarios (promedio)	3,46	2,95	2,33	1,68	2,61
Rotación de activos (promedio)	1,16	0,64	0,80	0,73	0,83

Eficiencia de la industria y de los perfiles

Rotac. De Inventario	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
S&P 500	6,22										
Sector	12,9										
Industria -qtr	2,68										
Promedio											
Perfil 1	2,48	0,00	0,67	1,41	1,88	2,49	2,73	2,68	2,45	2,22	2,29
Perfil 2	9,16	5,39	6,08	7,53	7,89	8,83	9,37	10,05	9,48	8,80	8,41
Perfil 3	3,64	0,98	2,12	2,92	3,26	3,46	3,72	3,74	3,35	3,45	4,09
Perfil 4	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Rotac. De Activos	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
S&P 500	0,50										
Sector	1,32										
Industria -qtr	0,74										
Promedio											
Perfil 1	0,85	0,00	0,12	0,36	0,62	0,95	1,02	0,93	0,81	0,72	0,67
Perfil 2	1,19	0,05	0,20	0,51	0,89	1,26	1,42	1,38	1,16	1,01	0,88
Perfil 3	1,03	0,05	0,22	0,45	0,71	0,97	1,11	1,13	1,04	1,00	0,93
Perfil 4	0,77	0,65	0,70	0,69	0,71	0,72	0,74	0,76	0,77	0,79	0,81

Fuente: Elaboración propia en base a resultados de los modelos, EECC de las bodegas mencionadas y datos obtenidos de Reuters.

En cuanto a la rotación de activos, observar que las cifras de los modelos están todas en coherencia con el valor de la industria cayendo todos dentro del rango de 0,77-1,20. Dentro de estos resultados los perfiles 2 y 3 son los que usan sus activos más eficientemente. Sin embargo, otra explicación es que estos perfiles estén funcionando cerca de su capacidad, por lo tanto, si quisieran incrementar las ventas se necesitaría invertir en capital adicional. Irónicamente el perfil 4 es el que está funcionando a capacidad máxima

pero no tiene una alta rotación de activos. Por el contrario el perfil 2 también está operando cerca de su capacidad y si tiene una rotación de activos más alta.

Otros ratios de eficiencia relevantes son: rotación de activos fijos y días de inventarios (los cuales serán analizados en mayor detalle en comparación al artículo de Rabobank), rotación del capital de trabajo, promedio días de pago, promedio días de cobro, entre otros.

- Rotación de Activos fijos: Son importantes para entender las necesidades de inversión. Y a su vez se relaciona con el endeudamiento a LP de la empresa.

Cuadro 5.6. Capital de trabajo, días de inventario, días medios de pago, días medios de cobro de los perfiles.

Eficiencia de los perfiles

Capital de trabajo (ARS 000's)		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Perfil 1		19	494	1.043	2.065	3.453	5.292	8.217	12.229	16.846	22.114	27.972
Perfil 2		12	123	382	899	1.885	3.259	5.667	10.894	16.984	24.918	34.296
Perfil 3		14	539	885	1.695	2.743	4.410	5.814	8.118	10.870	14.485	18.664
Perfil 4		151	806	1.547	2.269	3.077	3.888	4.739	5.620	6.507	7.449	8.447
Días de inventario		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Perfil 1	Promedio 379,83	-	-	459	448	423	359	320	368	409	431	393
Perfil 2	92,19	-	142	126	105	102	93	89	84	90	96	102
Perfil 3	218,84	-	671	252	240	220	218	200	218	243	237	197
Perfil 4	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Días medios de pago		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Perfil 1	Promedio 122,44	-	-	194	171	148	128	117	126	125	128	110
Perfil 2	112,19	-	115	108	100	105	103	106	108	116	119	121
Perfil 3	72,39	-	92	49	62	65	67	67	76	78	75	71
Perfil 4	99,79	-	43	81	89	94	98	98	100	99	101	103
Días medios de cobro		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Perfil 1	Promedio 89,15	-	-	43	57	69	71	83	92	95	96	98
Perfil 2	198,60	-	90	115	130	148	160	179	193	214	219	227
Perfil 3	193,66	-	78	77	124	142	157	170	202	211	210	213
Perfil 4	146,20	-	69	127	136	141	145	145	147	145	146	149
Rotación de activos fijos		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Perfil 1	Promedio 4,48	-	-	0,16	0,57	1,25	2,63	4,08	5,48	7,16	9,72	13,75
Perfil 2	4,03	-	0,05	0,22	0,64	1,40	2,56	3,78	5,32	6,68	8,38	11,24
Perfil 3	4,24	-	0,05	0,27	0,63	1,25	2,31	3,59	5,03	6,59	9,35	13,30
Perfil 4	2,13	-	0,74	0,95	1,08	1,28	1,52	1,84	2,27	2,85	3,72	5,10
Promedio	3,72											

Eficiencia bodegas argentinas

	Esmeralda (2004-2008)	Peñaflor (2006-2007)	DdP (2006-2008)	Chandon (2006-2007)	Promedio
Rotación de activos fijos (promedio)	4,78	3,40	2,28	3,00	3,36

Fuente: Elaboración propia en base a resultados de los modelos.

A modo de síntesis sobre el cuadro 5.6 se puede decir que las empresas de las características del perfil 1 necesitan de mucho capital de trabajo, altos días de inventario y mayores días de pagos. Si bien el mayor capital de trabajo lo tiene el perfil 4 es solo en los primeros años ya que opera a mayor volumen, a partir del año tres podemos ver como los montos se emparejan y en los últimos 5 años el perfil 4 es el que menor capital de trabajo requiere cuando está operando a capacidad máxima mientras que los otros perfiles no. Si bien el perfil 2 supera al perfil 1, se debe a que el perfil 1 sólo vende vinos Súper Premium por lo que los volúmenes son menores a los del perfil 2 que tiene mayor variedad de productos.

Por último se puede ver como la industria está financiando a sus clientes debido a los altos días de cobro, muchas veces mayores a los de pagos, lo que indica un bajo poder de negociación de la industria. Otro motivo se le podría atribuir a que la distancia hacia el mercado influye en este sentido.

c. Ratios de rentabilidad. ¿Qué rentabilidad tienen los proyectos?

Para indagar sobre esta pregunta se utilizan los márgenes y los ratios de rentabilidad. Estos miden principalmente la eficiencia de la empresa para generar ganancias.

Cuadro 5.7. Márgenes y Ratios de rentabilidad de los perfiles, de la industria y de ejemplos de bodegas argentinas.

Rentabilidad de los perfiles y de la industria *

	MBRUTO	MEBITDA	MEBIT	MNETO	ROA	ROE	ROIC
Perfil 1	57,99%	33,00%	29,54%	17,19%	16,89%	26,31%	19,04%
Perfil 2	54,44%	28,98%	26,09%	16,04%	22,34%	32,03%	26,57%
Perfil 3	51,95%	22,39%	19,42%	10,83%	11,13%	19,34%	12,30%
Perfil 4	30,79%	15,91%	9,38%	5,96%	4,56%	6,16%	5,32%
Promedio perfiles	48,79%	25,07%	21,11%	12,50%	13,73%	20,96%	15,81%
Industria	37,45%	15,10%	11,26%	8,09%	5,74%	11,07%	7,77%

*Promedio del año 5 en adelante

Rentabilidad de ejemplos de bodegas argentinas

	MBRUTO	MEBITDA	MEBIT	MNETO	ROA	ROE	ROIC
Esmeralda (2005-2008)	39,70%	26,72%	18,64%	8,65%	12,60%	18,88%	14,51%
Peñaflor (2006-2007)	29,51%	12,37%	10,06%	13,99%	17,42%	49,55%	6,37%
DdP (2006-2008)	47,50%	27,78%	29,21%	23,69%	18,69%	33,27%	24,04%
Chandon (2006-2007)	60,39%	0,00%	24,20%	16,90%	12,32%	15,87%	11,90%
Promedio bodegas	44,27%	22,29%	20,53%	15,81%	15,26%	29,39%	14,21%
Industria	37,45%	15,10%	11,26%	8,09%	5,74%	11,07%	7,77%

Fuente: Elaboración propia en base a resultados de los modelos, EECC de las bodegas mencionadas y datos obtenidos de Reuters.

Los márgenes más relevantes son: el Margen Bruto, el Margen EBITDA, el Margen Operativo y el Margen Neto. El Margen Bruto, nos dice que tan bien maneja la empresa los costos de la mercadería vendida, por otro lado el Margen Neto habla de la eficiencia de la empresa para generar lo que se vende. Es decir que proporción de las ventas queda como ganancia.

Como es de esperarse los márgenes promedio son mayores en el perfil 1 y van disminuyendo en la medida que nos movemos hacia los perfiles 2, 3 y 4. Nuevamente, si bien son mucho más altos que los de la industria, están en coherencia con los de otras bodegas argentinas. Un poco más altos pero esto se puede atribuir al hecho que estamos comparando empresas start ups con bodegas ya maduras.

En referencia a los ratios, los más relevantes son:

- **ROA, Retorno sobre los Activos:** Medida de cuán rentable es una empresa en función de sus activos totales. Da una idea de la eficiencia del management en usar los activos de la compañía para generar beneficios.
- **ROE, Retorno sobre el Patrimonio:** Es una medida de eficiencia en el uso del capital de la empresa, es decir de rentabilidad de los recursos propios. Cuan rentable es una empresa en función del beneficio que puede generar con el dinero que los inversores han invertido en la compañía.
- **ROIC, Retorno sobre el Capital invertido.**

En cuanto al ROE, podemos observar que los perfiles 1 y 2 tienen retornos sobre el capital empleado similares. Con márgenes operativos también similares. Aún perteneciendo a segmentos o categorías distintas. Lo que hay para destacar es que el desempeño del perfil 2 es el que sobresale.

En relación al ROIC, como los tamaños de las bodegas están estandarizados la inversión en activos fijos es muy similar. Sin embargo cambia la relación de activos fijos con los ingresos. En el perfil 4 debido a la alta demanda, se tuvieron que hacer inversiones mayores en capacidad desde el año cero. Lo importante a rescatar es que esto necesitó ser financiado lo que aumenta los requerimientos de capital y costos y en cierta medida explica que el ROIC sea menor.

B. Validación en base al artículo de Rabobank

En el artículo de Rabobank el número de los benchmarks financieros fue limitado para poder presentar los resultados a los lectores de manera convincente. Se utilizó principalmente: el Margen Bruto y el Margen EBIT, los días de inventarios, la Deuda Total/EBITDA, la Ventas/Activos Fijos y el ROIC.

Cabe resaltar que en este artículo se divide a las bodegas en tres segmentos, estos afortunadamente coinciden con la segmentación utilizada para los perfiles de los modelos realizados en este trabajo lo cual facilita la comparación. En resumen:

1. Súper Premium: (lo que sería el perfil 1 en el presente trabajo)
2. Brand Builders: (lo que sería los perfiles 2 y 3 en el presente trabajo)
3. Compañías de vino Básico: (lo que sería el perfil 4 del presente trabajo)

Ver anexo 5.2 para un resumen de la metodología empleada en este artículo para relevar los datos y un detalle de esta segmentación.

Es necesario hacer ciertas salvedades antes de comprar los números. Por un lado, las empresas analizadas en el artículo probablemente sean empresas maduras con largas trayectorias en la industria. Por el contrario, en este trabajo se analizan empresas start up que recién comienzan, por lo que es de esperarse que los márgenes sean por ahí mayores. Por otro lado, en este trabajo el tamaño de las bodegas está limitado y estandarizado a bodegas chicas/medianas de 440.000 litros a 1 millón de litros como máximo. Mientras que en el artículo las bodegas deben variar en tamaños y en general deben ser grandes ya que tienen que cotizar en la bolsa para que su información sea pública y pueda estar disponible.

Así mismo se debe considerar contra qué país se está comparando ya que las situaciones son muy distintas. Por ejemplo, Argentina hace ya varios años que está experimentando un crecimiento exponencial de sus exportaciones con una sobre demanda que presionan constantemente hacia este crecimiento. Por el contrario, los países productores del viejo mundo están sufriendo algo así como el proceso inverso. Se mencionaron evidencias en números sobre esto en el capítulo de la industria vitivinícola.

a. Validación con comparación de ratios por países.

Cuadro 5.8. Comparaciones claves, promedio por país.

	Márgenes		Ratios del Balance		Ratios de Rentabilidad	
	M. Bruto (%)	M. EBIT (%)	Días de inventario	Deuda Total/ EBITDA	Ventas/Activos Fijos	ROIC(%)
España	53	11	298	3,5	1,9	7
Italia	43	8	122	2,1	4,9	11
Francia	42	7	174	3,2	6,0	10
US	40	17	262	4,4	2,4	10
Chile	35	7	181	2,6	1,5	4
Australia	36	15		6,8	1,1	5
Nueva Zelanda	48	18	276	4,5	0,6	5
Promedio bodegas arg.	44	21	281	4,8	3,4	14
Promedio perfiles	49	21	230	0,02	3,7	16

Amadeus, Rabobank analysis, 2008

Promedio bodegas arg (Esmeralda, Peñaflo, Dominio del Plata y Chandon). Promedio perfiles: Elaboración propia.

Lo primero a mencionar es que se puede ver en todas las variables que los perfiles arrojaron números coherentes. Aquellos que se alejan de los números del estudio de Rabobank como sería el M. EBIT y el ROIC, por ejemplo, se pueden ver validados en comparación con los resultados de las bodegas argentinas.

Cabe resaltar, como se mencionó en el capítulo de análisis de la industria, que en Argentina, efectivamente se puede ser muy eficiente a nivel operativo, justificado con los márgenes EBIT que son mayores al resto. Así mismo, el retorno sobre el capital invertido también es más alto que el promedio.

Por otro lado, los altos márgenes de los perfiles pueden deberse a la creciente demanda de vino argentino en EEUU a causa de la crisis ya que en los modelos se supone EEUU como único mercado. Esto se da sobre todo en los segmentos más competitivos por marca que en los más altos o en los más bajos. Argentina reaccionó rápido a la demanda creciente de vinos de segmentos medios de buena calidad a precios accesibles que sustituyen los vinos muy caros y esto se refleja en los resultados de los modelos.

En cuanto al ratio de Deuda Total/ EBITDA, en los modelos da muy bajo ya que se supone que no hay acceso al endeudamiento para proyectos chicos, por lo que se trabaja sólo con aportes de capital propio. En este caso no lo podemos validar con el resultado de las bodegas argentinas reales ya que dichas bodegas sí están endeudadas pero también estamos hablando de bodegas mucho más grandes a las supuestas en los modelos.

Por último, en cuanto a la rotación de activos fijos, dan números relativamente altos ya que no se trata de aumentar la demanda al máximo invirtiendo constantemente en activos fijos, de hecho hay una gran inversión en el año 0 por lo que al año 10 dichos activos fijos llegan casi totalmente amortizados. Por consiguiente, hay grandes ventas para los activos ya que las ventas si crecen año a año. Así mismo el ROIC también es alto, pues el nivel de inversión no es muy alto. Esto también se puede ver al combinar los ratios de ventas/activos fijos con el valor de las amortizaciones como porcentaje de las ventas (ver anexo 5.3.).

El promedio de nivel de depreciación varía entre 6 y 7% de las ventas, pero los ratios de rotación de activos fijos muestran considerables diferencias entre los países. En los proyectos realizados la depreciación respecto de las ventas es considerablemente más baja (3,32%) y en combinación con un ratio de ventas/activos fijos elevado indica que el valor de los activos fijos es relativamente bajo.

Esto se puede explicar en parte por el valor mucho más bajo de la propiedad en Argentina que en el resto del mundo. A su vez al ser proyectos start up se supone que los activos fijos son todos nuevos por lo que necesitan poco mantenimiento y aún no se necesita reinversión constante en los mismos para mantenerlos en estado. Lo que también explica el alto ratio ROIC mostrado anteriormente.

a. Validación a través de benchmark en diferentes segmentos de calidad.

El análisis de promedio por países expuesto anteriormente enmascara los diferentes desempeños de acuerdo a los segmentos. A su vez, el poder comparar el desempeño de los diferentes segmentos permite entender mejor la posición competitiva.

Una primera consideración a tener en cuenta es el tamaño. Los modelos realizados tienen un tamaño chico a mediano, por lo cual no cuentan con grandes ventajas de escalas. Sin embargo nos es útil para comparar ya que en el estudio de Rabobank, mientras las

empresas españolas pueden beneficiarse del tamaño, no es el caso de las italianas. A su vez el tamaño promedio de las empresas del nuevo mundo son medianas. Por lo que desde el comienzo sabemos que la comparación va a ser más representativa con estas empresas que con las europeas.

Cuadro 5.9. Validación Perfil 1 Segmento Súper Premium.

	Márgenes		Ratios del Balance		Ratios de Rentabilidad	
	M. Bruto (%)	M. EBIT (%)	Días de inventario	Deuda Total/ EBITDA	Ventas/Activos fijos	ROIC (%)
España	65	25	390	2,2	1,0	11
Francia	48	14	242	2,7	4,1	18
Italia	54	13	153	2,9	3,5	13
US	46	18	324	3,6	2,9	11
Chile	43	12	205	3,6	1,0	5
Australia	38	14	364	8,6	1,3	4
Nueva Zelanda	48	18	276	4,5	0,6	5
Fuente: Amadeus, Análisis Rabobank 2008						
Perfil 1	58	30	380	0,6	4,5	19
Chandon	60	24	531	n/d[1]	3,0	12

Fuente: Elaboración propia

[\[1\] No están las notas disponibles para poder calcular el EBITDA](#)

Es importante notar que esta categoría tiene un amplio rango de rentabilidades y de niveles de márgenes en todos los países. Los niveles del EBIT rondan desde 12% hasta el 25%, y el ROIC puede llegar hasta el 18%. En el negocio vitivinícola los márgenes brutos pueden llegar al 95% con márgenes EBIT de más del 50%. (Rabobank, 2008). Dado que los costos operativos en Argentina son mucho más bajos que en Europa y en EEUU, podemos ver como el margen EBIT es claramente mayor.

El alto ratio de ventas/activos fijos, se debe al bajo nivel de inversión y al uso eficiente de los activos fijos. A su vez al potencial de vinos de muy alta calidad que tiene Argentina permite obtener mayores márgenes. La combinación de un alto margen EBIT con eficiente uso de los activos fijos resulta en ratios ROIC altos.

Sin embargo, se observa un manejo más ineficiente de los inventarios que en otros países ya que se supone entre 360 y 720 días de guarda en barricas para este nivel de vinos. Es probable que las bodegas analizadas en los otros países no vendan exclusivamente vinos Súper y Ultra Premium como se supone en el perfil 1, lo que les baja el promedio de días de inventario.

Un vez aclarado esto podemos ver que los resultados arrojados por el modelo para el perfil 1 son totalmente coherentes.

Es relevante destacar en este segmento la comparación con los ratios de España en particular ya que ya que provienen de empresas relativamente pequeñas como es el caso del modelo. En este sentido confirma aun más la validez del modelo del perfil 1 ya que coincidentemente en este país los márgenes tanto Bruto como EBIT son los más similares a los resultados del perfil 1. Lo mismo sucede con el manejo de inventario pero no así con la rotación de activos dando a conocer una mayor inversión en activos fijos en este país que lo supuesto en el perfil.

Cuadro 5.10. Validación Perfil 2 y 3: Segmento competidores por marca. (“Brand Builders”)

	Márgenes		Ratios del Balance		Ratios de Rentabilidad	
	M. Bruto (%)	M. EBIT (%)	Días de inventario	Deuda Total/ EBITDA	Ventas/Activos Fijos	ROIC (%)
España	48	5	251	4,1	2,8	6
Francia	36	1	136	5,9	8,0	2
Italia	41	4	98	4,8	7,0	10
US	30	14	459	5,7	1,5	9
Chile	32	5	171	2,3	1,6	3
Australia	30	14	162	5,9	0,7	6
Fuente: Amadeus, Análisis Rabobank 2008						
Perfil 2	54	30	92	0,9	4,0	27
Perfil 3	52	19	219	0,2	4,2	12
Esmeralda	40	19	136	1,3	4,8	15
Dominio del Plata	47	29	304	2,6	2,3	24

Fuente: Elaboración propia

Nuevamente podemos observar que si bien algunos ratios de los perfiles difieren respecto a los de otros países al analizarlo junto con los resultados de bodegas argentinas vemos que no son muy diferentes. Esto ayuda a validar los modelos y sugiere que las diferencias son a causa de la manera que está estructurada la industria argentina en particular.

Este es el segmento con mayor futuro en la industria, ya que es un momento en que los minoristas necesitan de muchas marcas en sus góndolas para satisfacer de las distintas necesidades de los consumidores. Esto hace que continúen ganando porcentaje de mercado.

La gran diferencia en los márgenes que se observa entre los modelos y el estudio de Rabobank se debe en parte a que el estudio fue realizado para el año 2006 donde había una gran sobreoferta por lo que mucho vino producido como Súper Premium y de marca tuvo que ser vendido con descuento para terminar los stocks. A la inversa, el supuesto bajo los

perfiles 2 y 3 de este trabajo es el contrario, que Argentina en particular se enfrenta a una demanda no abastecida, sobre todo en los segmentos medios que son lo más competitivos en parte debido al auge luego de la crisis por el fenómeno de sustitución en el cual los consumidores no dejaron de comprar vino sino que pasaron a comprar por ejemplos vinos de argentina que son más baratos pero de muy alta calidad. Por esto la demanda de EEUU de vino argentino es creciente.

A modo de conclusión, la estrategia del nuevo mundo de apuntar al segmento más competitivo de EEUU con buena calidad, marcas y por consiguiente conquistando las góndolas minoristas es suficientemente rentable. Poder posicionar muy bien las marcas permite tener márgenes por arriba del promedio.

La clave es que el rendimiento superior provenga de la eficiencia operativa (Márgenes EBIT y EBITDA altos) aunque no necesariamente de márgenes brutos altos.

Cuadro 5.11. Validación perfil 4: Segmento Básico

	Márgenes		Ratios del Balance	Ratios de Rentabilidad	
	M. Bruto (%)	M. EBIT (%)	Deuda Total/	Ventas/Activos Fijos	ROIC (%)
España	44	3	5,6	2,0	4
Francia	40	3	2,6	7,8	5
Italia	31	3	7,5	3,2	6
Fuente: Amadeus, Análisis Rabobank 2008					
Perfil 4	31	9	1,7	2,1	5
Peñaflor	30	10	10,5	3,4	6
Fuente: Elaboración propia					

Es relevante destacar que a primera vista como en los casos anteriores la similitud en los números valida el cuarto y último modelo.

En este segmento sólo los jugadores muy grandes son los que sobreviven y quienes no pueden competir a los precios adecuados deben retirarse. Observar que si bien en el 4to modelo se intentó ejemplificar un poco este perfil al estar desarrollado en una estructura de bodega mediana es el único de los perfiles que tiene un VAN negativo aún bajo el supuesto que opera durante los 4 años a capacidad máxima.

La rentabilidad en estos segmentos esta manejada los grandes volúmenes, márgenes bajos y eficiencia operativa con un estricto control de los costos y mínima cantidad de activos. A excepción del tamaño en el modelo armado se trató de cumplir con

estos requisitos de la mejor manera posible para, dentro de las limitaciones, asemejarlo a la realidad.

En Italia podemos ver una semejanza ya que este modelo parece funcionar a pesar de que las empresas son relativamente pequeñas en cuanto a escala. En este país si bien el margen bruto parece ser más bajo el ROIC excede el de sus compañeros europeos. Situación similar a la que reflejan los números del perfil 4. Esto se da gracias a la eficiencia operativa y al manejo óptimo del capital de trabajo, incluyendo el manejo de inventario así como los términos de cobro y pago. Por eso para este perfil se supuso inventario cero, ya que al ser vinos sin tiempo en bodega se supone que son exportados apenas se termina la elaboración.

b. Validación y análisis a nivel mercado objetivo

Como ya se comentó en capítulos anteriores, Estados Unidos es un mercado que está creciendo muy rápido y de manera muy rentable, tanto para jugadores domésticos como para los exportadores.

Un ejemplo de esto se puede observar en la facturación de los perfiles del segmento medio. Debido a un tema de demanda según el segmento de precios, los perfiles 2 y 3 requieren de mayor volumen para operar que el perfil 1, por consiguiente los ingresos de estos perfiles son mayores a los del perfil 1 aunque éste representa empresas súper premium. Por ejemplo, en el año 10 el perfil 1 facturó alrededor de 20 MM de pesos mientras que perfil 2 facturo al alrededor de 36 MM, sin embargo, el perfil 2 ya había ampliado su capacidad mientras el 1 aún tenía capacidad ociosa. En este sentido si bien los márgenes EBIT son similares, el ROIC es mayor en el perfil 2 que en el perfil súper premium.

A pesar que los modelos de negocios para los formadores de marca (Perfil 2 y 3) y para las empresas súper premium (Perfil 1) son diferentes, es interesante destacar que los márgenes EBIT y ROIC para ambos segmentos son similares en los modelos. Esto probablemente sea resultado de que el mercado estadounidense está dispuesto a pagar por productos con marcas y de alta calidad y que la industria ha respondido racionalmente a la demanda del mercado. Los segmentos 2 y 3 disfrutaban de una rentabilidad relativamente fuerte en EEUU, con algunos de los mayores márgenes EBIT y niveles de ROIC. Esto se debe a que los consumidores, en general, están más orientados a las marcas. Por ejemplo,

están dispuestos a pagar por marcas establecidas y reconocidas, en parte dado que el consumo de vino en EEUU esta menos establecido como parte de su cultura por lo que las marcas ayudan a los consumidores a elegir entre la gran variedad de oferta.

5.3. Conclusiones

A nivel general, como conclusión de los resultados y los benchmarks mencionados anteriormente se podría decir que los modelos funcionan relativamente bien y que sus resultados son confiables siempre y cuando se tengan en cuenta ciertas salvedades.

En particular hay que tener en cuenta que son modelos muy optimistas debido a que se concentran en el mejor mercado de todos, EEUU, lo que permite tener bastante optimismo en las tasas de crecimiento. Como consecuencia los ratios de eficiencia obtenidos al final del periodo de análisis también son optimistas.

5.3.1. *Perfil 1: Segmento Súper Premium*

Los mejores márgenes EBIT y ratios ROIC fueron obtenidos en el segmento súper premium. A su vez, en este segmento la naturaleza del producto también requiere de inventarios altos y la producción más selectiva debería ocasionar un menor ratio ventas/activos fijos, en nuestro caso da mayor ya que las ventas son mayores debido a los altos precios mientras que el supuesto de activos fijos es muy similar para todos los perfiles. Sin embargo, en la realidad para las empresas que hacen vinos más caros es mucho más costoso en términos del capital empleado.

Los altos márgenes justifican el poder tener inventarios a largo plazo, ya que los mismos son costosos. Sin embargo, son un requisito necesario según las características del segmento para producir vinos de muy alta calidad lo que en definitiva permite cobrar un mayor precio.

Si bien este segmento es el más rentable cabe resaltar que el perfil 2 está más cerca de tener una rentabilidad más parecida al perfil 1 que al perfil 3 como debería. Esto se puede deber a la estrategia acertada de vender un 85% de la su producción en el segmento premium, segmento más demandado en EEUU, mientras que el perfil 3 solo vende 55% en este segmento y el resto lo reparte en los segmentos súper y ultra Premium con un 40 y 5 % respectivamente.

Por último el alto ROIC tiene como explicación, un fino manejo de los requerimientos de capital de trabajo y una estructura de costos relativamente baja que ocasiona márgenes EBIT superiores. Los altos EBIT compensan por los costosos niveles de inventarios requeridos.

Cabe destacar, en este segmento en particular, la similitud entre el perfil 1 y Chile a diferencia de España, Francia e Italia en relación a que los periodos de cobro relativamente cortos. 80 y 90 días para Chile y para el perfil 1 respectivamente, versus 180, 117 y 130 días para España, Francia e Italia respectivamente. Mientras más largos sean los periodos de cobros esto necesita ser financiado y ocasiona mayores costos, es decir que el perfil 1 (que representa la situación en Argentina) y Chile en este sentido son más eficientes.

5.3.2. Perfil 2 y 3: Segmento de Competencia por Marca

Para los perfiles 2 y 3 el ratio de ventas/activos fijos es relativamente alto, lo que indica un uso eficiente de los activos y se traduce en márgenes decentes. En definitiva los altos retornos se obtienen controlando los costos al máximo y haciendo vinos que encajan con el concepto de marca. Estas premisas se tuvieron en cuenta a la hora de realizar los modelos.

Como se mencionó sorprendentemente hay muy poca diferencia entre los ratios del perfil 2 con los del perfil 1 aunque los del perfil 1 son levemente superiores, quizás debido a sus mayores precios. A su vez, los días de inventario son muy similares, mostrando un mejor manejo de los mismos en el perfil 2, también a causa de las diferentes naturalezas del producto en cuestión.

En esta similitud en los ratios es evidente que son los ratios del perfil 2 que se asemejan a los del sector súper premium y no viceversa, lo que también puede deberse al mencionado aumento en el porcentaje de mercado que se presume que obtendrá este segmento en los próximos años debido al efecto sustitución. A esto se le suma un eficiente uso del capital e inventarios relativamente bajos.

A modo de conclusión, la clave de los buenos resultados a nivel rentabilidad es la combinación de bajos costos operativos con vinos jóvenes (que requieren poco tiempo en barricas) lo que implica menores tiempos de inventarios. Esto sumado a un modelo de

negocios específico, basado en un marketing eficiente ayuda a este tipo de empresa a sobresalir en su performance.

Se puede observar también que el ROIC, es mayor en el Perfil 2 que pertenece a este segmento, que en el Perfil 1. Esto se explica nuevamente por el fuerte posicionamiento de este segmento en el mercado de EEUU y por las bajas inversiones en activos fijos en relación al nivel de ventas.

5.3.3. Perfil 4: Segmento de Vino Básico

En este segmentos los bajos ingresos y por consiguiente márgenes, no permiten establecer marcas.

La mayoría de este tipo de empresas tiene su rentabilidad influenciada por su estructura. El bajo margen bruto es un indicador del producto, que es vino básico, que tiene un bajo valor agregado, se trata de vinos sin nada de madera vendidos a muy bajo precio como marcas privadas o en su defecto a granel. Se puede observar que el ratio deuda/EBITDA es más alto en este perfil 4 que en los otros perfil pero que se debe en parte al bajo valor del EBITDA. El tamaño y los márgenes de estas empresas están al límite de la sustentabilidad financiera, sobre todo cuando es necesario hacer nuevas inversiones.

Para ser exitosos en este segmento es necesario competir con volumen para obtener economías de escala. A esto es indispensable sumarle bajos inventarios.

Hay que tener en cuenta que cuando la estructura de costos no es adecuada al segmento en que opera, como es el caso de cómo fue armado el perfil 4 (estructura pequeña para un vino muy barato) el desempeño es ineficiente. El tamaño chico del modelo produce una incapacidad ya que los costos pueden fácilmente volverse muy altos. Por lo tanto el tamaño es un requisito básico para poder competir internacionalmente en este segmento.

CAPÍTULO VI

ANÁLISIS DE TIPO DE CAMBIO

Y

ESCENARIOS CAMBIARIOS



Universidad de
San Andrés

6. Análisis de Tipo de Cambio y Escenarios Cambiarios.

6.1. Comportamiento del tipo de cambio. Análisis histórico de moneda.

Para el siguiente capítulo se ejemplificará con el tipo de cambio ARS/USD y luego se realizará una comparación utilizando el tipo de cambio CLS/USD.

6.1.1. Variaciones del Tipo de Cambio Nominal

Una **apreciación** de la moneda nacional significa una subida de su precio en términos de la moneda extranjera. Por ejemplo, si el peso se aprecia, ahora, para obtener la misma cantidad de dólares que obtenía antes, necesito menos pesos, entonces decir que la moneda local se apreció es lo mismo que decir que el tipo de cambio bajó. Por el contrario una **depreciación** es una subida del tipo de cambio.

6.1.2. Tipo de cambio real

El tipo de cambio real de un país (país local) respecto de otro (país extranjero) es el precio relativo de los bienes del país extranjero expresados en términos de bienes locales. A diferencia del nominal éste está influenciado por la inflación.

El tipo de cambio real viene dado por:

$$TCR = \frac{TCN (ARS / PE \$) * IPC PE}{IPC Arg.}$$

Donde: TCN (ARS / PE \$): Tipo de Cambio nominal (\$ por moneda del país extranjero)

IPC¹⁹ PE: Índice de precios al Consumidor del país extranjero

IPC Arg: Índice de precios al Consumidor de Argentina.

¹⁹ También se puede utilizar el IPIM. Índices de Precios al por Mayor.

Entonces, las variaciones del tipo de cambio real pueden deberse a variaciones en el tipo de cambio nominal como a variaciones en los precios de los bienes extranjeros, o a variaciones en los precios de los bienes locales.

Apreciación real: los bienes argentinos se hacen relativamente más caros, cae el precio de los bienes norteamericanos, por ejemplo, expresado en bienes argentinos. Cae el tipo de cambio real.

Depreciación real: los bienes argentinos se hacen relativamente más baratos, por ejemplo, sube el precio de los bienes norteamericanos expresado en bienes argentinos. Sube el tipo de cambio real.

6.1.3. *Sistemas Cambiarios: tipo de cambio fijo y tipo de cambio variable*

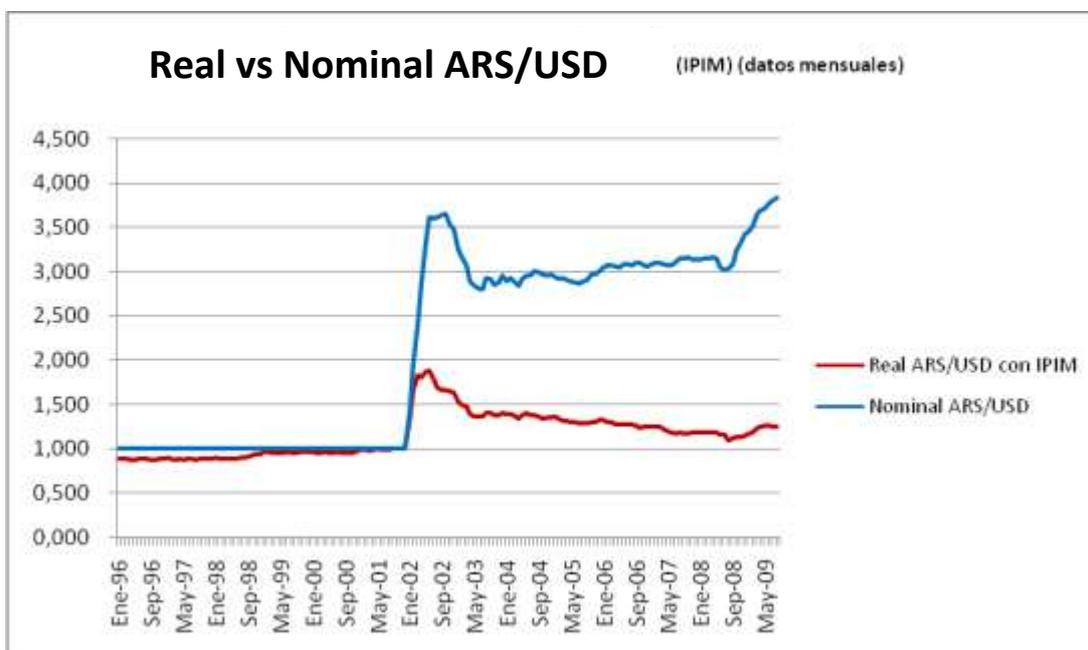
El Banco Central, como autoridad monetaria, es quien se ocupa de realizar la política monetaria de un país; dentro de sus atributos está la elección de un sistema cambiario, que básicamente puede ser un sistema de tipo de cambio fijo o un sistema de tipo de cambio variable.

i. Tipo de cambio fijo

Este fue el caso que adoptó Argentina entre el año 1991 y el 2001. Esto significa que el Banco Central elige un tipo de cambio nominal, respecto a la moneda de un país o economía de un país grande, estable, y de baja inflación. Argentina durante la convertibilidad, lo hizo con EEUU. Luego el BCRA compra y vende la divisa de referencia al valor fijado por el mismo y de esta manera el tipo de cambio se mantiene fijo.

Durante la convertibilidad, si bien el tipo de cambio nominal entre Argentina y Estados Unidos se mantuvo fijo en 1 ARS/USD. En Argentina los precios subían a un ritmo menor que los precios de los bienes estadounidenses, entonces, el tipo de cambio real sufrió una muy leve depreciación. En diciembre del 2001 el país abandonó el sistema de tipo de cambio fijo, y el tipo de cambio pasó de 1 en diciembre a 3 ARS/USD en marzo del 2002. (Ver gráfico 6.1.)

Gráfico 6.1. Tipo de Cambio ARS/USD Nominal vs Real.



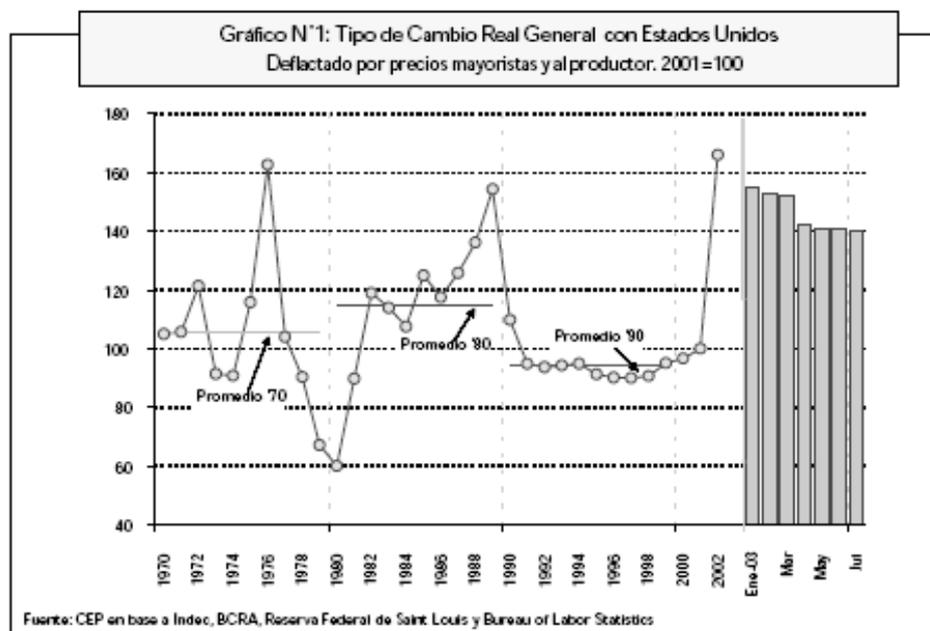
Fuente: Producción Propia con datos del MECON

La salida de la convertibilidad y la fuerte devaluación nominal y real del peso que tuvo lugar desde entonces dio lugar a un notorio cambio en los precios de las diversas producciones domésticas respecto de las del resto del mundo. Una medida general de ese cambio de precios relativos (producción extranjera/producción local) es el tipo de cambio real.

La evolución general del tipo de cambio real con EEUU muestra claramente un fuerte abaratamiento relativo de la producción argentina. Sin embargo si bien durante el periodo de convertibilidad el TCR observó una trayectoria extremadamente estable. Las alteraciones bruscas no son novedosas en la historia de esta variable.

Esto puede verse en el gráfico 10 que refleja una alta y persistente volatilidad macroeconómica en las décadas de los 70, 80 y 90s, caracterizada por distintas crisis de balanza de pago en nuestro país que finalizaron con una agresiva devaluación del peso. Normalmente la secuencia crisis externa-devaluación fue sucedida por un salto en los precios domésticos, en muchos casos desencadenando una espiral inflacionaria, (lo que no ha sucedido en 2002) y la consecuente caída del salario real.

Gráfico 6.2. Tipo de Cambio Real con EEUU del 1970 al 2003.



Estas volátiles condiciones macroeconómicas fueron perjudiciales para el aparato productivo argentino y especialmente para la industria local que debió moverse en un contexto de alta inestabilidad de precios relativos (en los '70 y '80) que sólo pudo revertirse con elevados costos en términos de competitividad. La estabilidad cambiaria no sólo fue relativamente “rara” en las últimas décadas, sino que cuando ocurrió, fue a costa de un mayor o menor atraso cambiario, lo que también generó consecuencias desfavorables para la producción nacional.

De todas formas, la salida de la convertibilidad, bajo el contexto de una profunda crisis como la ocurrida a finales de 2001 y principios del año siguiente, llevó la paridad real peso/dólar a niveles históricos récord para el último tercio del siglo XX. No obstante, el proceso de paulatina normalización del funcionamiento de la economía, junto con la adaptación de los precios internos al nuevo valor del dólar en moneda local, derivó en una cierta apreciación del peso.

No obstante, no es adecuado pensar que la competitividad y rentabilidad de las diversas actividades productivas retornó a la situación existente en los años de tipo de cambio elevado de los setenta y los ochenta. No sólo el grado de apertura de la economía hoy es sustancialmente mayor al existente entonces, sino que también la mayor intensidad de la producción local, especialmente de la industria, en el uso de insumos importados

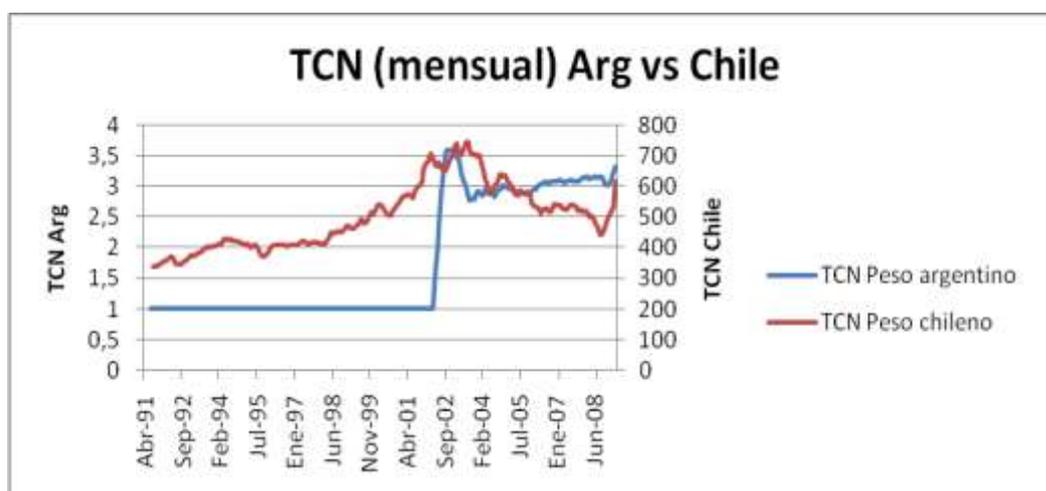
atenúa los efectos benéficos de la devaluación en la micro de los sectores productores de transables. (Como es el caso de la industria Vitivinícola con su importación de insumos como madera).

ii. Tipo de cambio variable.

Bajo un esquema de tipo de cambio variable la relación de una moneda respecto de otras monedas estará determinada por la oferta y demanda de divisas en el mercado.

La autoridad monetaria puede o no intervenir en la definición del valor de la moneda. Sí no interviene se dice que el esquema es de "flotación limpia". Si por el contrario, a través de operaciones de mercado abierto, define un "piso" y un "techo" al valor de la moneda, e interviene en el mercado comprando y vendiendo para mantener el precio dentro de esa banda, se dice que la flotación es sucia. En el caso de la Argentina, no se dejó a la moneda fluctuar libremente, por lo tanto podemos observar en el gráfico 6.1. y 6.3. como la línea azul que representa el tipo de cambio nominal, luego del 2003 donde supuestamente ya estaba flotando libremente se presenta muy estable y con muy poca volatilidad a diferencia del tipo de cambio chileno el cual se muestra muy volátil.

Gráfico 6.3. Tipo de Cambio Nominal ARS/USD vs CLS/USD. (Datos Mensuales)



Fuente: Elaboración Propia

Ver en anexo 6.1. el mismo gráfico pero con datos diarios y hasta marzo del 2009.

6.2. Tipo de cambio y Competitividad.

La competitividad internacional de un sector productivo específico se sintetiza en la comparación entre los costos de producción de ese sector y los costos de producir bienes comparables en otros países. Así, un sector es más competitivo si tiene menores costos relativos. Dado un precio internacional del bien en cuestión, un sector más competitivo es capaz de obtener mayores márgenes y rentabilidad, y/o una mayor cuota de mercado. Además, la rentabilidad y los márgenes relativos también se verán influenciados por el precio del bien que se produce.

Para un país en su conjunto, la competitividad puede también asociarse a los costos de producción relativos a los de otros países, a la vez que la rentabilidad global del sector productor de bienes transables (que se comercian en los mercados internacionales) es influenciada tanto por su competitividad como por los precios que enfrenta.

La relación entre el tipo de cambio y la competitividad de un sector o país no es simple. Por un lado, existen distintos conceptos de tipo de cambio, algunos más y otros menos relevantes como indicadores de competitividad. Por otro, una variación de la competitividad también tiene efectos sobre el tipo de cambio, configurándose de esta manera una causalidad inversa. Los conceptos de tipo de cambio que reciben más atención en la discusión económica son el tipo de cambio nominal (TCN) y el tipo de cambio real (TCR).

El TCN bilateral entre Argentina y EE.UU. influye en la competitividad en el corto plazo, pero no tiene una relación evidente con la competitividad a plazos mayores. En efecto, en el corto plazo, si parte de los costos están determinados en pesos, su transformación inmediata a moneda extranjera se verá influenciada por el TCN bilateral. A mayores plazos, sin embargo, en la medida en que la paridad entre el dólar y otras monedas cambia; se comercializa con mercados distintos de EE.UU.; cambian los costos de los competidores o se modifican los costos internos (en pesos o en moneda extranjera), este concepto de tipo de cambio pierde su relación causal con la competitividad del país.

Lo anterior implica que el TCN por sí solo, es un indicador más bien limitado de la competitividad relativa. Es por este motivo que agencias gubernamentales, bancos centrales, organismos internacionales e investigadores calculan y utilizan índices de TCR

como una medida clave para analizar la competitividad de sectores que compiten con el resto del mundo.

Estos índices intentan cuantificar la evolución de los precios (o costos) de una determinada canasta de bienes y servicios producida en el exterior, con respecto a los precios (o costos) internos, cuando ambos se expresan en una moneda común. Tras los movimientos del TCR hay modificaciones en los precios relativos, por lo que estos tienden a asociarse a cambios en la posición competitiva de un país. En particular, una apreciación real de la moneda local hace, *ceteris paribus*, que los bienes producidos en el país sean comparativamente más caros, situación que se asocia a una pérdida de competitividad.

6.2.1. El tipo de cambio y la competitividad en el negocio del vino: Argentina vs Chile en EEUU.

En Argentina, la política monetaria del 1 a 1, causó que el peso se aprecie bajo bases reales interponiéndose en la competitividad del país hacia el mercado internacional por muchos años y de esta manera debilitando el crecimiento de su economía. Cuando no hay flexibilidad cambiaria, los ajustes pueden solo realizarse bajando los precios. En el año 2002, cuando Argentina abandonó el 1 a 1 que caracterizó la paridad cambiaria por más de una década, el tipo de cambio fue la base del crecimiento industrial. Quienes vendían al exterior hicieron despegar sus negocios gracias a que ya no tenían que lidiar más con un dólar poco remunerativo como en los años previos. La industria vitivinícola fue uno de los sectores que se benefició de esta situación.

Por lo tanto, al momento de llevar un vino a la góndola de otro país, las cotizaciones de las monedas juegan un rol fundamental y definen la posibilidad de colocar un vino en un mercado o de incrementar su presencia en los que ya están. Las bodegas argentinas luego de la devaluación 2002 incrementaron el negocio de la exportación y muchas bodegas hasta lo comenzaron a descubrir.

Estados Unidos concentra el 25% del vino exportado Argentino ¿Cómo está Argentina para competir allí? Cuando se plantea entrar a un mercado (por ej. EEUU) no solamente tenemos en cuenta la paridad cambiaria de nuestra moneda frente al dólar sino también es muy importante ver cómo están las monedas tanto de nuestros compradores como de nuestros competidores y proveedores. El gráfico N°6.3 nos ilustra esta situación. Allí vemos dos monedas: peso argentino y peso chileno como uno de los principales

competidos de Argentina en EEUU. En este sentido podemos observar diferencias considerables en la posición de Chile y de Argentina en el mercado estadounidense debido su tipo de cambio vs el dólar.

Para comenzar la comparación podemos decir que ambas monedas han tenido grandes devaluaciones. Argentina principalmente entre fines del 2001 y mediados del 2002 de manera muy pronunciada, luego el peso argentino se apreció hasta mediado del 2003, para después seguir devaluándose paulatinamente y de manera más controlada. Por otro lado el peso chileno tuvo una larga devaluación entre los 90s hasta el 2003 (aunque con pequeñas volatilidades) pero siempre con tendencia a la depreciación, para luego nuevamente apreciarse en términos generales (pero de nuevo muy volátil en el detalle) durante los años siguientes hasta principios del 2008 que la moneda de este país comenzó a devaluarse para luego volver a apreciarse a fines del mismo año.

Los momentos de devaluación significan que los vinos provenientes de esos países han mejorado su posibilidad de venderse en EEUU. Se han abaratado en relación con los vinos producidos allí. Sin embargo, quiere decir que ¿Por tener una moneda más fuerte (apreciada) los países no pueden exportar? No, simplemente se les hace más difícil.

Debido a esta historia cambiaria, se podría decir que hoy Chile tiene un mayor posicionamiento en los mercados del mundo, y particularmente en EEUU, que Argentina, sin embargo esta tendencia ya hace algunos años está cambiando. Notemos que mientras que Argentina tiene el 5% de producción de vino del mundo, Chile tiene el 3%. Sin embargo mientras Argentina tiene el 3% de las exportaciones de vinos del mundo Chile tiene el 5%. El fenómeno del cual Argentina se comenzó a beneficiar luego del 2002, Chile lo venía aprovechando desde hace una década atrás, ya que al comenzar su devaluación antes también comenzaron a volcarse hacia la exportación varios años antes. De todas formas hay que tener en cuenta que ambos países tienen las condiciones geográficas, climáticas y estructurales para producir vinos competitivos para exportar.

En comparación, Chile tuvo mayor impacto negativo del dólar débil del periodo entre los años 2004 y 2008, ya que su moneda ganó el 30% contra el dólar entre enero del 2004 y temprano en el 2008. Desde ahí en adelante el peso chileno se ha debilitado contra el dólar hasta mediados del 2008 que comenzó a revalorizarse. Por otro lado, en estos años Argentina se benefició mucho más, ya que el peso fue una de las pocas monedas que se

debilito frente al dólar, lo que resultó en un rápido crecimiento de las exportaciones a ese mercado.

En el anexo 6.1 (donde hay más detalle y los datos llegan hasta el 2009) podemos ver que el cambio argentino se vuelve disparar a fines del 2008 desvalorizándose como consecuencia de la crisis financiera internacional y mientras esta tendencia continúa hasta entrado el 2009, el peso chileno se revaloriza a principios del mismo año.

Por lo tanto, la situación coyuntural del año 2009 le favoreció a Argentina ya que tenía un dólar estable en tiempos donde las monedas de sus competidores se apreciaban, lo cual eleva la competitividad y le da mayor margen para subir los precios en dólares. Sin embargo, si bien en los primeros meses del 2009 el dólar estaba estabilizado, no hay que olvidar que Argentina tiene inflación interna que afecta los costos por lo que las bodegas necesitan hacer ajustes de sus precios constantemente. A su vez, al haber “flotación sucia”, Argentina no siempre se puede beneficiar completamente de las devaluaciones que podrían llegar a ocurrir ya que este tipo de flotación hace que el país enfrente por momentos situaciones estáticas del dólar. En estos casos, si el dólar se fortalece, el peso también, ocasionando un crecimiento en los costos que hace que los márgenes obtenidos por la exportación se vean significativamente afectados y por lo tanto, que disminuya la competitividad del sector en el mundo. Al apreciarse el dólar, y el peso, al estar medianamente atado al mismo, los exportadores si quieren seguir siendo competitivos en los mercados globales deberían mantener el precio (sin aumentarlo) reduciendo las ganancias a corto plazo.

6.3. Escenarios cambiarios: el tipo de cambio real y los caminos alternativos

Al influenciar sobre las decisiones financieras, sobre la competitividad de sectores específicos y en el crecimiento, sobre los precios de bienes importados y la estructura de costos, y así, directa o indirectamente sobre la inflación, en un ejercicio de proyecciones es necesario incorporar una visión sobre lo que sucederá con el tipo de cambio y sus efectos.

En base a lo analizado anteriormente y a un estudio de evolución histórica del TCR se van a establecer distintos escenarios de la posible *futura evolución del tipo de cambio real*. Luego serán convertidos a términos nominales según los supuestos de inflación utilizados en el modelo financiero.

Para el análisis histórico de TCR se tomaron datos desde 1991 hasta octubre del 2009 más un gráfico que va desde 1970 hasta el año 2002. Nos vamos a concentrar principalmente en dos tipos de cambios relevantes ARS/USD y USD/EUR.

Para comenzar, se realizó una matriz en la cual se presentan todas las combinaciones posibles de situaciones cambiarias. Luego se descartaron aquellas que se consideran incompatibles (señalizadas con un 0). Y, por ultimo, sobre las combinaciones posibles se eligieron 3 escenarios que fueron considerados los más interesantes a analizar y a su vez que representan situaciones probables de escenarios Optimista, Pesimista e Intermedio.

Dado que hay que proyectar 10 años se realizó una segunda matriz idéntica a la anterior para los casos en que se desee agregar en un mismo escenario más de una tendencia a lo largo de este periodo. La misma fue desarrollada con igual metodología.

- *Matriz de correlaciones.*

1. Que el Peso se deprecie vs el USD. (Que el dólar se aprecie)
2. Que el Peso se aprecie vs el USD. (Que el dólar se deprecie)
3. Que el Peso se mantenga constante vs el USD.
4. Que el Dolar se deprecie vs el Euro. (Que el Euro de aprecie vs el USD)
5. Que el Dolar se aprecie vs el Euro. (Que el Euro se deprecie vs el USD)
6. Que el Dolar se mantenga constante vs el Euro.

Matriz 1: 1ra Instancia

Matriz 2: 2da Instancia

	1	2	3	4	5	6		1	2	3	4	5	6
1		0	0		E2			1		0	0		E1v2
2	X		0		0			2	X		0		0
				E1v1 E1v2									
3	X	X		E3v1				3	X	X		E1v1	E2
4	X	X	X		0	0		4	X	X	X		0
5	X	X	X	X		0		5	X	X	X	X	0
6	X	X	X	X	X			6	X	X	X	X	X

E1v1: Escenario 1 variante 1; **E1v2:** Escenario 1 variante 2; **E2:** Escenario 2

6.3.1. Contexto actual y reciente

a. Argentina y el Peso

En cuanto al tipo de cambio argentino es relevante destacar que, como se mencionó anteriormente, si bien tenemos un sistema de cambio variable este depende mucho del estado ya que el BCRA utiliza el tipo de cambio como herramienta para modificar la situación económica. Por esto, se mencionarán las distintas posturas que podría llegar a tomar el gobierno a modo de modificar el escenario cambiario.

Desde agosto del 2009 se puede percibir incertidumbre en el mercado, luego de que el ministro de economía Boudou admitió que el gobierno buscaba un nuevo acuerdo con el FMI como un paso intermedio para voluntariamente pagar la deuda antes del fin de dicho año. Por otro lado, en el mes de Septiembre (2009), por primera vez en muchos meses, el Peso argentino se apreció modestamente versus el Dólar. La evolución de las charlas con el FMI probablemente definirán el tono de la demanda de USD minorista. Por ejemplo, en el mes de Octubre (2009) el mercado cambiario había experimentado cambios dramáticos debido a que el BCRA compraba USD de manera muy agresiva. La intervención cambiaria llegó a 1,3 millardos de USD en el mes, con picos de más de 170 millones de USD en días específicos.

Por otro lado, la confianza de los inversores locales fue estimulada con el anuncio del gobierno de reabrir el canje de la deuda del 2005, el cual si fuese exitoso, permitiría a Argentina dejar atrás definitivamente las condiciones de default. Las autoridades pretendían cerrar las transacciones en el 1er cuatrimestre del 2010, efectivamente volviendo a los mercados globales antes de Junio.

b. EEUU y el Dólar.

En el contexto actual el dólar continúa dirigiéndose hacia bajo como resultado de las extensivas negociaciones especulativas que fueron llevadas a cabo en su contra. Esto provoca incertidumbre en los inversores extranjeros en que el rol del dólar como moneda de reserva pueda (aunque no fácilmente) desaparecer. Se puede ver que en el corto plazo no hay indicios de que se revierta la tendencia a la baja del dólar.

c. Zona del Euro.

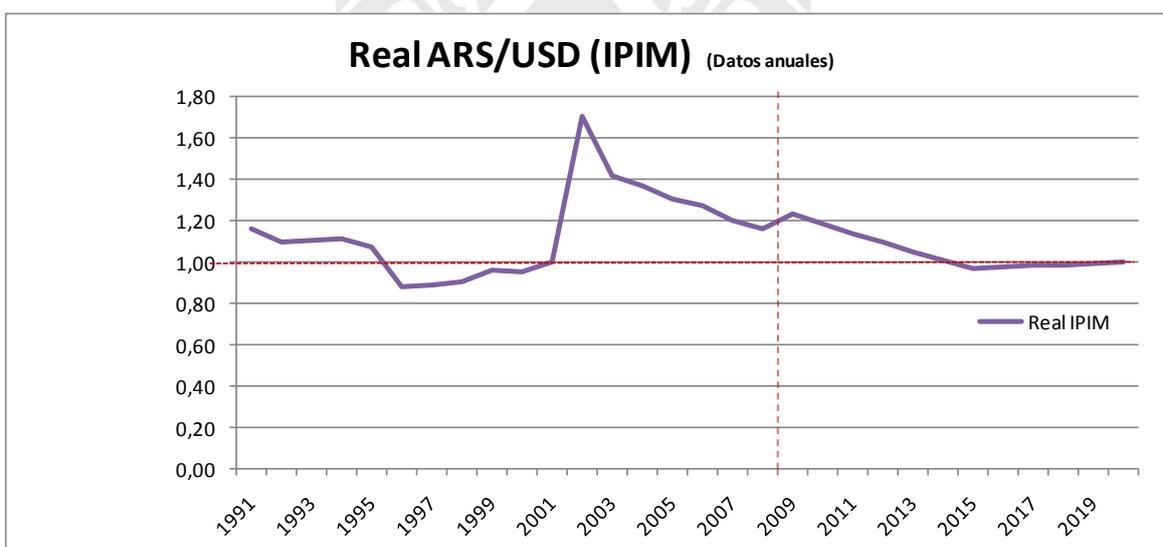
Con un escenario de fondo de mercados financieros gradualmente recuperando su estabilidad y con condiciones económicas claramente en mejoría, el euro había permanecido inusualmente estable. En dicho contexto el dólar y la libra se movían incuestionablemente hacia abajo, mientras las monedas de los países emergentes se movían decididamente hacia arriba, sin embargo el euro se las arreglaba para mantenerse justo en el terreno medio. En términos efectivos, se estaba *apreciando*, pero muy modestamente.

6.3.2. Escenarios²⁰

Escenario 1: PESIMISTA (Apreciación)

- *Variante 1:* Apreciación + estabilización TCR ARS/USD (valor objetivo 1 pesos reales del 2001) + paulatina y gradual recuperación.

Grafico 6.4. Escenario Pesimista variante 1



Este escenario consiste en una apreciación del peso a un ritmo del 4% hasta el año 2015, año en el cual llega a 0,97 y se comienza a recuperar hasta llegar a valores cercanos a 1 con una muy lenta o moderada depreciación posterior. Se toma 4% como tasa de

²⁰ Tener en dichos escenarios fueron escritos en el año 2009.

depreciación ya que durante el año 2003 y el 2008 el cambio real se depreció y en promedio lo hizo al 4%²¹.

Como se puede observar en la matriz 1 este escenario es compatible con un debilitamiento de dólar. Como se mencionó, el dólar vs el euro ya hace varios meses que se viene depreciando encontrándose en este momento²² alrededor de 1,5 USD/EUR (TCN). En este escenario se establece que la incipiente preocupación por la caída precipitada del dólar (la " crisis " del dólar) efectivamente se lleve a cabo en el futuro.

Hay que tener en cuenta que con el deterioro de la moneda, las especulaciones respecto a la misma se generalizarían cada vez más. Esto a su vez intensificado por un contexto donde los mercados están inundados con liquidez y que la aversión al riesgo decreció en gran medida, provocaría diversificación internacional de monedas. El mejoramiento del clima externo y el deterioro que sufre la divisa estadounidense en el mundo, impulsaría a los inversores a buscar otras oportunidades, lo que podría perjudicar al dólar en el largo plazo también.

Si bien el desafío del rol del dólar como moneda internacional, está lejos de convertirse en un peligro inmediato, se está convirtiendo cada vez más seriamente en una amenaza a largo plazo. Bajo este contexto, el dólar va a seguir depreciándose aún más en el mediano plazo. Con pronósticos futuros a la baja. (Fines del 2010 en USD-EUR=1,55).

De esta manera un dólar débil en el mundo, sumado a un buen ritmo de exportaciones de Argentina, hace que haya una gran oferta de dólares en Argentina lo que provocaría la apreciación mencionada del peso. Es relevante mencionar que esto significaría no necesariamente que el peso se esté fortaleciendo sino que el dólar es quien se está debilitando a nivel mundial. Como se mencionó anteriormente esto provocaría una inercia vendedora del dólar e interés por tomar posición en otras monedas incluyendo la local que presionaría sobre el tipo de cambio.

Por otro lado, los ingresos de capital extranjero en forma de inversiones, también hacen que el pronóstico sea hacia un peso más apreciado ya que producen una presión a la valorización de la moneda local al provocar una oferta adicional de USD. En este caso se

²¹ Sacando un outlier del 17% justo luego de la gran devaluación del 2001.

²² Últimos meses del 2009.

espera que el BCRA aumente las compras de USD y contenga la fuerza del peso si los inversores se consolidan.

Por último, las intenciones anunciadas de tener mejor relaciones con el FMI pueden convertirse en una potencial fuente de estabilidad para el mercado local cambiario si las medidas para ganar confianza en el mercado son finalmente implementadas lo cual también presionaría hacia el fortalecimiento del peso. Si bien la incertidumbre política continúa, el lanzamiento oficial de la normalización del proceso de la deuda está provocando un sentimiento local y ha terminado con la dolarización de los portafolios en el sector minorista.

Es relevante mencionar que se establece el corte cuando llega a 1,1 a modo de estabilizarlo en un valor que representa el promedio histórico en tiempos de estabilización. Sin embargo, en la práctica podría pasar que en el detalle se observen pequeñas volatilidades alrededor de este valor. Nunca superando valores más bajos a 0,9 ni más altos a 1,2 (piso y techo históricos sin contar outliers en determinados años).

Otros argumentos que justifican la depreciación del dólar por lo menos en el corto plazo son que el mercado correctamente percibe riesgos de inflación en los EEUU materialmente latentes, asociados a las dificultades de este país para implementar una salida monetaria exitosa. Al mismo tiempo que las salidas fiscales y monetarias parecen más estables y menos riesgos en la zona del Euro que en EEUU. Este es el factor que probablemente va a apoyar una mayor apreciación del Euro aunque la performance económica de la región se mantenga por debajo de lo usual.

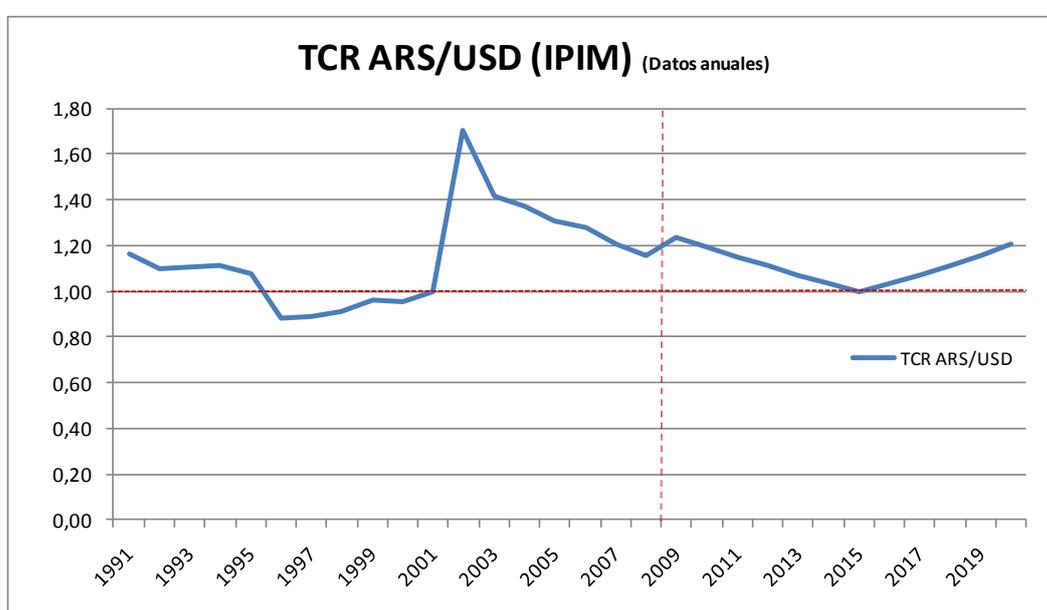
A su vez se puede analizar el mismo escenario desde la perspectiva del Euro. Es decir que la depreciación del dólar también está influenciado por factores que hacen que se aprecie el euro.

En esta dirección, es relevante mencionar que se están calmando los miedos respecto a incidentes inesperados en el sector financiero europeo. Asimismo condiciones económicas y financieras en Europa del este (región sobre la cual la zona del euro tiene substancial exposición económica y financiera) siguen mejorando. Ambas tendencias hacen que la posibilidad de una crisis sea cada vez más remota, lo que implica que algunos factores negativos del euro están perdiendo peso.

A su vez, mientras la mayoría de los bancos centrales han aplicado inyecciones masivas de liquidez, el banco central europeo lo hizo en montos mucho más modestos. Por otro lado, el estímulo fiscal fue también mucho menos masivo y más manejable de lo que presenciamos en EEUU. Todos estos factores indican un posible fortalecimiento de dicha moneda vs el USD.

- *Variante 2:* Apreciación Progresiva TCR ARS/USD (valor objetivo 1 pesos reales del 2001) + Depreciación.

Grafico 6.5. Escenario pesimista variante 2.



Básicamente consiste en una apreciación progresiva del peso a un ritmo de 3,5% hasta llegar a 1 para luego comenzar a depreciarse nuevamente a un ritmo de aproximadamente 4%. El ritmo de 3,5% se eligió al igual que en el escenario anterior para continuar con la tendencia histórica pero a un ritmo un poco mas desacelerado. Por otro lado, se estableció un valor de 1 como punto de inflexión ya que el promedio histórico se encuentra cercano a este valor y fue en 1 donde se disparó en el pasado. Luego se toma como punto de inflexión a fines del año 15 principios del 16 ya que es en este momento cuando se alcanza el valor de 1. Por último, se estima una posterior depreciación al 4% ya que es un número razonable a modo de llegar como máximo a valores de 1,2 en el último año, lo cual parece prudente ya que históricamente el techo de este cambio siempre se ha mantenido alrededor de ese valor con excepción de ciertos outliers en algunos años en particular como fue el caso de 1917, 1989 y el 2002.

La posible explicación de la primera instancia de este escenario coincide con la explicación de la primera instancia del escenario anterior.

Por su parte la segunda instancia, es decir el rebote hacia la depreciación podría coincidir con un escenario de refortalecimiento del dólar como se puede observar en la matriz 2.

- ***Explicación***

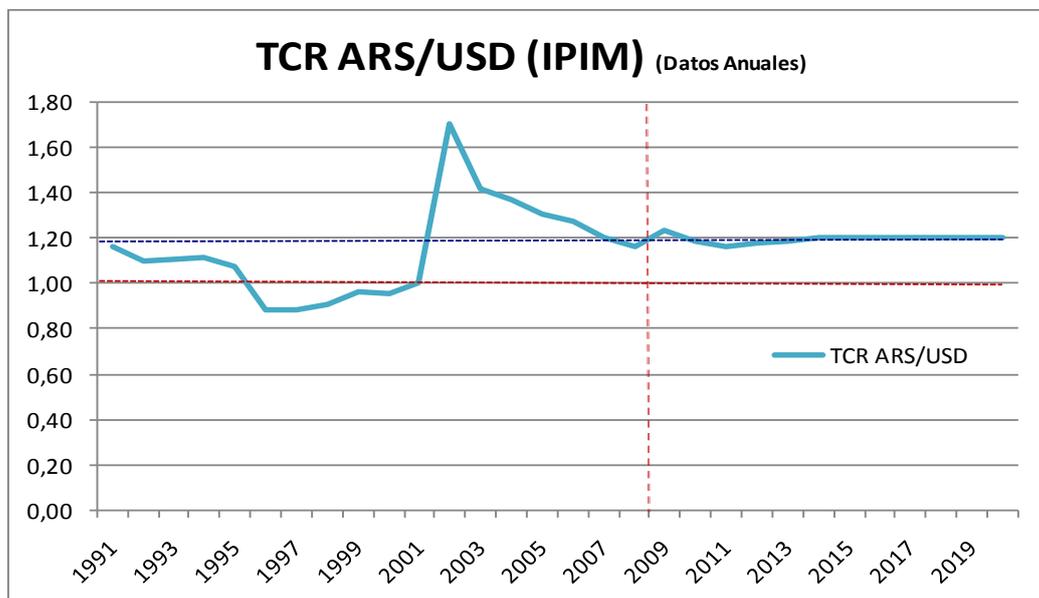
Si bien el dólar probablemente va a permanecer inmerso en debilidad en el futuro cercano. A largo plazo, preocupaciones sobre una eventual desaparición del dólar parecen injustificadas. A pesar de los riesgos de solvencia e inflación, las preocupaciones van a continuar usando argumentos relacionados a la recuperación económica y la capacidad de recuperación de la economía de EEUU, y si bien las tasas a corto plazo en EEUU van a ser extremadamente poco atractivas (Un T-bill a 4 semanas está pagando 4pb, y el de 6 meses apenas 0,17%), es muy poco probable que el rol de dólar como la principal moneda de reserva esté desafiado en el largo plazo. Con posiciones del dólar dominantes en los portafolios globales, los inversores internacionales van a tener pocos incentivos para generar una corrida (venta de dólares) que pueda generarles pérdidas de capital en sus portafolios.

Por otro lado, en cuanto a la situación particular de Argentina respecto a la normalización del proceso de la deuda, si bien volver a ganar acceso a mercados de deuda voluntarios puede ser claramente positivo en el mediano plazo y las autoridades ahora se están moviendo en esa dirección, un éxito completo está lejos de estar asegurado en este punto. Riesgos de deterioro fiscal están en la mira, y esto puede generar la necesidad de mantener el ARS relativamente débil en el futuro. En el 2010 las expectativas van a estar cada vez más focalizadas en las elecciones presidenciales del 2011, lo cual va a definir si la aproximación actual de economía intervencionista se va a extender al 2015 o no. Una posibilidad es que se intervenga en el mercado cambiario a modo de debilitar el peso y reactivar la competitividad internacional.

Dado que en esta variante se supone que el euro gana territorio al dólar debido a una buena situación de la zona del euro se podría suponer que el peso vs el euro también se debilita.

Escenario 2: Optimista. Depreciación + estabilización

Grafico 6.6. Escenario Optimista



En este caso se proyecta una apreciación hasta 1,16 para luego iniciar una moderada depreciación a un ritmo del 1 % la cual encuentra su techo y estabilización en 1,20.

En términos de las matrices planteadas, que el peso deprecie en una primera instancia se da en conjunto con una apreciación del dólar y en una segunda instancia se establecería la combinación de que el peso se mantenga estabilizado mientras el dólar puede seguir apreciándose ya que en este caso sería resultado de la manipulación del BCRA.

En el primer año se plantea una pequeña apreciación en coherencia con el contexto actual de debilitamiento del dólar, sin embargo, esta tendencia luego cambia ya que hay síntomas de aversión al riesgo que alivian las preocupaciones respecto al dólar.

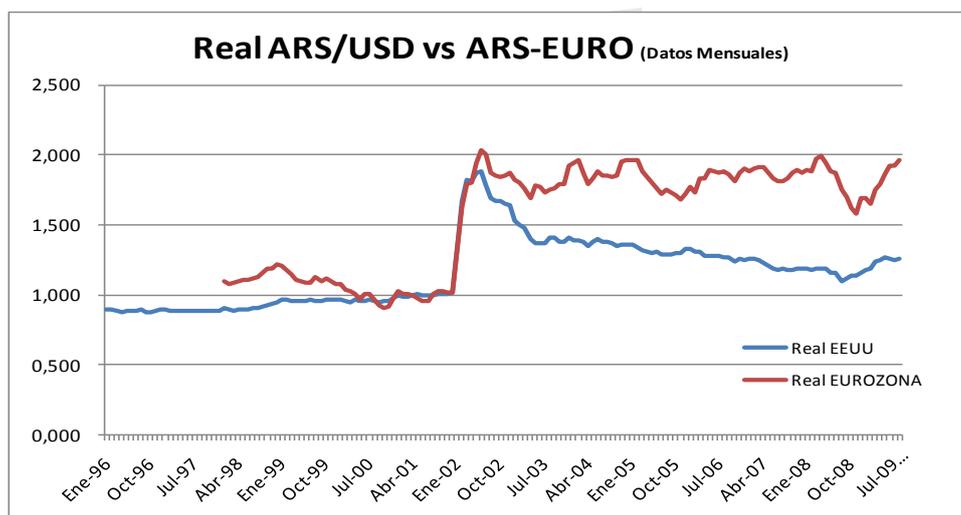
La paulatina depreciación posterior se puede justificar con dos argumentos principales. Por un lado, el fortalecimiento del dólar bajo el argumento de “volar a lo seguro”. A pesar del contexto planteado anteriormente, ya cada vez hay más indicios de fortaleza económica. Esto trae cierto potencial para una corrección en el corto plazo en los mercados de equity, lo que podría traer de vuelta la demanda de USD como un refugio seguro y fortalecer la moneda de EEUU. Y por otro lado, manipulaciones del BCRA hacia una depreciación del peso y una política gradual al equilibrio. Este escenario establece que, luego de la crisis

financiera internacional se utilice el tipo de cambio como herramienta para recuperar la competitividad internacional, por lo tanto, que se produzca un salto cambiario llevando el dólar a (TCN) aproximadamente 4,20 pesos en un primer momento y luego con una política gradual al tipo de cambio de equilibrio que sea conveniente. Es decir un modelo centrado en el tipo de cambio “competitivo y sostenible”, como ocurrió en la posconvertibilidad. Sería una flotación sucia manteniendo la paridad.

Otro argumento a considerar es que las cuentas fiscales argentinas probablemente se mantengan frágiles y un peso débil es la clave para acumular mayores retenciones a las exportaciones. De esta forma la devaluación le sirve al gobierno para engrosar los ingresos por retenciones, ante una probable caída del precio internacional de las materias primas.

En cuanto al tipo de cambio ARS/EUR este escenario es compatible con la depreciación con respecto al euro simultáneamente a la depreciación con respecto al dólar. Sin embargo en un segundo estadio mientras el cambio con el dólar se trata de mantener constante puede ocurrir que el cambio con el euro se deprecie en mayor medida. Ya que en definitiva que el ARS/USD este constante es producto de manejo del BCRA. Sería una situación similar a la ocurrida entre 2002 y 2007. (Grafico 6.7.)

Gráfico 6.7. Análisis histórico del TCR



Fuente: Elaboración propia con datos del MECON.

Por último, la explicación de este escenario respecto a la perspectiva del Euro, podría ser que es impensable que la reciente estabilidad del Euro pueda durar indefinidamente. La asimetría entre países y regiones, cuando se trata de performance

económico o de la respuesta por las autoridades monetarias y fiscales, va a terminar provocando más fluctuaciones cambiarias de las que hemos visto últimamente. En particular, niveles implícitos de volatilidad entre el Euro/USD pueden en cualquier momento detener su declive constante visto desde principios de este año (2009).

Deberían reaparecer en los próximos meses ataques de volatilidad en mercados de equity luego de la inusual recuperación que evidenciamos en los meses precedentes. De este modo el euro puede perder un poco de terreno al dólar en el usual argumento de “volar a lo seguro”. Por lo tanto el euro podría llegar a sufrir si los mercados tratan de alejarse de las apuestas riesgosas y el dólar regana popularidad como un activo en el cual refugiarse.

6.3.3. Resultados

En el siguiente cuadro se puede observar el resultado de los distintos modelos a nivel VAN y TIR luego de colocar como inputs los diferentes escenarios cambiarios.

Cuadro 6.1. Resultados de los escenarios cambiarios en el VAN y la TIR de los modelos.

		Actual	Escenario	Escenario	Escenario 2
	VAN (USD)	INTERMEDIO	PESIMISTA 1.1.	PESIMISTA 1.2.	OPTIMISTA
Perfil 1	VAN	761.210	191.181	766.762	986.514
	TIR	20,90%	17,88%	20,84%	21,98%
Perfil 2	VAN	2.368.135	1.376.640	2.446.681	2.778.310
	TIR	27,67%	23,61%	27,56%	29,12%
Perfil 3	VAN	68.775	-598.926	64.232	328.919
	TIR	17,25%	13,16%	17,28%	18,70%
Perfil 4	VAN	-447.969	-1.040.483	-527.195	-225.599
	TIR	11,35%	1,77%	10,96%	13,94%

- **Discusión.**

Como los modelos analizados suponen que exportan todo a EEUU, sus márgenes pueden ser altamente impactados por los tipos de cambio. El debilitamiento o fortalecimiento del dólar americano tiene un gran impacto en los márgenes de las bodegas como se puede observar en el cuadro 6.1. Esto se debe a que, para las empresas vitivinícolas, muchos de sus costos están en moneda nacional, mientras una gran parte de sus beneficios vienen de las exportaciones de vino vendidos y pagados en dólares. Si una empresa argentina produce un bien en pesos y luego exporta en dólares, si el peso se

aprecia pierde competitividad ya que le suben los costos. Si el peso se deprecia gana competitividad, ya que le dan más dólares por un peso lo que les permite obtener un mayor margen.

Para el vino básico, se podría pensar que como la mayoría de los costos son locales y dentro de los mismos la mano de obra es un componente importante, (distinto a los vinos de mayor calidad para los cuales gran parte de los costos están en moneda extranjera, por ejemplo, debido a las importaciones de barricas de roble) que en teoría esto reduce el impacto cambiario, sin embargo el desencaje²³ entre el momento que se realizan esas inversiones y el momento que se recibe el pago de las exportaciones, resulta en riesgo cambiario de todas formas.

Se puede concluir que en países que tienen una exposición considerable a una moneda extranjera, en particular al dólar, como es Argentina, los márgenes efectivamente pueden verse influenciados por los tipos de cambios.

Sin embargo, es relevante destacar que si bien esta industria necesita de varios insumos importados (botellas, corchos, cápsulas, madera, entre otros), el dinamismo de la industria local ha creado oportunidades de inversiones rentables para estos sectores que proveen de insumos a la industria.

En términos generales podemos observar que en el escenario optimista, donde se devalúa el peso, Argentina se ve beneficiada porque aumentan las exportaciones. Por el contrario, cuando el dólar esté débil e implique que se fortalezca al peso, el impacto va a ser negativo hasta que el peso se deprecie y así se pueda poner en línea con los competidores. Esto se ve muy claro en los distintos resultados de los modelos ante el escenario pesimista 2. Como se mencionó en el mismo se planteó una apreciación progresiva del peso pero que luego de unos años se repunta y comienza a depreciarse. En este caso, para algunos de los perfiles como el 1 y el 2 si bien es un escenario pesimista ya que comienza con el fortalecimiento de la moneda, el VAN termina siendo levemente superior al del escenario intermedio de estabilización. Esto sucede porque la depreciación posterior es suficiente para contrarrestar la apreciación previa. Asimismo, es interesante notar que este fenómeno se da sólo en los casos 1 y 2, que se especializan en vinos más

²³ Dependiendo el nivel del vino la inversión la materia prima, y en los insumos (entre ellos la madera) debe realizarse entre 2 y 3 años antes de su futura venta.

caros y no en el 3 y 4. Se puede deber a que la depreciación posterior a su vez tiene un mayor efecto en los perfiles 1 y 2 porque hace que los ingresos en USD se multipliquen y en mayor medida al ser en la etapa final donde las ventas son mucho mayores que al comienzo.

Si tuviéramos que responder a la pregunta de si las variaciones en el tipo de cambio son más perjudiciales para empresas enfocadas a segmentos altos o a aquellas enfocadas a segmentos medios. La respuesta no es sencilla.

Por un lado, el Perfil 1 si bien es el que tiene mayor parte de su estructura de costos en moneda extranjera, también es el que apunta a un segmento del mercado más específico y menos sensible al precio, por lo tanto puede equilibrar su riesgo cambiario.

Por otro lado, los perfiles 2 y 3 tienen vinos que compiten directamente con vinos estadounidenses de estilos similares por lo que son más sensibles al riesgo cambiario en ese mercado. Son perfiles que no se pueden dar el lujo de perder competitividad ya que les haría perder rápidamente porcentaje de mercado.

Si vemos el desempeño se podría decir que la mejor estrategia es tener un buen mix de productos pero solo si miramos al perfil 2 ya que el perfil 3 si bien también tiene su mix diversificado, en un escenario muy pesimista su VAN llega a destruir valor. Por lo cual no es suficiente únicamente tener productos en distintos segmentos de precios sino también construir la cartera con el porcentaje adecuado de cada uno de ellos.

Las dos soluciones principales ante los efectos negativos de los escenarios pesimistas son: tocar los precios de venta o modificar la estructura productiva a modo de hacerla más flexible frente a variaciones en el tipo de cambio y así reducir el impacto de las variaciones en el tipo de cambio en el margen de la empresa. En relación a la primera, en los mercados de exportación no siempre es posible modificar los precios por una cuestión de seriedad y credibilidad por lo que los impactos cambiarios terminan resultando en una reducción de los márgenes de todas formas. En relación a la segunda solución, como se mencionó anteriormente, Argentina tiene la estructura necesaria para hacerla, pero habría que analizar que no sea a costa de una menor calidad en el producto final lo cual acabaría en una reducción de la competitividad de todas formas.

CONCLUSIONES



Universidad de
San Andrés

- **Generales**

Es relevante destacar que no hay bodegas tipos. La industria vitivinícola es una industria donde se pueden encontrar grandes spreads en el desempeño de las empresas dentro de un mismo segmento y entre cada segmento. Asimismo, la rentabilidad promedio lograda entre diferentes países varía considerablemente.

No es el caso de la comparación entre sí de los 4 perfiles ya que los mismos fueron realizados básicamente bajo los mismos supuestos. Pero sirve para justificar las diferencias halladas con los benchmarks. Por lo tanto estos modelos sólo pueden ser usados como un punto de referencia para posibles proyectos de inversión en bodegas start ups.

En términos generales los proyectos tienen buenos números operativos. Cuentan con muy buen nivel de liquidez y poco endeudamiento. Es decir que si se pueden hacer los aportes necesarios los primeros años, luego el crecimiento es sustentable ya que se independizan y comienzan a funcionar con recursos autogenerados.

- **Inversión**

Una de las conclusiones más relevantes a destacar es que en la industria del vino es una industria de capital intensivo, que necesita de reinversión constante y de aportes de los socios los primeros años, pero que luego se convierten en empresas sumamente sólidas y muy líquidas. Son necesarias las inversiones continuas para asegurarse el futuro de estas empresas y lograr la sustentabilidad financiera.

Por esto, hay que tener en cuenta que los socios no pueden realizar retiros de fondos los primeros años pero que luego que la empresa se estabiliza los regresos son más que proporcionales.

En cuanto a los activos fijos de los modelos es importante tener en cuenta que muchos de ellos tienen una vida útil de 10 años (por ejemplo los tanques de acero inoxidable y las maquinarias). Esto se da porque hoy en día con los avances tecnológicos el recambio de maquinarias es mucho más lento. Gracias a esto y al supuesto de una capacidad fija, a medida que pasan los años del proyecto, los niveles de ROIC aumentan y los niveles de depreciación bajan, la necesidad de aportes o deuda mientras estos no sean repuestos es cada vez menor, y el ratio de ventas/activos fijos es mayor. Sin embargo, esta

situación debería cambiar si se pretende seguir creciendo, si bien esta subinversión en los últimos años ayuda a tener márgenes más altos. Se podría decir que se están aprovechando los activos hasta la última instancia y que tarde o temprano van a tener que ser recambiados o sometidos a mantenimiento, lo que bajaría los márgenes mencionados.

- **Financiamiento y Solvencia**

No deja de ser una desventaja la necesidad de financiamiento en casi un 100% con capital propio debido al tamaño de los proyectos y la restricción de acceso al crédito en nuestro país para este tipo de empresas. Otra de las alternativas para alivianar esto sería financiarse con el capital de trabajo, lo que implica prolongar los pagos a los proveedores. Es una estrategia más agresiva y riesgosa que financiarse con equity.

Sin embargo, en este tipo de empresas se usa mucho ya que es muy difícil conseguir créditos y si se consigue el costo es muy alto, por lo cual las alternativas son básicamente dos: capital propio y proveedores. Por esto, es muy importante tener un capital de trabajo positivo, sino necesitarían si o si financiamiento a largo plazo y tener mucha liquidez para poder crecer. A modo de conclusión un buen manejo operativo se traduce en un CT positivo.

- **Liquidez**

Desde un punto de vista financiero hay que tener cuidado en tener cajas muy altas (como sucede en los últimos años de los proyectos) ya que significa ineficiencia, esta debería en realidad tender a cero o a CRO_{t+1} (caja requerida para operaciones del año próximo), ya que si no es dinero que está rindiendo cero.

Por otro lado, tener esa liquidez permite ser más conservador y enfrentar pagos sin depender del crédito. A su vez, te da cierta ventaja en relación a los costos ya que permite conseguir descuentos por pagos de contados.

- **Estrategia**

La mejor alternativa de los 4 modelos parece ser el perfil 2 ya que complementa los bajos costos operativos con la focalización en marcas y segmentos de precios competitivos

que permiten aprovechar esta estructura de costos para poder sacar mayor diferencial en los márgenes. Demuestra que vale la pena invertir en calidad y focalizarse en la marca.

Si bien, el hecho poder de competir en esta categoría viene como resultado del precio de venta, es mandatorio que sea acompañado por una calidad y diferenciación acorde para poder lograr el posicionamiento como jugadores de este nicho premium ya que los costos no son suficientemente bajos como para competir como productores de vino básico. Por lo tanto, es indispensable que la estructura financiera encaje con la posición de precios ya que si no, los costos operativos, los activos fijos y los niveles de inventario son muy altos como para mantenerse si no es como jugadores premium o súper premium.

El caso de Argentina en el segmento medio es comprable con el de Italia. Es decir que tiene altos márgenes en el segmento de competencia por marca a pesar de tratarse de empresas chicas que parecieran no cumplir con los requisitos del segmento. Por lo tanto, tener una fuerte posición en el rentable mercado de EEUU puede ser en parte la explicación de los altos márgenes.

Por último, en cuanto a la franja de precios más baja, considerando el aumento en los costos de producción y como este afecta a los segmentos más bajos, se intuye que no pueden llegar a durar mucho más tiempo a menos que se ajusten los precios. Tal vez, empresas de gran envergadura puedan seguir explotando este segmento por un tiempo más pero si la coyuntura local sigue así, y dado que las empresas planteadas en los modelos no tienen el tamaño necesario, es muy probable que en caso de no ajustar los precios, este segmento desaparezca. (Observar en el anexo 4.3. como en los últimos dos años el precio de este segmento creció). Asimismo utilizando el precio de Caucasia para el 2009 (USD/Caja 12,12) el modelo 4 resulta en un VAN negativo de -447.969. Por lo cual efectivamente se necesitan subir los precios. Apenas con una suba de precio a 12,96 este modelo obtiene un VAN de 0.

- **Ratios y Márgenes**

Si bien los márgenes brutos no son mucho más superiores a los de otros países, estos proyectos sí sobresalen respecto al manejo del capital de trabajo y la optimización de los activos fijos. Como resultado, tienen una estructura de costos mucho más baja que el promedio.

Estos márgenes brutos similares al resto pueden estar escondiendo un elemento clave resultado de una estrategia más focalizada, basada en que estos jugadores ofrecen mayor valor del dinero a sus clientes con el mismo mark up. La estrategia ganadora es focalizarse en cierto tipo de consumidores (EEUU, segmento medio) obteniendo un producto premium sin la necesidad de añejarlo mucho y con un enfoque comercial mucho más rentable. Por ejemplo, en los modelos, tanto en el perfil súper premium como en el perfil de formadores de marca, disfrutaban de márgenes EBIT relativamente fuertes y de niveles de RIOC más altos que lo estándar.

A su vez, los inventarios son menores que los promedios de la industria ya que se supone que hay un exceso de demanda por la cual se está produciendo y vendiendo lo más rápido posible para cubrir este crecimiento. Al ser proyectos start up esto difiere de las empresas maduras y desarrolladas como las del viejo mundo. Como se demostró, al estar analizando bodegas nuevas, el crecimiento de las ventas claramente es exponencial, lo que hace que todas las variables crezcan más en los modelos analizados que en las bodegas del viejo mundo traduciéndose en ratios más altos.

Es por esto que para validar, primero se mostraron ratios de la industria en distintos países en comparación con los ratios de los proyectos start ups creados, y a modo de comodín, para unificar ambos, se analizaron también los ratios y resultados de algunas bodegas reales argentinas. De esta forma se pudo observar el puente desde donde están los proyectos y hacia dónde se dirigen.

De este modo se demostró que es normal que los ratios de estos modelos sean superiores (y los de las bodegas argentinas a las bodegas del viejo mundo) ya que EEUU es un país con demanda insatisfecha (de vino Argentino) lo que permite a Argentina posicionarse con precios diferenciales.

Por otro lado, en Argentina el costo de la mano de obra es mucho más bajo. Al ser un costo medible en pesos que antes en la convertibilidad estaba al 1 a 1 con el dólar, con la devaluación a principios del 2000 bajó significativamente. Esto es muy importante porque la industria vitivinícola es de mano de obra intensiva. Así mismo, el terreno también es mucho más económico en Argentina que en otros países.

A modo de conclusión, los ratios más altos en gran parte se justifican porque estamos analizando empresas start up en una industria en crecimiento. A su vez hay que

tener en cuenta que las empresas start up pueden aprovechar de la capitalización de la experiencia previa en la industria.

Además, los ratios discutidos resaltan temas relevantes a los cuales las empresas deben prestarle atención, por ejemplo: formular una política de inversión clara, evitar desafíos de sobre o sub inversión, así como también influenciar la rentabilidad a través de un uso eficiente del capital de trabajo y de los activos fijos.

- **Claves del éxito**

En general se puede decir que las características más importantes a resaltar de los modelos que hicieron que den como resultado bodegas con buenas proyecciones son: un uso eficiente del capital con bajo capital de trabajo y altos ratios de ventas a activos fijos; no tener sobre inversión en activos de lujo; controles estrictos de los costos y bajos costos operativos, incluyendo costos de ventas y escala apropiada según la categoría. Sin embargo, una escala chica con un mercado atractivo también sirve.

- **Temas a tener precaución**

Esta industria no está absenta de tener problemas, lo temas más relevantes a considerar son: no caer en costos operativos excesivos en relación a los niveles de ventas, la falta de economías de escala, marketing ineficiente, estructuras comerciales y de distribución ineficientes debido a falta de tamaño o fragmentación de los volúmenes.

Si bien lo modelos no lo reflejan porque son empresas start up, muchas empresas vitivinícolas pueden tener muy bajo el ROIC. Esto puede ser resultado de inversiones recientes. Hay que tener en cuenta que en caso que esto parezca ser estructural como en algunos de los segmentos para algunos de los países, esto limitaría las posibilidades de atraer capital para hacer las inversiones necesarias. Este es el caso en particular cuando se combina con un flujo de fondos operativo bajo.

Otros temas comunes a discutir con son: un mal manejo del capital de trabajo, inversiones excesivas en activos fijos: demasiada capacidad o activos muy costosos y mantener inventarios excesivos de guarda que luego son difíciles de vender en el tiempo.

- **Mercado EEUU**

Otra explicación de los altos márgenes de los modelos es el supuesto de vender a EEUU ya que ,como dijimos, es un mercado que está creciendo en volumen de consumo y está migrando a vinos de precios más caros (sin llegar a vinos íconos por la crisis pero tampoco es un mercado de vinos baratos). Por esto, es importante que los productores y las bodegas sean rápidos en ajustar sus inversiones en respuesta a las fluctuaciones de la oferta y de la demanda, en orden de asegurarse mantener la rentabilidad.

Argentina en EEUU parece estar financieramente fuerte en los segmentos 2 y 3, vulnerable en el 4 y perdiendo fuerza en el 1.

- **Resultados a nivel solvencia rentabilidad y liquidez**

Por un lado, el estado de resultados (ER), da una importante perspectiva de la salud del negocio y de su rentabilidad, sin embargo hay que tener en cuenta que no da la imagen total de la salud financiera del negocio. Por otro lado, el balance reporta activos, pasivos y patrimonio neto y por último el cash flow reporta movimientos de caja (efectivo) ya que por ejemplo, el ER no dice nada respecto de cuando la compañía recibe caja y cuanto efectivo tiene a mano. Hay que recordar que resultado positivo o ganancia del ejercicio no es necesariamente efectivo líquido, caja y por lo tanto muchas empresas con grandes ganancias pueden ser también insolventes.

Las empresas que crecen muy rápido por lo general se quedan cortas de efectivo aunque sean muy rentables. Simplemente no pueden proveer de las ganancias el capital requerido para un crecimiento tan rápido. El flujo de caja registra los movimientos de caja del negocio a lo largo de un periodo de tiempo. Si el flujo de caja es positivo significa que la compañía tiene más efectivo al finalizar el periodo que lo que tenía al principio, si el flujo de caja es negativo significa que tiene menos efectivo al finalizar el periodo que al principio. Si una compañía tiene un flujo de caja negativo de manera continuada, corre el riesgo de quedarse sin efectivo y no ser capaz de pagar sus deudas cuando las mismas vencen, lo cual en definitiva sería quebrar por insolvencia.

En los modelos, como se explicó anteriormente, por lo general dejan de tener caja negativa recién a partir del año 5 o 6 por lo cual este riesgo es real y se podría generar

confusión ya que los estados de resultados comienzan a generar ganancia a partir de año 3 o 4. En este sentido hay que tener mucho cuidado.

Es por esto que es importante ver como los tres estados financieros interactúan a modo de dar una verdadera imagen de la salud financiera de la empresa. Cada uno de los estados financieros ve la salud financiera de la empresa desde perspectivas muy distintas pero todas muy necesarias. En definitiva los estados contables se tratan de dos cosas, del movimiento de dinero y del movimiento de bienes y servicios hacia adentro y hacia fuera de la compañía.

- **Escenarios**

Observar que estos proyectos vitivinícolas exportadores no siempre sobreviven en los diferentes escenarios cambiarios, los primeros años de vida hasta estabilizarse.

El caso más crítico es el del perfil 4 ya que en el escenario base ya tiene VAN negativo. Luego el perfil 3, si bien es positivo se encuentra al límite, por lo cual ante la mínima fluctuación en la cual por ejemplo se aprecie el peso la situación se agrava o se vuelve crítica como es el caso del escenario pesimista en el cual el VAN pasa a ser negativo.

- **Conclusión final**

Si se tiene el capital para sobrevivir hasta por lo menos los primeros 6 años del proyecto, un proyecto de inversión en una bodega exportadora mediana argentina puede llegar a ser una oportunidad muy interesante por su solidez una vez establecida la bodega y el negocio. Una vez consolidada la empresa, los retornos son altos, la estructura de costos competitiva y las proyecciones de ventas prometedoras.

Si bien actualmente, Argentina presenta un contexto propicio para estos proyectos, es indispensable prestar particular atención en la exposición al riesgo cambiario ya que puede resultar en considerables pérdidas (así como aumentos) en la rentabilidad.

La clave está en saber posicionarse en los distintos segmentos de precios con el porcentaje de producción adecuado en cada uno dependiendo de las exigencias del mercado.

BIBLIOGRAFÍA

Publicaciones:

- Adler, Michael; Dumas, Bernard. “Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement” *Financial Management* (1972), Summer84, Vol. 13 Issue 2.
- Baird S; “Mid-Sized Companies Meeting Currency Risk Management Challenge”. *Financial Executive* [serial online]. November 2006; 22(9):71-71. Available from: Business Source Premier, Ipswich, MA. Accessed November 12, 2008.
- Belk P, Glaum M; “The Management of Foreign Exchange Risk in UK Multinationals: An Empirical Investigation”. *Accounting & Business Research* [serial online]. Winter90 1990; 21(81):3-13. Available from: Business Source Premier, Ipswich, MA. Accessed November 12, 2008.
- Brealy, Myres, Allen. “Principios de finanzas corporativas” 8va edición, Mac Grow Hill
- Brealy, Myres,. “Financial analysis with Excel” Mac Grow Hill
- Copeland, Thomas E. “Valuation: measuring and managing the value of companies” New York , 1946.
- Darmodaran A. “Investment Valuation, Tools and techniques for determining the value of any asset”, Second edition, University Edition.
- Evans, J.R.; Olson, D.L.; “Introduction to simulation and risk analysis”. Prentice Hall, 1998.
- Flicker S, Bline D.; “Managing foreign currency exchange risk”. *Journal of Accountancy* [serial online]. August 1990;170(2):128-130. Available from: Business Source Premier, Ipswich, MA. Accessed October 16, 2008.

- Friberg R, Ganslandt M.; “Exchange Rates and Cash Flows in Differentiated Product Industries: A Simulation Approach”. Journal of Finance [serial online]. October 2007;62(5):2475-2502. Available from: Business Source Premier, Ipswich, MA. Accessed November 12, 2008.
- Froot, K.A., Scharfstein, D.S., Stein, J.C. , "A framework for risk management", Harvard Business Review, November/December, 1994.
- Heijbroek, Arend; “Changing Competitiveness in the Wine Industry”, Argentina Wine Forum 2008.
- Hernández Sampieri, R.; C. Fernández Collado y P. Baptista Lucio; “Metodología de la investigación”, México: McGraw Hill, 2da edición. 1998.
- Ittelson T. “Financial Statements, A Step by Step guide to Understanding and Creating Financial Reports”.
- ProsperAR , “Wine Industry in Argentina”, Investment Opportunities, Junio 2009.
- Rabobank, “The Financial Wine Ratings” Benchmark Analysis by Segment and Country, 2008.
- Sercu, Piet, and Ramon Uppal; “International Financial Markets and the Firm“ South-Western Publishing, Cincinnati.1995.
- Solnik, B.; “Global Asset Management: To Hedge or not to Hedge”, Journal of Portfolio Management, summer 1998.
- Thame J., Vélez Pareja I. “Principles of cash flow valuation. A market based approach” Elsevier academic press
- Wentz R.; “Towards a General Foreign Exchange Risk Consciousness”. Columbia Journal of World Business [serial online]. Winter79 1979; 14(4):127-135. Available from: Business Source Premier, Ipswich, MA. Accessed November 12, 2008.

Fuentes de internet

- www.areadelvino.com (consultado a lo largo de toda la elaboración del trabajo)
- www.bcra.gov.ar/ (consultado: 30/10/2009)
- www.darmodaran.com (consultado: 17/10/2008).
- www.indec.mecon.ar (consultado: 17/10/2008).
- www.mecon.gov.ar

Fuentes periodísticas

- Clarín. 2008. “La inflación también distorsiona las mediciones del tipo de cambio”, Agosto 22.
- El Cronista. 2008. “Pymes globalizadas en tiempos de crisis, Septiembre 25

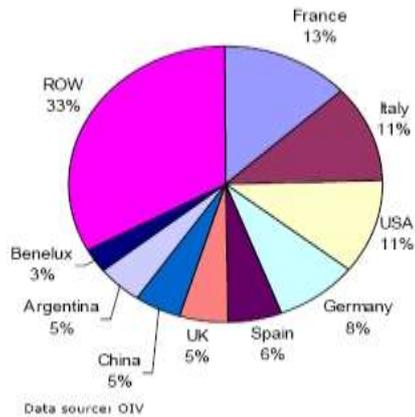
Otras Fuentes

- Apuntes y diapositivas del curso de agronegocios universidad de San Andrés de Primavera 2008.
- Presentación Power Point “Reunión estratégica marco de referencia para la visión de la vitivinicultura argentina” Documento preparado por Área del Vino, Mendoza, 24 de Septiembre de 2009

ANEXOS

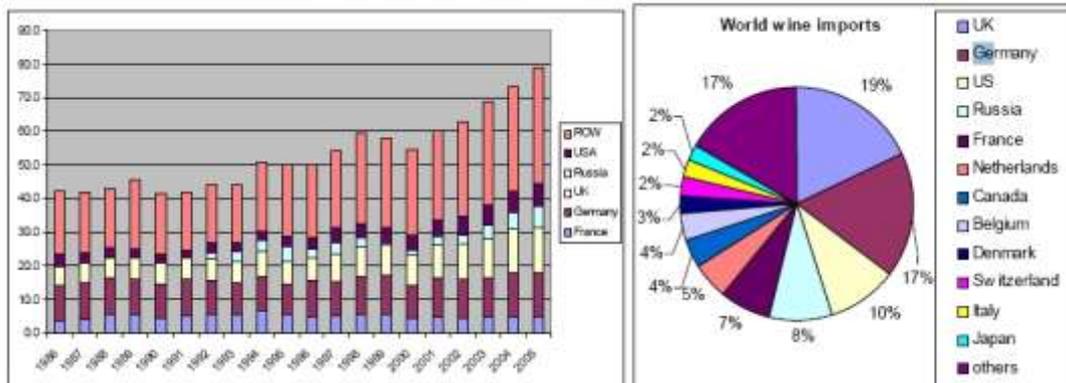
Capítulo I Capítulo II Capítulo III

3.1. Los mercados de consumo de vino más importantes.



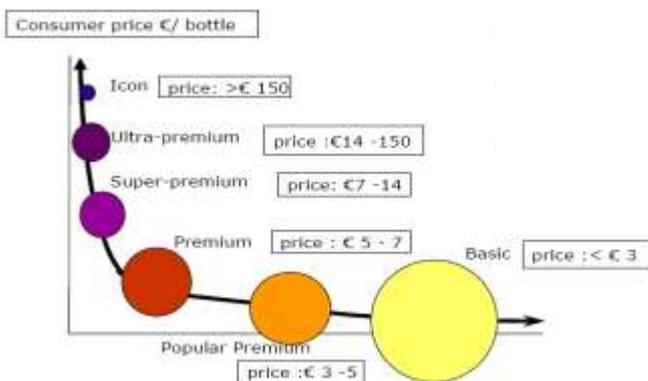
Fuente: OIV. Organización Internacional de Vino y Viñedos.

3.2. Importaciones de Vino= Oportunidad en muchos mercados.



Fuente: OIV. Organización Internacional de Vino y Viñedos.

3.3. Segmentación del mercado del vino.



Fuente: Rabobank

3.4. Mercados y Segmentos de Mercado.

Consumer price points in Euro per bottle

Germany		UK		US	
EUR	2004	EUR excl. Excise	2002	EUR excl. Excise	2004
> 5.00	3	> 5.00	21.4	> 8.00	9.0
3.00 - 5.01	9.9	4.25 - 5.00	13.2	6.00 - 8.00	15.9
2.00 - 3.00	23.5	3.50 - 4.25	21.9	4.60 - 6.00	17.2
1.50 - 2.00	18.1	2.75 - 3.50	22	2.10 - 3.35	14.3
1.00 - 1.50	22	2.00 - 2.75	15.1	< 2.10	20.7
< 1.50	23.5	< 2.00	6.4		

Data source: GFK / Deutsche Wein Institut
Fuente: GFK/Deutsche Wein Institut

3.5. Producción de uva: Costos

	France Languedoc	Australia Rivernia
Costs EUR/ ha	4350	4350
yield tonne / ha	10.5	16.4
Cost price EUR/ tonne	405	261
Cash costs EUR/ tonne	238	193

Source: Rabobank
Fuente: Rabobank

3.6. Factores determinantes de la competitividad.

	EU	U.S.	Australia	Chile / Argentina
Geography	4-5	5	3	3 - 4
Production factors:				
• Climate	3 - 4	2 - 4	2 - 4	3 - 4
• Land (costs)	1 - 3	1 - 3	2 - 3	4
• Raw materials	4 - 5	4	4	4 - 5
• Labour (costs)	2	2	2	4 - 5
• Capital (costs)	3 - 4	3 - 4	3	2 - 3
• Infrastructure	3 - 4	4	4	3
• Knowledge infrastructure	4	4	4	2 - 4
Other factors:				
• Industry structure	2 - 3	5	5	2 - 4
• Marketing, branding	2 - 4	5	5	2 - 4
• Domestic demand	2 - 3	5	4	2 - 3
• Government	2 - 4	3	3	2 - 3
• Economic variables	2 - 4	3	3 - 4	3
Average	3.2	3.7	3.5	3.3

Source: Rabobank
Fuente: Rabobank

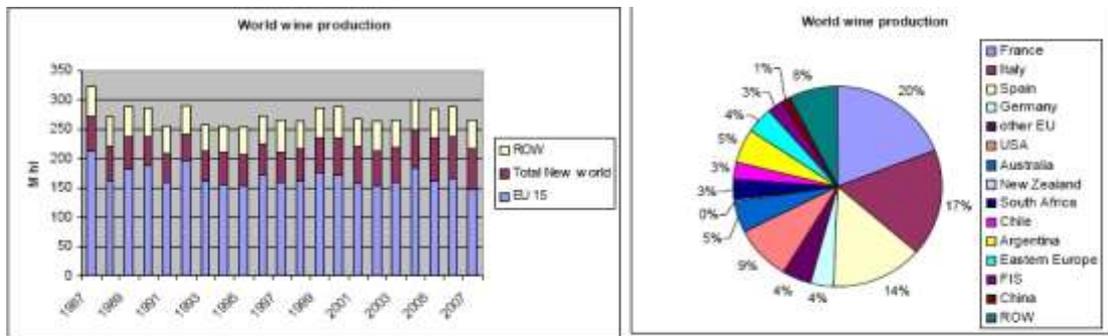
3.7. Estructura de la Industria: Bodegas.

	number wineries (1.000)	2007 production (M hl)	1000 cases / winery	C-3 ratio
France	35	48.4	15.4	13%
Italy	4.0	48	133.3	7%
Spain	4.2	34.7	91.8	7%
Germany	n.a.	10	n.a.	13%
US	2	20	111.1	61%
Australia	1.9	9.8	56.1	46%
New Zealand	0.5	1.5	33.3	75%
Chile	0.3	8.2	303.7	34%
Argentina	1.3	15.2	129.9	est. 25%
South Africa	0.56	9.8	194.4	35%

Source: Rabobank

Fuente: Rabobank

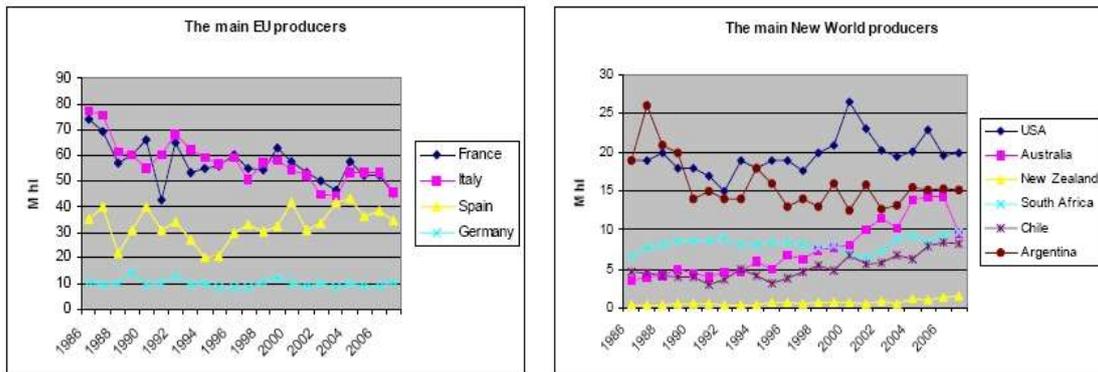
3.8. Producción Mundial de Vino.



Data source: OIV

Fuente: OIV. Organización Internacional de Vino y Viñedos.

3.9. Nuevos y Viejos Productores



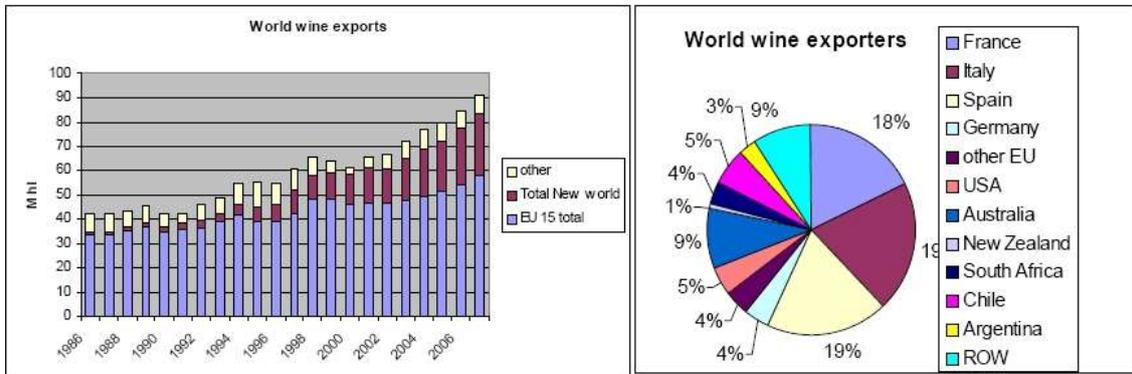
Data source: OIV

Fuente: OIV. Organización Internacional de Vino y Viñedos.

3.10. Exportaciones Mundiales de Vino.

World wine exports

Rabobank



Data source: OIV

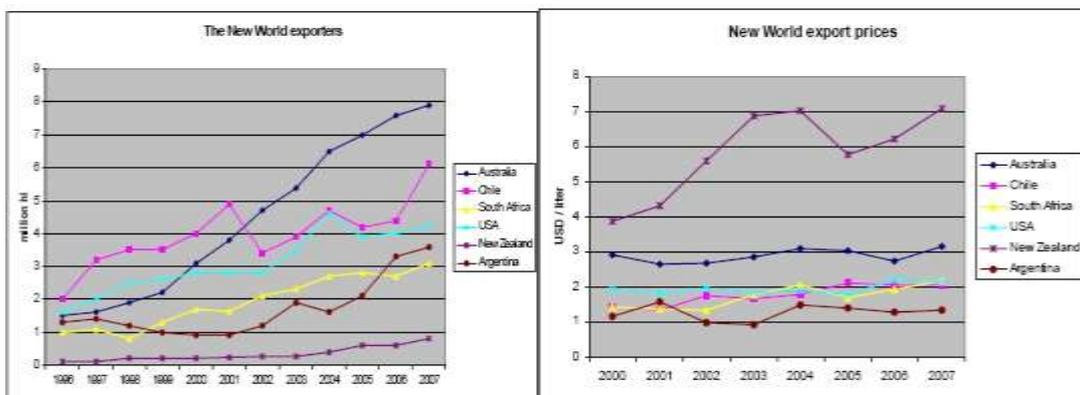
- World wine trade stands at USD 23 billion; 91 million hl; 38% of total market
- New World has captured 50% of growth in trade since 1986, the EU 50%

nte: OIV. Organizacion Internacional de Vino y Viñedos.

Fue

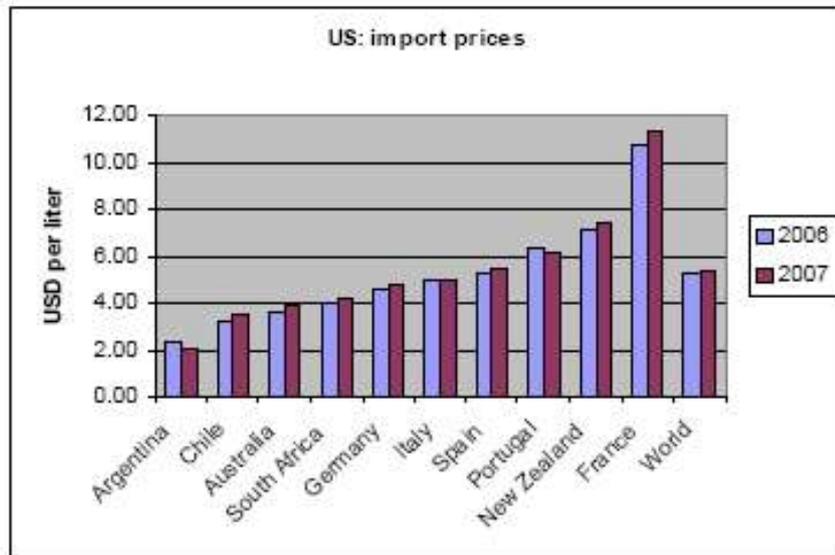
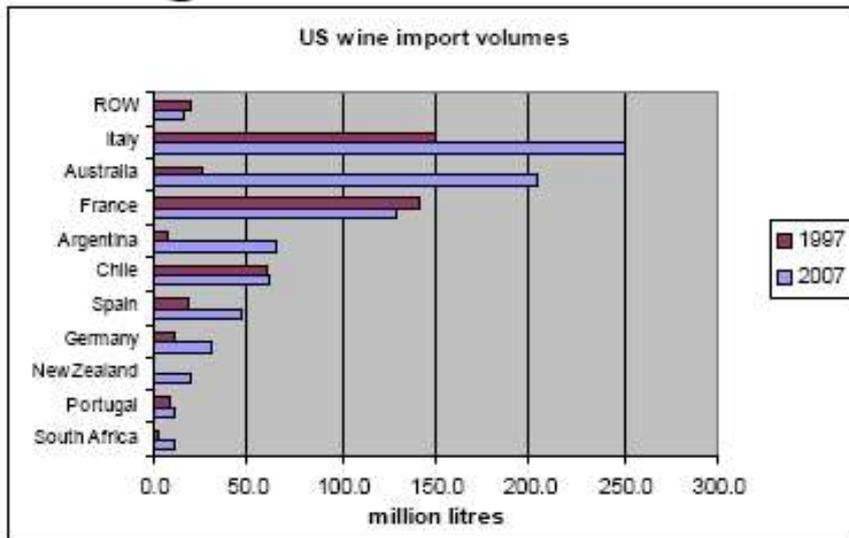
3.11. El Nuevo Mundo: Australia como el exportador campeón, y Argentina como un tomador de precio

Rabobank



Fuente: Rabobank

3.12. Argentina en el Mercado EEUU



Fuente: Rabobank

3.13. Importaciones de Estados Unidos, cambiando competitividad.

US imports

Bottled wine; 1.000 cases			import prices (USD/case)	
	2006	2007	2006	2007
Italy	23272	24755	44.22	44.84
Australia	17486	18372	35.74	35.38
France	9230	9445	81.26	89.36
Chile	5572	6030	27.28	29.19
Spain	3240	3509	49.69	51.58
Germany	2835	3235	40.92	43.28
Argentina	2361	2952	33.46	36.25
New Zealand	1579	2158	63.96	66.27
ROW	2804	2944	41.37	42.12
World	68379	73400	45.76	47.34

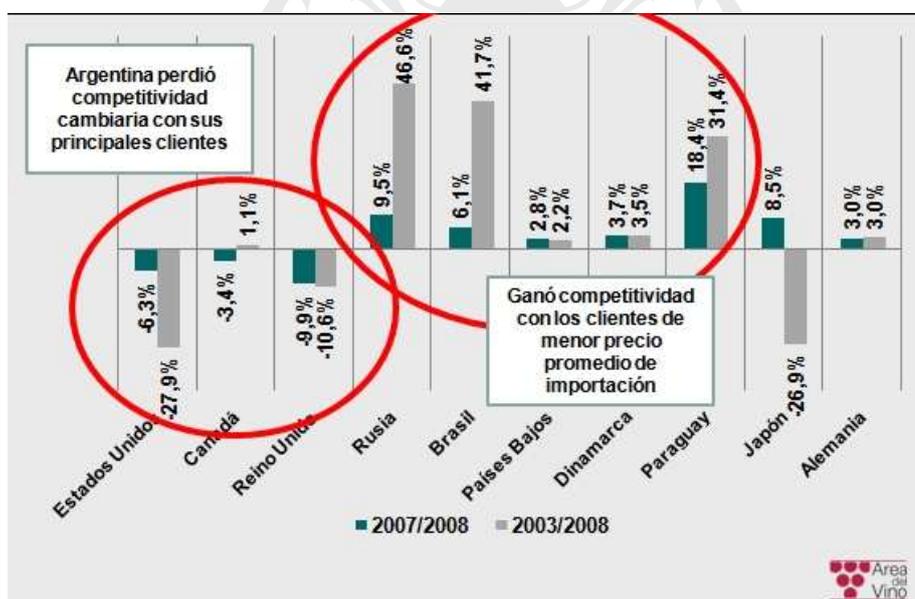
Bulk wine

	2006	2007	2006	2007
Italy	239	722	13.40	13.77
Australia	5063	2674	6.98	7.20
France	1550	2074	10.71	13.60
Chile	94	129	9.11	9.01
Argentina	1862	4127	3.17	3.22
Germany	154	109	11.74	15.88
ROW	137	335	12.12	8.44
World	9099	10170	7.19	7.51

Source: Gomberg, Fredrikson & Associates

Fuente: Gomberg, Fredrikson & Associates

3.14. Variación del tipo de cambio real.



Fuente: Área del Vino

3.15. Exportaciones de vinos Argentinos Fraccionados

País	2002	2005	2008	Participación (%)	Variación Anual 2007/2008	Variación 2007/2008	Enero/Febrero 2008	2009	Variación 2008/2009
Estados Unidos	29.0	59.8	149.9	28.0%	31%	42%	24.2	29.6	22%
Canadá	5.4	20.3	53.2	9.9%	46%	39%	7.9	8.5	8%
Reino Unido	22.2	36.6	47.6	8.9%	14%	11%	6.5	6.4	-2%
Brasil	7.2	22.8	39.4	7.4%	33%	5%	3.3	2.7	-20%
Países Bajos	5.6	18.0	36.2	6.8%	36%	36%	6.9	5.1	-26%
Paraguay	3.5	12.7	21.4	4.0%	35%	23%	2.7	1.5	-44%
Dinamarca	4.8	13.9	18.8	3.5%	26%	9%	2.3	1.3	-45%
México	1.4	4.6	12.7	2.4%	44%	26%	1.8	1.4	-22%
Alemania	3.1	5.7	10.0	1.9%	22%	21%	1.3	1.7	25%
Suecia	1.6	4.5	9.3	1.7%	34%	42%	1.8	1.6	-11%
Suiza	2.8	3.8	8.4	1.6%	20%	31%	1.4	2.0	38%
Otros	19.9	70.9	128.1	23.9%	30%	14%	17.0	15.6	-8%
TOTAL (M u\$s)	106.6	273.6	535.0	100.0%	31%	25%	77.3	77.3	0.12%
TOTAL (M litros)	62.3	149.6	214.6		23%	10%	37.9	28.4	-13.7%
TOTAL PAÍSES	87	106	132						

Claramente está funcionando el efecto sustitución compensando el efecto ingreso



Fuente: Área del Vino

3.16. Precio de Exportación de vinos fraccionados.

País	2002	2005	2008	Variación Anual 2002/2008	Variación 2007/2008	Enero/Febrero 2008	2009	Variación 2008/2009
Estados Unidos	21.6	24.8	33.0	7.3%	6.8%	31.3	33.2	6.0%
Canadá	22.3	24.3	29.4	4.7%	7.0%	30.1	25.8	-16.7%
Reino Unido	17.2	16.6	21.8	4.0%	2.4%	23.5	20.8	-11.4%
Brasil	15.6	18.3	23.8	7.3%	15.8%	24.4	26.6	8.8%
Países Bajos	23.0	19.6	25.4	1.7%	13.7%	24.2	23.9	-0.9%
Paraguay	2.9	4.4	5.9	12.7%	23.2%	4.8	5.8	20.3%
Dinamarca	21.3	21.1	25.4	3.0%	3.0%	23.8	26.1	9.7%
México	27.2	27.1	35.3	4.4%	8.0%	39.1	36.6	-6.3%
Alemania	22.5	21.0	31.4	5.7%	13.7%	30.7	28.5	-7.0%
Suecia	25.6	23.6	31.1	3.3%	13.1%	32.1	32.9	2.4%
Suiza	37.0	29.2	32.9	-1.9%	1.3%	25.4	38.7	52.0%
Otros	12.9	15.0	19.3	7.0%	10.0%	16.1	19.7	21.9%
TOTAL	15.4	16.5	22.4	6.5%	13.0%	21.2	24.5	16.0%



Fuente: Área del Vino

3.17. Importación de Vinos de EEUU.

Pais	2002	2005	2008	Participación (%)	Variación Anual 2002/2008	Variación 2007/2008
FRANCIA	914.1	1,087.9	1,415.8	30.4%	7.6%	-1.3%
ITALIA	777.9	1,075.8	1,309.5	28.1%	9.1%	1.9%
AUSTRALIA	457.9	761.0	694.6	14.9%	7.2%	-12.3%
ESPAÑA	134.0	211.4	285.3	6.1%	13.4%	5.0%
CHILE	136.9	162.7	223.8	4.8%	8.5%	8.0%
ARGENTINA	34.9	66.8	183.5	3.9%	31.9%	39.2%
ALEMANIA	48.4	98.7	147.2	3.2%	20.4%	2.1%
NUEVA ZELANDA	30.4	93.9	145.5	3.1%	29.8%	0.0%
PORTUGAL	59.4	67.9	68.0	1.5%	2.3%	-3.3%
SUDAFRICA	15.3	43.7	44.5	1.0%	19.5%	6.8%
JAPON	14.5	26.4	38.6	0.8%	17.7%	17.9%
RESTO	117.2	99.6	98.6	2.1%	2.8%	-0.2%
TOTAL (M u\$s)	2,740.9	3,795.9	4,655.0	100.0%	9.2%	0.0%
TOTAL (M litros)	60.4	70.0	85.5		6.0%	-1.5%
TOTAL PAÍSES	68	71	70			

Fuente: Área del Vino



Capítulo IV

1.1. Pasos relevantes en la vida de los proyectos.

Año	PERFIL 1	PERFIL 2	PERFIL 3	PERFIL 4
0 Período Pre Operativo	Obra de la bodega.	Obra de la bodega.	Obra de la bodega.	Obra de la bodega.
	82% Aporte de capital 18% Emisión de deuda.	82% Aporte de capital 18% Emisión de deuda.	82% Aporte de capital 18% Emisión de deuda.	82% Aporte de capital 18% Emisión de deuda.
	Capacidad inicial de 440000 litros (45800 cajas)	Capacidad inicial de 440000 litros	Capacidad inicial de 440000 litros	Capacidad inicial de 1032000 litros
	Inversión Inicial = USD 1.252.706	Inversión Inicial = USD 1.250.753	Inversión Inicial = USD 1.251.281	Inversión Inicial = USD 1.888.798
1 Comienzo del Período Operativo	Comienzo producción de vinos SP ²⁴ y UP.	Comienzo producción de vinos P y SP.	Comienzo producción de vinos P, SP y UP.	Comienzo producción de vinos Base.
	Inversión adicional por \$1.356.774	Inversión adicional por \$ 938.855	Inversión adicional por \$ 1.369.865	Pago a proveedores (uva) gastos grales. (prod y adm).
	82% Aporte de capital 18% Emisión de deuda.	82% Aporte de capital 18% Emisión de deuda.	82% Aporte de capital 18% Emisión de deuda.	Comienza a amortizar edificio y maquinarias.
	Pago a proveedores (uva y madera), gastos grales. (prod y adm) CRO t+1.	Pago a proveedores (uva y madera), gastos grales. (prod y adm) y CRO t+1.	Pago a proveedores (uva y madera), gastos grales. (prod y adm) y CRO t+1.	Oferta Inicial por 100000 cajas/año. Cap Max
	Comienza a amortizar edificio y maquinarias.	Comienza a amortizar edificio y maquinarias.	Comienza a amortizar edificio y maquinarias.	Se comienza a comercializar el vino Base
2	Oferta Inicial por 1.050 cajas/año.	Oferta Inicial por 1.500 cajas/año.	Oferta Inicial por 2000 cajas/año.	
	Se comienza a comercializar el vino SP.	Se comienza a comercializar el vino P	Se comienza a comercializar el vino P	Comienza a pagar cuentas impagas con proveedores
	Comienza a pagar cuentas impagas con proveedores	Comienza a pagar cuentas impagas con proveedores	Comienza a pagar cuentas impagas con proveedores	Opera a capacidad Max
	Comienza a pagar gastos de comercialización.	Caja Negativa, Aportes de Capital por \$1.694.720	Caja Negativa, Aportes de Capital por \$1.876.921	
	Caja Negativa, Aportes de Capital por \$2.095.238		Me adelanto a la demanda y construyo área cubierta adicional para expandir la capacidad de la bodega.	
3	Se comienza a comercializar el vino UP.	Caja Negativa, Aportes de Capital por \$1.546.308	Caja Negativa, Aportes de Capital por \$1.906.413	
	Caja Negativa, Aportes		Compro 6 tanques	

²⁴ B= Base, P=Premium, SP= Super Premium, UP= Ultra Premium

	de Capital por \$1.848.937		adicionales de 170 hl. Comienza a amortizar el galpón adicional. Se comienza a comercializar el vino UP.
4	Caja Negativa, Aportes de Capital por \$962.544	Caja Negativa, Aportes de Capital por \$ 1.491.747 Me adelanto a la demanda y construyo área cubierta adicional para expandir la capacidad de la bodega	Caja Negativa, Aportes de Capital por \$ 1.399.643 Compro 6 tanques adicionales de 170 hl.
5	Primer año sin necesidad de aportes de capital	Caja Negativa, Aportes de Capital por \$308.568 Compro 6 tanques adicionales de 170 hl. Comienza a amortizar el galpón adicional.	Caja Negativa, Aportes de Capital por \$ 1.035.147 Compro 6 tanques adicionales de 170 hl.
6		Primer año sin necesidad de aportes de capital Compro 12 tanques adicionales de 170 hl.	Primer año sin necesidad de aportes de capital Compro 6 tanques adicionales de 170 hl.
7			Compro 6 tanques adicionales de 170 hl.
8		Compro 6 tanques adicionales de 170 hl.	Compro 6 tanques adicionales de 170 hl.
10	Finaliza amortización del préstamo 1 Fin de la proyección. Abasteciendo una demanda de apróx. 22.377cajas/año por lo que aun tiene capacidad ociosa.	Finaliza amortización del préstamo 1 Queda solo un año de vida útil a los primeros tanques y a la maquinaria. Fin de la proyección. Abasteciendo una demanda de 90.796 cajas/año .	Finaliza amortización del préstamo 1 Finaliza amortización del préstamo . Queda solo un año de vida útil a los tanques y a la maquinaria. Fin de la proyección.

1.2. Crecimiento de las exportaciones Argentina a EEUU en volumen (2002- 2009)

Crecimiento de las Exportaciones Arg a EEUU en volumen								
Segmentos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Basico	631.974	814.070	847.207	857.091	632.447	648.365	763.144	418.004
Crecimiento en %		28,81%	4,07%	1,17%	-26,21%	2,52%	17,70%	-45,23%
Premium	524.449	608.417	838.386	1.087.938	1.478.826	1.959.576	2.702.807	3.388.383
Crecimiento en %		16,01%	37,80%	29,77%	35,93%	32,51%	37,93%	25,37%
Super Premium	141.056	130.313	181.270	298.345	450.392	623.037	905.569	1.032.475
Crecimiento en %		-7,62%	39,10%	64,59%	50,96%	38,33%	45,35%	14,01%
Ultra Premium	6.251	8.591	9.179	17.610	25.102	31.682	48.621	33.245
Crecimiento en %		37,43%	6,85%	91,85%	42,54%	26,21%	53,47%	-31,62%
Total	1.303.730	1.561.391	1.876.042	2.260.984	2.586.767	3.262.659	4.420.141	4.872.107
Crecimiento en %		20%	20%	21%	14%	26%	35%	10%

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Caucasia. ²⁵

1.3. Precios USD FOB/Caja de 9 litros por Segmento en EEUU entre 2002-2009

Precios USD FOB/Caja de 9 litros por Segmento en EEUU								
Segmentos	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Basico	10,35	9,99	10,78	11,42	11,74	11,62	12,19	12,26
Crecimiento en %		-3,48%	7,91%	5,94%	2,80%	-1,02%	4,91%	0,57%
Premium	24,90	25,95	25,78	25,73	25,58	25,77	26,16	26,00
Crecimiento en %		4,20%	-0,65%	-0,18%	-0,59%	0,74%	1,51%	-0,62%
Super Premium	56,95	56,86	57,10	58,39	58,69	59,39	59,77	60,12
Crecimiento en %		-0,16%	0,43%	2,25%	0,52%	1,20%	0,64%	0,58%
Ultra Premium	222,86	224,57	212,49	268,77	253,64	259,82	262,56	239,38
Crecimiento en %		0,77%	-5,38%	26,48%	-5,63%	2,44%	1,05%	-8,83%

Fuente: Elaboración propia en base a datos obtenidos de Caucasia

²⁵ Tener en cuenta que Caucasia da datos para la división de 7 segmentos mencionada anteriormente, luego esos datos se unificaron en los 4 segmentos utilizados en el trabajo

1.4. Proyección del Mix de Productos de los perfiles para los modelos.

MIX de Productos

Achaval Ferrer	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Super Premium en %	92%	42%	0%	30%	51%	58%	58%
Ultra Premium en %	8%	58%	100%	70%	49%	42%	42%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Proyeccion	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Super Premium en %		90%	80%	70%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
Ultra Premium en %		10%	20%	30%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Total		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

DdP	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Premium en %	78%	87%	95%	94%	86%	43%	44%
Super Premium en %	22%	13%	5%	6%	14%	57%	56%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Proyeccion	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Premium en %		85%	83%	82%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%
Super Premium en %		15%	17%	18%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%
Total		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Esmeralda (1)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Premium en %	67%	63%	64%	64%	55%	64%	73%	79%
Super Premium en %	31%	34%	34%	34%	42%	34%	25%	19%
Ultra Premium en %	2%	2%	2%	3%	3%	2%	2%	2%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

O Fournier (2)	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Premium en %	22%	54%	48%	42%	66%	49%	53%	42%
Super Premium en %	78%	38%	43%	36%	14%	39%	38%	54%
Ultra Premium en %	0%	8%	9%	22%	20%	13%	9%	4%
Total	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Proyeccion 1	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Premium en %		73%	73%	68%	67%	62%	62%	60%	55%	55%	55%
Super Premium en %		25%	25%	30%	30%	35%	35%	35%	40%	40%	40%
Ultra Premium en %		2%	2%	2%	3%	3%	3%	5%	5%	5%	5%
Total		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Proyeccion 2	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Premium en %		40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%	40%
Super Premium en %		55%	55%	54%	54%	52%	52%	50%	50%	48%	48%
Ultra Premium en %		5%	5%	6%	6%	8%	8%	10%	10%	12%	12%
Total		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Fecovita	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Base en %	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

Proyeccion	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Base en %		100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

1.5. Crecimiento histórico de los precios de vinos argentino en EEUU y proyecciones para los modelos.

Precios USD FOB/Caja de 9 litros por segmento en EEUU

Perfil 1 : Achaval	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008	2.009	Crec Prom
Super Premium	56,95	56,86	57,10	58,39	58,69	59,39	59,77	60,12	
		-0,2%	0,4%	2,2%	0,5%	1,2%	0,6%	0,6%	0,8%
Ultra Premium	222,86	224,57	212,49	268,77	253,64	259,82	262,56	239,38	
		0,8%	-5,4%	26,5%	-5,6%	2,4%	1,1%	-8,8%	1,6%

Perfil 2 : DdP	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008	2.009	Crec Prom
Premium	35,33	28,67	28,67	32,00	32,00	34,00	34,75	38,86	
		-18,9%	0,0%	11,6%	0,0%	6,3%	2,2%	11,8%	1,9%
Super Premium	97,80	82,67	82,67	86,00	122,00	153,20	122,67	105,62	
		-15,5%	0,0%	4,0%	41,9%	25,6%	-19,9%	-13,9%	3,2%

Perfil 3: ESMERALDA	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008	2.009	Crec Prom
Premium	35,79	36,00	36,00	36,00	35,99	34,77	33,13	30,35	
		0,6%	0,0%	0,0%	0,0%	-3,4%	-4,7%	-8,4%	-2,3%
Super Premium	58,59	62,00	62,13	60,23	53,69	56,49	56,53	58,29	
		5,8%	0,2%	-3,1%	-10,9%	5,2%	0,1%	3,1%	0,1%
Ultra Premium	230,56	233,03	219,34	221,32	246,85	257,97	263,62	264,69	
		1,1%	-5,9%	0,9%	11,5%	4,5%	2,2%	0,4%	2,1%
Perfil 3: O. FOURNIER	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	Crec Prom
Premium	23,49	29,18	27,65	26,35	29,11	27,37	27,85	28,36	
		24,2%	-5,2%	-4,7%	10,4%	-6,0%	1,7%	1,8%	3,2%
Super Premium	58,72	88,13	64,04	64,65	67,47	62,52	66,40	70,67	
		50,1%	-27,3%	0,9%	4,4%	-7,3%	6,2%	6,4%	4,8%
Ultra Premium		154,97	164,71	220,99	234,36	208,19	213,88	220,60	
			6,3%	34,2%	6,0%	-11,2%	2,7%	3,1%	6,9%

Perfil 4 : Fecovita	2.002	2.003	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008	2.009	Crec Prom
Premium	10,30	9,22	9,61	9,63	10,42	10,41	11,25	12,12	
		-10,5%	4,2%	0,2%	8,2%	-0,1%	8,1%	7,8%	2,6%

Cabe destacar que en el caso del perfil 2 se hicieron dos pruebas basando la investigación histórica en dos bodegas subyacentes diferentes. Se dejaron ambas pruebas ya que resultaron interesantes los resultados. Las bodegas utilizadas son Esmeralda y O'Founier. Si bien ambas tienen presencia en casi todos los segmentos de precios, característica básica del perfil 2. Lo hacen con diferentes precios y destinando diferentes porcentaje de la producción a cada uno de estos segmentos. A pesar que las diferencias parecen ser sutiles ocasionan grandes cambios en el valor de la empresa. Los precios de Esmeralda con la proyección de mix de producto 1, (ver anexo 4.4.) basada en los datos históricos de Esmeralda, resulta en un VAN de USD 68.775 mientras que los precios de O Fournier y en conjunto con la proyección del mix de productos 2 (basado en los datos

histórico de O'Fournier) resultan en un VAN de USD 1.700.000. He aquí la importancia de adaptar los precios y la producción al tamaño de la bodega. Al colocar los datos de una bodega cuya estructura en la realidad es mucho más grande a la del modelo realizado, podemos ver la ineficiencia en cuanto a la generación de valor en comparación con datos más acordes al proyecto, ya que O'Fournier en la realidad tiene un tamaño similar al utilizado en el modelo.

1.6. Inversión en CAPEX²⁶

	Unid	Cantidades	Moneda		Total en ARS
			ARS	USD	
Area cubierta	m ²	1.000	1.101		1.101.100
Electricidad, cañerías y desagües	Gral.	1	381.150		381.150
Terreno				15.000	57.000
Total Obra Civil					1.539.250
Prensas neumática 4 tns.	Un.	1		45.980	174.724
Moledora/despalladora	Un.	1		14.451	54.913
Cintas de selección racimos	Un.	1	38.115		38.115
Bomba a tornilla tipo moino para	Un.	1		11.823	44.929
Mangueras, caños y conexiones	Un.	1	29.645		29.645
Bomba a Pistón	Un.	2		7.882	59.905
Total Equipamiento Recepción y Molienda					402.232
Equipo de frio de 150.000 frigorías	Un.	1		45.980	174.724
Total Servicios					174.724
Tanques AISI 50 HL	Un.	6		7.882	179.716
Tanques AISI 100 HL	Un.	6		11.823	269.574
Tanques AISI 150 HL	Un.	4		13.137	199.685
Tanques AISI 200 HL	Un.	4		15.765	239.621
Piletas de 55 Hl en hormigón	Un.	6	21.175		127.050
Piletas de 100 Hl en hormigón	Un.	6	38.115		228.690
Piletas de 150 Hl en hormigón	Un.	6	55.055		330.330
Total Vasijas					1.574.666
Línea con instalaciones	Un.	1		177.351	673.935
Total Fraccionamiento					673.935
Autoelevador	Un.	1	93.170		93.170
Equipamiento de laboratorio	Gral.	1	50.820		50.820
Báscula	Un.	1	67.760		67.760
Total Varios					211.750
OTROS				50.000	190.000
TOTAL				ARS	4.766.557
				USD	1.254.357

²⁶ El valor en USD es tomando un cambio ARS/USD de 3,80 pero dependiendo de los escenarios este valor puede variar.

1.7. Personal

Personal	Cantidad	Sueldo Neto en AR\$/mes
Elaboración		
Enólogo	1	7500
Encargado de bodega	1	4000
Operarios	4	1500
Comercialización		
Ejecutivo de cuenta	1	6200
Asistente Comercial y de logística	1	3800
Administración		
Encargado Administrativo	1	7000
Estudio Contable (anual)	1	35000
Retenciones, Obra Social, Jubilaciones	17,00%	

1.8. Parámetros de la simulación de Montecarlo realizada para proyectar la inflación

La simulación fue realizada partiendo de una base de datos de inflaciones anuales desde el año 1990 hasta el año 2008 inclusive. La misma fue realizada con un simple simulador en Excel en base a 1000 iteraciones. La distribución utilizada fue la normal y los parámetros se presentan a continuación:

Media	7,28
Desvio	8,74

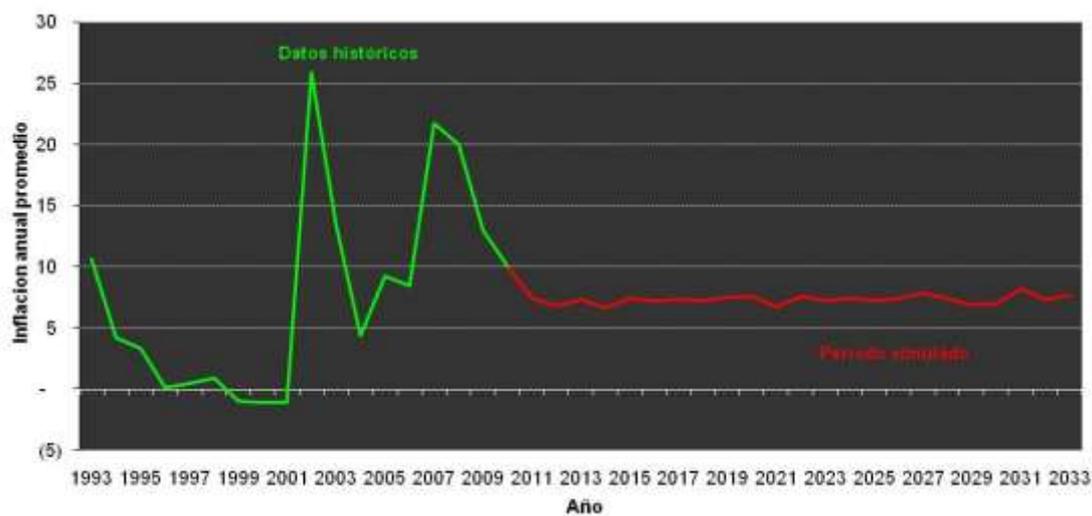
En el siguiente cuadro hay un resumen de los promedios, desvíos, valores máximo y valores mínimos de los resultados de las simulaciones año a año.

	Fix	Fix												
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Media	13,00	10,00	7,35	6,95	7,38	7,19	7,69	7,61	7,31	7,06	7,07	7,60	6,95	7,48
Desvio Std			8,8	8,6	8,7	8,5	8,6	8,6	8,8	8,8	8,8	9,1	8,6	8,7
Intervalo														
confianza 95%														
			7,9	7,5	7,9	7,7	8,2	8,1	7,9	7,6	7,6	8,2	7,5	8,0
			6,8	6,4	6,8	6,7	7,2	7,1	6,8	6,5	6,5	7,0	6,4	6,9

Fuente: Simulación realizada por Rodrigo Park, profesor de Métodos Cuantitativos del Major en Finanzas de UdeSA

1.9. Output y gráfico de la Simulación realizada en Métodos Cuantitativos para proyectar la inflación

Año	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Inflacion promedio histórica	10,60	4,18	3,38	0,16	0,51	0,90	(0,96)	(1,03)	(1,07)	25,87	13,44	4,42	9,20	8,50	21,70	20,00
Años Proyectados	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Proyección	13	10	7,45	6,98	7,11	7,81	7,32	7,79	7,45	7,24	7,25	7,18	6,65	7,39	7,46	6,91



Fuente: Simulación realizada por Rodrigo Park, profesor de Métodos Cuantitativos del Major en Finanzas de UdeSA.

1.10. Demanda. Análisis histórico de algunas bodegas y proyecciones de los perfiles.

ANALISIS HISTORICO de CANTIDAD

PERFIL 1	Achaval	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cajas de	Total	1021	2648	3304	7417	8927	13346	17489
9 litros	en var %		159%	25%	124%	20%	50%	31%

Proyeccion Perfil 1	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Crec en Volumen		150%	100%	60%	55%	30%	11%	6%	6%	6%
Oferta en cajas	1050	2625	5250	8400	13020	16926	18788	19915	21110	22377

PERFIL 2	DdP	1999	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cajas de	Total	1400	8769	10000	16899	27121	35463	55210	60432	110722
9 litros	en var %		526%	14%	69%	60%	31%	56%	9%	83%

Proyeccion Perfil 2	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Crec en Volumen		200%	150%	100%	70%	45%	30%	10%	8%	6%
Oferta en cajas	1500	4500	11250	22500	38250	55463	72101	79311	85656	90796

PERFIL 3	O. Fournier	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
Cajas de	Total	920	8.129	7.363	7.819	13.803	19.485	42.141	37.295	
9 litros	en var %		784%	-9%	6%	77%	41%	116%	-12%	
Vina Cobos										
Cajas de	Total	2.010	5.821	11.952	14.348	14.418	20.398	32.189	30.123	
9 litros	en var %		190%	105%	20%	0%	41%	58%	-6%	

Proyeccion Perfil 3	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Crec en Volumen		150%	80%	70%	50%	30%	10%	6%	6%	6%
Oferta en cajas	2000	5000	9000	15300	22950	29835	32819	34788	36875	39087

PERFIL 4	Fecovita	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Cajas de	Total	510407	447182	450210	399853	301031	393414	440190
9 litros	en var %		-12,39%	0,68%	-11,19%	-24,71%	30,69%	11,89%

Proyeccion Perfil 4	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Crec en Volumen		20%	15%	10%	6%	6%	6%	6%	6%	6%
Oferta en cajas	100000	114667	114667	114667	114667	114667	114667	114667	114667	114667

1.11. Resumen de Proyecciones Flujos Relevantes, Hoja de Valuación y Outputs más importantes.

VALUACIÓN Perfil 1											
Flujos Relevantes											
FCFF en 000's	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ventas	0	0	671.420	2.205.907	4.432.483	8.384.548	11.556.192	13.587.404	15.194.085	17.155.674	19.391.576
CMV	0	0	-792.124	-1.278.855	-2.033.319	-3.429.885	-4.841.706	-5.034.016	-5.536.696	-6.557.267	-7.848.418
Ganancia Bruta	0	0	-133.372	885.431	2.315.532	4.796.464	6.496.445	8.297.022	9.370.708	10.274.714	11.177.279
Gastos de P C y A	0	-752.056	-1.273.270	-1.604.334	-1.919.927	-2.348.603	-2.678.482	-2.913.579	-3.127.072	-3.367.879	-3.637.271
EBITDA	0	-752.056	-1.406.642	-718.903	395.605	2.447.861	3.817.962	5.383.442	6.243.637	6.906.836	7.540.008
Amortizaciones	0	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869
EBIT	0	-1.107.925	-1.762.511	-1.074.772	39.736	2.091.992	3.462.093	5.027.573	5.887.768	6.550.967	7.184.139
Impuesto EBIT 35%	0	0	0	0	-13.908	-732.197	-1.211.733	-1.759.651	-2.060.719	-2.292.838	-2.514.449
NOPLAT	0	-1.107.925	-1.762.511	-1.074.772	25.828	1.359.795	2.250.361	3.267.923	3.827.049	4.258.129	4.669.690
Efecto Cambiario	0	-16.834	10.549	45.168	241.881	386.994	701.477	836.621	933.541	1.300.068	1.607.332
Ganancia Neta	0	-1.194.178	-1.837.102	-1.109.407	134.062	1.566.168	2.665.599	3.776.559	4.405.520	5.082.832	5.703.645
Capital Expenditure	-4.790.560	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortizaciones	0	355.869	355.869	355.869	355.869	355.869	355.869	355.869	355.869	355.869	355.869
Change in non Cash WK	0	-431.409	-485.864	-910.432	-1.298.398	-1.746.734	-1.468.570	-1.572.237	-1.520.226	-1.938.509	-849.464
FCFF	-4.790.560	-1.200.299	-1.881.957	-1.584.167	-674.820	355.924	1.839.136	2.888.175	3.596.233	3.975.556	5.783.427
FCFF USD	-1247757	-306669	-472663	-390493	-159549	81004	400715	603588	723813	766213	1066197
Terminal Value											8.964.758
FCFF para Calculo	-1247757	-306669	-472663	-390493	-159549	81004	400715	603588	723813	766213	10030955
D/D+E	18%	22%	20%	16%	13%	9%	6%	4%	2%	1%	0%
E/D+E	82%	78%	80%	84%	87%	91%	94%	96%	98%	99%	100%
Beta Levered	0,91	0,94	0,93	0,90	0,88	0,85	0,83	0,82	0,81	0,81	0,80
CAPM	10,14%	10,34%	10,22%	10,04%	9,87%	9,72%	9,58%	9,49%	9,42%	9,38%	9,35%
WACC	15,25%	15,23%	15,24%	15,26%	15,28%	15,29%	15,31%	15,32%	15,33%	15,33%	15,34%
Discounted FCFF USD	761.210	2.315.334	3.021.382	4.026.616	5.091.153	6.052.835	6.885.103	7.477.054	7.926.521	8.306.800	8.696.918
Firm Value	761.210	USD									
TIR	20,90%										
PR	9,00	años									
PREMISAS											
Terminal Growth	3%										
Tasa de Impuesto	35%										
Cost of Equity (CAPM)											
Beta unlevered	0,80										
MRP	7,00%										
Tasa libre de riesgo (10 Y Treasury Bond)	3,74%										
Riesgo País	6,00%										
Costo de la Deuda											
	8%										
Cash Need en USD	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aportes de capital USD	1.252.707	346.647	526.229	455.767	227.577	0	0	0	0	0	0
Aportes descontados USD	2.495.057	1.368.312	1.127.356	662.589	227.577	-	-	-	-	-	-
Inversión Total	2.495.057										

Cuadro 9: VALUACION Perfil 2

Cuadro 9.1.: Flujos Relevantes

FCFF	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ventas	0	241.836	930.823	2.510.036	5.378.879	10.157.412	15.784.257	21.992.047	25.822.004	29.997.020	34.238.954
CMV		-115.066	-444.453	-1.164.312	-2.436.821	-4.529.311	-6.926.372	-9.538.796	-11.067.294	-12.897.963	-14.619.058
Ganancia Bruta	0	122.207	468.807	1.298.364	2.840.569	5.436.451	8.560.068	12.038.307	14.267.502	16.533.075	18.973.878
Gastos de P Cy A		-816.292	-1.739.708	-2.159.611	-2.643.144	-3.241.649	-3.837.055	-4.423.231	-4.822.376	-5.243.833	-5.678.590
EBITDA	0	-694.085	-1.270.901	-861.247	197.425	2.194.802	4.723.014	7.615.076	9.445.126	11.289.242	13.295.288
Amortizaciones	0	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-367.590	-406.449	-487.630	-487.630	-531.570	-531.570
EBIT	0	-1.049.942	-1.626.758	-1.217.104	-158.432	1.827.212	4.316.564	7.127.446	8.957.496	10.757.671	12.763.718
Impuesto EBIT 35%	0	0	0	0	0	-639.524	-1.510.798	-2.494.606	-3.135.124	-3.765.185	-4.467.301
NOPLAT	0	-1.049.942	-1.626.758	-1.217.104	-158.432	1.187.688	2.805.767	4.632.840	5.822.372	6.992.486	8.296.417
Efecto Cambiario	0	-16.808	-12.091	855	64.558	168.089	377.896	578.530	721.230	1.032.804	1.289.617
Ganancia Neta	0	-1.136.061	-1.715.669	-1.285.997	-157.470	1.260.277	3.019.714	4.982.736	6.271.053	7.649.886	9.127.079
Capital Expenditure	-4.789.970	0	0	0	-586.627	-388.595	-811.807	0	-439.406	0	0
Amortizaciones	0	355.857	355.857	355.857	355.857	367.590	406.449	487.630	487.630	531.570	531.570
Change in Non cash WK	0	-75.959	-180.978	-373.081	-746.938	-1.092.986	-1.392.840	-1.411.762	-1.192.934	-1.385.814	-1.382.761
FCFF	-4.789.970	-786.852	-1.463.970	-1.233.473	-1.071.581	241.786	1.385.464	4.287.238	5.398.892	7.171.046	8.734.842
FCFF USD	-1247604	-201036	-367683	-304048	-253356	55027	301868	895973	1086634	1382083	1610302
Terminal Value											13.539.679
FCFF para Calculo	-1247604	-201036	-367683	-304048	-253356	55027	301868	895973	1086634	1382083	15149981
D/D+E	18%	23%	24%	26%	26%	27%	25%	22%	18%	15%	13%
E/D+E	82%	77%	76%	74%	74%	73%	75%	78%	82%	85%	87%
Beta Levered	0,91	0,96	0,97	0,98	0,99	0,99	0,98	0,94	0,91	0,90	0,88
CAPM	10,14%	10,43%	10,50%	10,63%	10,64%	10,69%	10,58%	10,35%	10,14%	10,01%	9,89%
WACC	15,25%	15,23%	15,22%	15,21%	15,21%	15,21%	15,21%	15,23%	15,25%	15,26%	15,27%

Discounted FCFF USD 2.368.135 4.167.139 5.033.231 6.222.879 7.519.631 8.955.151 10.253.395 11.465.452 12.179.391 12.784.377 13.142.571

Firm Value 2.368.135 USD

TIR 27,67%

PR 8,03 años

PREMISAS

Terminal Growth 3%
Tasa de Impuesto 35%

Cost of Equity (CAPM)

Beta unlevered 0,8
MRP 7,00%
Tasa libre de riesgo (13,74%)
Riesgo País 6,00%

Costo de la Deuda 8%

Cash Need en USD	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aportes de capital USD	1.250.753	239.871	425.637	381.161	352.697	70.226	-	-	-	-	-
Aportes descontados USD	2.382.030	1.245.978	1.111.010	757.352	416.171	70.226	-	-	-	-	-

Inversión Total 2.382.030 USD

Cuadro 9: VALUACION Perfil 3

Cuadro 9.1.: Flujos Relevantes

FCFF	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ventas	0	235.328	1.144.339	2.474.519	4.438.394	7.362.846	10.178.003	12.448.925	13.975.791	16.500.779	18.742.757
CMV	0	-130.149	-780.842	-1.289.749	-2.255.464	-3.553.681	-5.002.919	-5.562.719	-6.274.239	-7.352.184	-8.513.960
Ganancia Bruta	0	100.739	341.906	1.138.081	2.099.186	3.670.243	4.983.046	6.651.321	7.437.857	8.837.260	9.875.160
Gastos de P C y A	0	-815.985	-1.728.038	-2.094.483	-2.471.854	-2.911.999	-3.293.657	-3.597.919	-3.839.235	-4.164.243	-4.472.836
EBITDA	0	-715.246	-1.386.132	-956.402	-372.667	758.244	1.689.389	3.053.401	3.598.622	4.673.017	5.402.324
Amortizaciones	0	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857
EBIT	0	-1.071.103	-1.741.989	-1.312.259	-728.524	402.387	1.333.532	2.697.544	3.242.765	4.317.160	5.046.467
Impuesto EBIT 35%	0	0	0	0	0	-140.835	-466.736	-944.141	-1.134.968	-1.511.006	-1.766.263
NOPLAT	0	-1.071.103	-1.741.989	-1.312.259	-728.524	261.552	866.796	1.753.404	2.107.797	2.806.154	3.280.204
Efecto Cambiario	0	-16815	13232	33427	189207	288952	585127	642446	780127	1052431	1224217
Ganancia Neta	0	-1157258	-1814012	-1358744	-614790	404133	1206346	2135771	2586500	3469852	4065102
Capital Expenditure	-4.789.970	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortizaciones	0	355.857	355.857	355.857	355.857	355.857	355.857	355.857	355.857	355.857	355.857
Change in Non Cash WK	0	-470.346	-266.462	-691.999	-872.268	-1.498.140	-815.856	-1.422.177	-1.018.965	-1.127.746	257.721
FCFF	-4.789.970	-1.202.407	-1.639.363	-1.614.973	-1.055.728	-591.780	991.923	1.329.530	2.224.816	3.086.696	5.117.999
FCFF USD	-1247604	-307207	-411734	-398087	-249608	-134682	216123	277853	447788	594902	943523
Terminal Value											7.933.293
FCFF para Calculo	-1247604	-307207	-411734	-398087	-249608	-134682	216123	277853	447788	594902	8876816
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
D/D+E	18%	21%	20%	17%	14%	10%	8%	5%	3%	2%	0%
E/D+E	82%	79%	80%	83%	86%	90%	92%	95%	97%	98%	100%
Beta Levered	0,91	0,94	0,93	0,91	0,88	0,86	0,84	0,83	0,82	0,81	0,80
CAPM	10,14%	10,34%	10,26%	10,09%	9,93%	9,76%	9,65%	9,54%	9,46%	9,40%	9,35%
WACC	15,25%	15,23%	15,24%	15,25%	15,27%	15,29%	15,30%	15,31%	15,32%	15,33%	15,34%
Discounted FCFF USD	68.775	1.517.127	2.102.228	2.897.069	3.797.821	4.665.466	5.533.996	6.131.526	6.750.072	7.268.044	7.696.295
Firm Value	68.775	USD									
TIR	17,25%										
PR	10,3	años									
PREMISAS											
Terminal Growth	3%										
Tasa de Impuesto	35%										
Cost of Equity (CAPM)											
Beta unlevered	0,8										
MRP	7,00%										
Tasa libre de riesgo (10'	3,74%										
Riesgo Pais	6,00%										
Costo de la Deuda	8%										
Cash Need en USD	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aportes de capital USD	1.251.281	349.992	471.398	469.926	330.921	235.586	-	-	-	-	-
Aportes descontados USD	2.677.302	1.570.606	1.346.767	965.179	545.219	235.586	-	-	-	-	-
Inversión Total	2.677.302	USD									



VALUACIÓN Perfil 4											
<i>Flujos Relevantes</i>											
FCFF	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Ventas	0	5.028.386	5.982.796	6.217.754	6.644.511	7.075.316	7.575.223	8.095.139	8.624.028	9.240.271	9.911.317
CMV	0	-3.126.744	-3.844.154	-4.122.559	-4.401.957	-4.720.087	-5.077.988	-5.436.868	-5.835.058	-6.258.853	-6.706.556
Ganancia Bruta	0	1.806.767	2.025.760	1.977.878	2.117.186	2.221.732	2.354.306	2.505.533	2.626.253	2.807.074	3.017.756
Gastos de P CyA	0	-652.150	-853.208	-907.905	-970.989	-1.040.705	-1.119.998	-1.200.173	-1.287.306	-1.382.362	-1.488.130
EBITDA	0	1.154.617	1.172.552	1.069.973	1.146.197	1.181.027	1.234.308	1.305.360	1.338.947	1.424.712	1.529.626
Amortizaciones	0	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904
EBIT	0	611.713	629.648	527.069	603.293	638.123	691.403	762.456	796.043	881.808	986.722
impuesto EBIT 35%	0	-214.100	-220.377	-184.474	-211.152	-223.343	-241.991	-266.859	-278.615	-308.633	-345.353
NOPLAT	0	397.614	409.271	342.595	392.140	414.780	449.412	495.596	517.428	573.175	641.369
Efecto Cambiario	0	-25.382	8.457	15.291	37.675	46.135	65.940	78.613	87.173	119.626	148.407
Ganancia Neta	0	313.081	350.477	292.449	360.099	392.909	445.864	507.060	542.763	629.317	727.787
Capital Expenditure	-7.100.881	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Amortizaciones	0	542.904	542.904	542.904	542.904	542.904	542.904	542.904	542.904	542.904	542.904
Change in Non Cash WK	0	-481.298	-90.360	3.153	-82.491	-29.190	-55.815	-45.505	-31.779	-75.614	-72.535
FCFF	-7.100.881	433.838	870.272	903.943	890.229	974.629	1.002.442	1.071.609	1.115.727	1.160.092	1.260.145
FCFF USD	-1849507	110843	218573	222820	210479	221813	218414	223951	224562	223586	232313
Terminal Value											1.953.323
FCFF para Calculo	-1849507	110843	218573	222820	210479	221813	218414	223951	224562	223586	2185635
D/D+E	18%	17%	15%	13%	12%	10%	9%	7%	5%	2%	0%
E/D+E	82%	83%	85%	87%	88%	90%	91%	93%	95%	98%	100%
Beta Levered	0,91	0,90	0,89	0,88	0,87	0,86	0,85	0,84	0,83	0,81	0,80
CAPM	10,14%	10,06%	9,98%	9,91%	9,84%	9,76%	9,69%	9,61%	9,52%	9,43%	9,34%
WACC	15,25%	15,26%	15,27%	15,27%	15,28%	15,29%	15,30%	15,31%	15,32%	15,33%	15,34%
Discounted FCFF USD	(\$447.969)	\$1.615.273	\$1.733.966	\$1.746.723	\$1.756.646	\$1.782.419	\$1.799.189	\$1.822.576	\$1.843.311	\$1.866.685	\$1.894.950
Firm Value	-447.969	USD									
TIR	11,35%										
PR	8,88	años									
PREMISAS											
Terminal Growth	3%										
Tasa de Impuesto	35%										
Cost of Equity (CAPM)											
Beta unlevered	0,8										
MRP	7,00%										
Tasa libre de riesgo (10 Y Treasury Bond)	3,74%										
Riesgo Pais	6,00%										
Costo de la Deuda	8%										
Cash Need en USD	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Aportes de capital USD	1.888.798	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aportes descontados USD	1.888.798	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Inversión Total	1.888.798	USD									

1.12. Estados Financieros resultantes de los modelos. Estado de resultados, Flujo de Caja y Balance.

a. Estado de resultados, flujo de caja y balance perfil

Estado de Resultados en ARS perfil 1											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Super Premium	0	0	633.415	1.042.939	1.545.107	2.164.554	2.983.345	3.507.723	3.922.503	4.428.907	5.006.127
Ultra Premium	0	0	0	1.038.106	2.636.481	5.745.397	7.918.723	9.310.583	10.411.539	11.755.691	13.287.812
Total Ventas	0	0	633.415	2.081.045	4.181.588	7.909.951	10.902.068	12.818.306	14.334.042	16.184.598	18.293.940
Reintegro Promocion Exportacion 6%	0	0	38.005	124.863	250.895	474.597	654.124	769.098	860.043	971.076	1.097.636
Ventas/ Ingresos Totales	0	0	671.420	2.205.907	4.432.483	8.384.548	11.556.192	13.587.404	15.194.085	17.155.674	19.391.576
IIBB	0	-12.668	-41.621	-83.632	-158.199	-218.041	-256.366	-286.681	-323.692	-365.879	
CMV	0	-792.124	-1.278.855	-2.033.319	-3.429.885	-4.841.706	-5.034.016	-5.536.696	-6.557.267	-7.848.418	
Uva	-77287	-182427	-328193	-569204	-794342	-950435	-1084774	-1236432	-1410509		
Madera	-479973	-509024	-637737	-984204	-1471231	-1070469	-1081022	-1549760	-2237587		
Insumos	-234864	-587404	-1067389	-1876477	-2576133	-3013112	-3370899	-371075	-4200323		
Margen Bruto	0	-133.372	885.431	2.315.532	4.796.464	6.496.445	8.297.022	9.370.708	10.274.714	11.177.279	
Gastos Operativos	-752.056	-1.273.270	-1.604.334	-1.919.927	-2.348.603	-2.678.482	-2.913.579	-3.127.072	-3.367.879	-3.637.271	
Gastos de Produccion	-661.067	-706.500	-806.878	-893.375	-992.874	-1.079.100	-1.153.823	-1.232.305	-1.316.187	-1.409.669	
Gastos de Administracion	-90.989	-218.455	-267.620	-307.305	-352.964	-386.090	-411.118	-435.541	-461.882	-490.951	
Gastos de Comercialización	0	-316.644	-425.784	-510.168	-607.267	-668.189	-707.723	-742.525	-780.580	-821.955	
Tasa de Exportación 5%	0	-31.671	-104.052	-209.079	-395.498	-545.103	-640.915	-716.702	-809.230	-914.697	
EBITDA	-752.056	-1.406.642	-718.903	395.605	2.447.861	3.817.962	5.383.442	6.243.637	6.906.836	7.540.008	
Amortizaciones	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	-355.869	
EBIT	-1.107.925	-1.762.511	-1.074.772	39.736	2.091.992	3.462.093	5.027.573	5.887.768	6.550.967	7.184.139	
Otros Ingresos y Egresos (efecto Cambiario)	-16.834	10.549	45.168	241.881	386.994	701.477	836.621	933.541	1.300.068	1.607.332	
Intereses generados por pasivos	-69.419	-85.141	-79.803	-75.368	-69.496	-62.648	-54.103	-43.585	-31.293	-16.632	
Resultado antes de impuestos	-1.194.178	-1.837.102	-1.109.407	206.249	2.409.490	4.100.922	5.810.091	6.777.724	7.819.742	8.774.839	
Impuesto a las ganancias	0	0	0	-72.187	-843.321	-1.435.323	-2.033.532	-2.372.203	-2.736.910	-3.071.194	
RESULTADO NETO	-1.194.178	-1.837.102	-1.109.407	134.062	1.566.168	2.665.599	3.776.559	4.405.520	5.082.832	5.703.645	
Flujo de caja en ARS perfil 1											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caja inicial	0	19.002	62.431	125.448	237.299	327.062	419.277	1.875.150	4.315.824	7.411.705	10.741.926
Cobranzas	0	0	475.061	1.719.137	3.668.365	7.067.711	10.325.880	12.726.264	14.487.616	16.309.821	18.555.426
Reintegro por Exportacion	0	0	22.170	88.672	198.382	381.388	579.321	721.192	822.149	924.812	1.044.903
Total Ingresos de Caja	0	19.002	559.662	1.933.257	4.104.045	7.776.161	11.324.479	15.322.607	19.625.589	24.646.338	30.342.254
Pagos a proveedores	0	-428.458	-1.057.172	-1.720.519	-2.469.518	-3.824.494	-4.891.831	-5.599.858	-6.201.321	-7.263.939	-7.254.035
Inversiones / Capex / Inversión en BdU ó Activo fijo	-4.790.560	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IVA	0	-2.951	-28.214	-30.712	-50.084	-58.253	-81.075	-32.663	-41.377	-23.016	-69.116
Impuestos Renta e IIBB	0	0	-12.668	-41.621	-155.819	-1.001.520	-1.653.364	-2.289.898	-2.658.884	-3.060.602	-3.407.072
Pago de derechos de exportacion	0	0	-21.114	-79.925	-174.070	-333.358	-495.235	-608.978	-691.440	-778.387	-879.541
Pago de Gastos Generales	0	-752056	-1241599	-1500282	-1710848	-1953105	-2133379	-2272664	-2410370	-2558649	-2722574
Total Egresos de Caja	-4.790.560	-1.183.465	-2.360.768	-3.373.059	-4.560.338	-7.170.731	-9.254.884	-10.804.062	-12.003.391	-13.684.593	-14.362.339
FFL (apalancado)	-4.790.560	-1.164.463	-1.801.106	-1.439.803	-456.293	605.430	2.069.595	4.518.545	7.622.198	10.961.745	15.979.915
Préstamo 1	865.721										
Préstamo 2		244.219									
Repago de préstamos / Principal	0	-60.461	-83.544	-92.069	-103.821	-116.657	-131.796	-148.619	-166.908	-188.526	-213.176
Intereses pagados	0	-69.419	-85.141	-79.803	-75.368	-69.496	-62.648	-54.103	-43.585	-31.293	-16.632
Flujo de Fondos disponible para el accionista	-3.924.839	-1.050.123	-1.969.790	-1.611.674	-635.482	419.277	1.875.150	4.315.824	7.411.705	10.741.926	15.750.107
Aportes de los accionistas	3.943.842	1.112.555	2.095.238	1.848.973	962.544						
Dividendos pagados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Generación de Fondos del periodo	19.002	62.431	125.448	237.299	327.062	419.277	1.875.150	4.315.824	7.411.705	10.741.926	15.750.107
Caja Final	19.002	62.431	125.448	237.299	327.062	419.277	1.875.150	4.315.824	7.411.705	10.741.926	15.750.107
Balance en ARS perfil 1											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Activos											
Caja y Bancos	19.002	62.431	125.448	237.299	327.062	419.277	1.875.150	4.315.824	7.411.705	10.741.926	15.750.107
Inventarios	0	814.759	1.176.079	1.962.372	2.752.451	3.991.200	4.486.873	5.650.403	6.760.441	8.721.306	8.183.691
Créditos por Ventas	0	0	158.354	532.174	1.135.248	2.149.329	3.112.535	3.737.084	4.171.373	4.834.971	5.527.451
Otros Activos (IVA CREDITO)	0	2.951	31.165	61.878	111.962	170.215	251.290	283.953	325.330	348.347	417.463
Otros Activos (Reintegro Exp)	0	0	15.835	52.026	104.540	197.749	272.552	320.458	358.351	404.615	457.348
Activo Fijo	4.790.560	4.434.692	4.078.823	3.722.954	3.367.085	3.011.216	2.655.347	2.299.479	1.943.610	1.587.741	1.231.872
Total Activos	4.809.563	5.314.833	5.585.703	6.568.702	7.798.347	9.938.986	12.653.748	16.607.201	20.970.810	26.638.905	31.567.932
Pasivo y Patrimonio Neto											
Deudas con proveedores	0	386.302	453.603	746.060	908.403	1.503.823	1.600.142	1.864.616	1.942.725	2.667.116	2.059.211
Otros Pasivo (Derecho de Exp)	0	0	10.557	34.684	69.693	131.833	181.701	213.638	238.901	269.743	304.899
Préstamos / Deuda Financiera	865.721	1.066.314	1.001.190	928.038	863.725	780.637	683.612	564.094	418.812	248.841	46.972
Pasivo Total	865.721	1.452.615	1.465.350	1.708.783	1.841.822	2.416.292	2.465.455	2.642.349	2.600.438	3.185.700	2.411.082
Capital / Equity	3.943.842	5.056.396	7.151.634	9.000.607	9.963.151	9.963.151	9.963.151	9.963.151	9.963.151	9.963.151	9.963.151
Resultados acumulados	0	-1.194.178	-3.031.280	-4.140.687	-4.006.625	-2.440.457	225.142	4.001.701	8.407.221	13.490.054	19.193.699
Patrimonio Neto	3.943.842	3.862.218	4.120.354	4.859.920	5.956.525	7.522.694	10.188.293	13.964.852	18.370.372	23.453.205	29.156.850
Pasivo + Patrimonio Neto	4.809.563	5.314.833	5.585.703	6.568.702	7.798.347	9.938.986	12.653.748	16.607.201	20.970.810	26.638.905	31.567.932
CONTROL #4 (A=P+PN)	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Aportes de lo Accionistas	82,00%	78,36%	80,45%	83,97%	87,34%	90,60%	93,71%	96,12%	97,77%	98,95%	99,84%
Leverage	18,00%	21,64%	19,55%	16,03%	12,66%	9,40%	6,29%	3,88%	2,23%	1,05%	0,16%

b. Estado de resultados, flujo de caja y balance perfil 2

Estado de Resultados en ARS Perfil 2											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Premium		228.147	588.879	1.514.543	3.148.795	5.705.578	8.866.265	12.353.279	14.504.626	16.849.798	19.232.559
Super Premium		0	289.256	853.415	1.925.619	3.876.886	6.024.543	8.393.935	9.855.755	11.449.277	13.068.341
Total Ventas		228.147	878.135	2.367.958	5.074.414	9.582.464	14.890.808	20.747.214	24.360.381	28.299.075	32.300.900
Reintegro Promocion Exportacion 6%		13.689	52.688	142.077	304.465	574.948	893.448	1.244.833	1.461.623	1.697.945	1.938.054
Ventas Netas		241.836	930.823	2.510.036	5.378.879	10.157.412	15.784.257	21.992.047	25.822.004	29.997.020	34.238.954
IIBB		-4.563	-17.563	-47.359	-101.488	-191.649	-297.816	-414.944	-487.208	-565.982	-646.018
CMV		-115.066	-444.453	-1.164.312	-2.436.821	-4.529.311	-6.926.372	-9.538.796	-11.067.294	-12.897.963	-14.619.058
Uva		-56.209	-182.426	-497.883	-1.058.880	-1.979.656	-3.097.065	-4.328.634	-5.123.860	-5.953.863	-6.804.956
Madera		-13.688	-93.993	-207.389	-404.937	-732.189	-1.024.813	-1.342.405	-1.421.544	-1.753.774	-1.990.147
Insumos		-45.169	-168.034	-459.041	-973.005	-1.817.466	-2.804.494	-3.867.757	-4.521.890	-5.190.327	-5.823.955
Margen Bruto		122.207	468.807	1.298.364	2.840.569	5.436.451	8.560.068	12.038.307	14.267.502	16.533.075	18.973.878
Gastos Operativos		-816.292	-1.739.708	-2.159.611	-2.643.144	-3.241.649	-3.837.055	-4.423.231	-4.822.376	-5.243.833	-5.678.590
Gastos de Produccion		-713.896	-827.526	-951.694	-1.076.227	-1.211.793	-1.339.294	-1.456.512	-1.556.922	-1.661.423	-1.773.899
Gastos de Administracion		-90.989	-263.754	-326.612	-390.105	-457.719	-516.029	-567.108	-602.580	-638.774	-675.966
Gastos de Comercialización		0	-604.521	-762.907	-923.091	-1.093.015	-1.237.191	-1.362.251	-1.444.855	-1.528.682	-1.613.681
Tasa de Exportación 5%		-11.407	-43.907	-118.398	-253.721	-479.123	-744.540	-1.037.361	-1.218.019	-1.414.954	-1.615.045
EBITDA		-694.085	-1.270.901	-861.247	197.425	2.194.802	4.723.014	7.615.076	9.445.126	11.289.242	13.295.288
Amortizaciones		-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-367.590	-406.449	-487.630	-487.630	-531.570	-531.570
EBIT		-1.049.942	-1.626.758	-1.217.104	-158.432	1.827.212	4.316.564	7.127.446	8.957.496	10.757.671	12.763.718
Otros Ingresos y Egresos (efecto Cambiario)		-16.808	-17.099	-17.547	-36.614	-31.073	-32.132	-26.826	-19.854	-16.903	-10.086
Otros Ingresos y Egresos (efecto Cambiario por		0	5.007	18.402	101.173	199.162	410.028	605.356	741.084	1.049.706	1.299.702
Intereses generados por pasivos		-69.311	-76.820	-69.748	-63.596	-56.414	-48.746	-40.229	-30.953	-21.420	-11.674
Resultado antes de impuestos		-1.136.061	-1.715.669	-1.285.997	-157.470	1.938.888	4.645.714	7.665.747	9.647.773	11.769.055	14.041.660
Impuesto a las ganancias		0	0	0	0	-678.611	-1.626.000	-2.683.011	-3.376.721	-4.119.169	-4.914.581
RESULTADO NETO		-1.136.061	-1.715.669	-1.285.997	-157.470	1.260.277	3.019.714	4.982.736	6.271.053	7.649.886	9.127.079

Flujo de caja en ARS Perfil 2												
Perfil 2	Ai	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caja Inicial	0	12.092	46.541	125.502	268.944	507.871	789.213	1.803.768	5.619.769	10.516.842	17.064.637	25.060.348
Cobranzas	0	171.110	715.638	1.999.359	4.414.315	8.557.690	13.772.254	19.751.963	24.184.426	28.265.893	32.641.028	37.000.000
Reintegro por Exportacion	0	7.985	36.438	104.832	236.803	462.247	760.740	1.098.423	1.371.294	1.599.477	1.838.008	2.100.000
Total Ingresos de Caja	0	191.187	798.617	2.229.693	4.920.063	9.527.807	15.322.207	22.654.153	31.175.489	40.382.213	51.543.674	64.164.676
Pagos a proveedores	0	-132.087	-452.510	-1.137.977	-2.399.934	-4.360.794	-6.746.395	-9.301.148	-11.313.079	-13.168.067	-15.008.897	-17.000.000
Inversiones / Capex	-4.789.970	0	0	0	-586.627	-388.595	-811.807	0	-439.406	0	0	0
IVA	0	-4.684	-13.870	-31.015	-57.080	-95.393	-115.731	-130.320	-92.896	-88.288	-90.729	-90.729
Impuestos Renta e IIBB	0	-4.563	-17.563	-47.359	-101.488	-870.260	-1.923.816	-3.097.956	-3.863.928	-4.685.151	-5.560.599	-6.446.178
Pago de derechos de exportación	0	-7.605	-33.074	-93.568	-208.613	-403.989	-656.068	-939.754	-1.157.800	-1.349.309	-1.548.348	-1.750.000
Pago de Gastos Generales	0	-804.885	-1.695.801	-2.041.213	-2.389.423	-2.762.526	-3.092.514	-3.385.870	-3.604.357	-3.828.879	-4.063.545	-4.307.000
Total Egresos de Caja	-4.789.970	-953.824	-2.212.817	-3.351.131	-5.743.166	-8.881.558	-13.346.331	-16.855.047	-20.471.467	-23.119.693	-26.272.117	-29.100.000
FFL (apalancado)	-4.789.970	-762.637	-1.414.200	-1.121.439	-823.103	646.250	1.975.876	5.799.106	10.704.022	17.262.519	25.271.556	33.064.676
Préstamo 1		864.371										
Préstamo 2		168.994										
Repago de préstamos / Principal	0	-60.367	-78.198	-86.177	-97.177	-109.191	-123.362	-139.108	-156.228	-176.462	-199.534	-225.000
Intereses pagados	0	-69.311	-76.820	-69.748	-63.596	-56.414	-48.746	-40.229	-30.953	-21.420	-11.674	-5.000
Flujo de Fondos disponible para el accionista	-3.925.599	-723.320	-1.569.218	-1.277.364	-983.876	480.645	1.803.768	5.619.769	10.516.842	17.064.637	25.060.348	33.064.676
Aportes de los accionistas	3.937.691	769.861	1.694.720	1.546.308	1.491.747	308.568						
Dividendos pagados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Generación de Fondos del accionista	3.937.691	769.861	1.694.720	1.546.308	1.491.747	308.568						
Caja Final	12.092	46.541	125.502	268.944	507.871	789.213	1.803.768	5.619.769	10.516.842	17.064.637	25.060.348	33.064.676

Balance en ARS Perfil 2												
Perfil 2	Ai	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Activos												
Caja y Bancos	12.092	46.541	125.502	268.944	507.871	789.213	1.803.768	5.619.769	10.516.842	17.064.637	25.060.348	33.064.676
Inventarios	0	89.720	216.488	450.209	913.650	1.385.964	1.982.952	2.392.761	3.056.475	3.760.521	4.385.209	5.000.000
Créditos por Ventas	0	57.037	223.390	608.505	1.370.842	2.604.148	4.191.553	5.914.140	7.041.587	8.415.353	9.743.253	11.000.000
Otros Activos (IVA CREDITO)	0	4.684	18.554	49.569	106.649	202.043	317.774	448.093	540.990	629.277	720.006	800.000
Otros Activos (Reintegro Exp)	0	5.704	21.953	59.199	126.860	239.562	372.270	518.680	609.010	707.477	807.523	900.000
Activo Fijo	4.789.970	4.434.113	4.078.256	3.722.399	3.953.169	3.974.175	4.379.533	3.891.903	3.843.680	3.312.109	2.780.539	2.200.000
Total Activos	4.802.062	4.637.799	4.684.143	5.158.826	6.979.042	9.195.104	13.047.849	18.785.347	25.608.583	33.889.374	43.496.877	53.064.676
Pasivo y Patrimonio Neto												
Deudas con proveedores	0	72.699	190.259	448.430	949.824	1.600.025	2.435.813	3.205.252	3.833.588	4.558.409	5.161.583	5.700.000
Otros Pasivo (Derecho de Exp)	0	3.802	14.636	39.466	84.574	159.708	248.180	345.787	406.006	471.651	538.348	600.000
Préstamos / Deuda Financiera	864.371	989.806	928.707	860.078	799.515	721.397	630.167	517.885	381.512	221.952	32.504	0
Pasivo Total	864.371	1.066.308	1.133.601	1.347.973	1.833.913	2.481.130	3.314.160	4.068.923	4.621.106	5.252.012	5.732.435	6.300.000
Capital / Equity	3.937.691	4.707.552	6.402.272	7.948.580	9.440.327	9.748.894	9.748.894	9.748.894	9.748.894	9.748.894	9.748.894	9.748.894
Resultados acumulados	0	-1.136.061	-2.851.730	-4.137.728	-4.295.197	-3.034.920	-15.206	4.967.529	11.238.582	18.888.468	28.015.547	37.764.441
Patrimonio Neto	3.937.691	3.571.491	3.550.542	3.810.852	5.145.129	6.713.974	9.733.688	14.716.424	20.987.476	28.637.362	37.764.441	46.764.676
Pasivo + Patrimonio Neto	4.802.062	4.637.799	4.684.143	5.158.826	6.979.042	9.195.104	13.047.849	18.785.347	25.608.583	33.889.374	43.496.877	53.064.676
CONTROL #4 (A=P+PN)												
Aportes de lo Accionistas	82,00%	78,30%	79,27%	81,59%	86,55%	90,30%	93,92%	96,60%	98,21%	99,23%	99,91%	100,00%
Leverage	18,00%	21,70%	20,73%	18,41%	13,45%	9,70%	6,08%	3,40%	1,79%	0,77%	0,09%	0,00%

c. Estado de resultados, flujo de caja y balance perfil 3

Estado de Resultados en ARS Perfil 3												
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Premium		222.008	227.876	422.105	757.105	1.198.671	1.656.978	1.938.272	2.176.001	2.461.745	2.796.225	
Super Premium		0	851.690	1.419.865	2.546.725	3.882.715	5.367.257	6.036.942	6.777.375	7.360.659	8.360.759	
Ultra Premium		0	0	492.482	883.335	1.864.695	2.577.654	3.769.056	4.231.332	5.744.369	6.524.862	
Total Ventas		222.008	1.079.566	2.334.452	4.187.164	6.946.081	9.601.889	11.744.269	13.184.708	15.566.773	17.681.846	
Reintegro Promocion Exportacion 6%		13.320	64.774	140.067	251.230	416.765	576.113	704.656	791.082	934.006	1.060.911	
Ventas Netas		235.328	1.144.339	2.474.519	4.438.394	7.362.846	10.178.003	12.448.925	13.975.791	16.500.779	18.742.757	
IIBB		-4.440	-21.591	-46.689	-83.743	-138.922	-192.038	-234.885	-263.694	-311.335	-353.637	
CMV		-130.149	-780.842	-1.289.749	-2.255.464	-3.553.681	-5.002.919	-5.562.719	-6.274.239	-7.352.184	-8.513.960	
Uva		-53.532	-146.010	-291.354	-532.430	-865.456	-1.211.587	-1.448.660	-1.651.909	-1.901.299	-2.170.760	
Madera		-18.251	-301.184	-317.259	-503.739	-710.692	-1.071.476	-877.746	-995.050	-1.283.685	-1.696.179	
Insumos		-58.367	-333.649	-681.137	-1.219.296	-1.977.533	-2.719.856	-3.236.313	-3.627.280	-4.167.200	-4.647.020	
Margen Bruto		100.739	341.906	1.138.081	2.099.186	3.670.243	4.983.046	6.651.321	7.437.857	8.837.260	9.875.160	
Gastos Operativos		-815.985	-1.728.038	-2.094.483	-2.471.854	-2.911.999	-3.293.657	-3.597.919	-3.839.235	-4.164.243	-4.472.836	
Gastos de Produccion		-713.896	-850.336	-960.165	-1.064.719	-1.178.604	-1.283.919	-1.376.176	-1.466.438	-1.568.825	-1.676.672	
Gastos de Administracion		-90.989	-279.873	-332.599	-381.973	-434.266	-476.897	-510.337	-538.639	-573.338	-607.259	
Gastos de Comercialización		0	-543.852	-684.996	-815.803	-951.825	-1.052.746	-1.124.193	-1.174.923	-1.243.741	-1.304.812	
Tasa de Exportación 5%		-11.100	-53.978	-116.723	-209.358	-347.304	-480.094	-587.213	-659.235	-778.339	-884.092	
EBITDA		-715.246	-1.386.132	-956.402	-372.667	758.244	1.689.389	3.053.401	3.598.622	4.673.017	5.402.324	
Amortizaciones		-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	-355.857	
EBIT		-1.071.103	-1.741.989	-1.312.259	-728.524	402.387	1.333.532	2.697.544	3.242.765	4.317.160	5.046.467	
Otros Ingresos y Egresos (efecto Camb)		-16.815	13.232	33.427	189.207	288.952	585.127	642.446	780.127	1.052.431	1.224.217	
Intereses generados por pasivos		-69.340	-85.255	-79.912	-75.473	-69.596	-62.742	-54.189	-43.661	-31.357	-16.682	
Resultado antes de impuesto		-1.157.258	-1.814.012	-1.358.744	-614.790	621.743	1.855.917	3.285.802	3.979.231	5.338.234	6.254.002	
Impuesto a las ganancias		0	0	0	0	-217.610	-649.571	-1.150.031	-1.392.731	-1.868.382	-2.188.901	
RESULTADO NETO		-1.157.258	-1.814.012	-1.358.744	-614.790	404.133	1.206.346	2.135.771	2.586.500	3.469.852	4.065.102	
Flujo de caja en ARS Perfil 3												
Perfil 3	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Caja Inicial		0	14.120	68.660	148.471	266.304	441.771	610.680	1.198.996	2.081.200	3.813.749	6.300.824
Cobranzas		0	166.506	865.176	2.024.483	3.744.290	6.357.144	9.110.008	11.548.532	13.293.600	15.509.863	17.878.650
Reintegro por Exportacion		0	7.770	43.335	108.695	204.912	347.792	509.718	651.097	755.072	874.455	1.008.034
Total Ingresos de Caja		0	188.396	977.171	2.281.649	4.215.506	7.146.707	10.230.406	13.398.625	16.129.871	20.198.067	25.187.508
Pagos a proveedores		0	-543.143	-794.092	-1.608.952	-2.440.649	-4.117.326	-4.684.814	-6.099.713	-6.588.303	-7.332.147	-7.199.863
Inversiones / Capex		-4.789.970	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IVA		0	0	-7.305	-20.472	-28.606	-44.923	-60.917	-67.618	-45.420	-40.753	-39.759
Impuestos Renta e IIBB		0	-4.440	-21.591	-46.689	-83.743	-138.922	-192.038	-234.885	-263.694	-311.335	-353.637
Pago de derechos de		0	-7.400	-39.686	-95.808	-178.480	-301.322	-435.831	-551.507	-635.228	-738.638	-848.841
Pago de Gastos Generales		0	-804.885	-1.674.060	-1.977.760	-2.262.495	-2.564.695	-2.813.562	-3.010.706	-3.180.000	-3.385.904	-3.588.744
Total Egresos de Caja		-4.789.970	-1.359.868	-2.536.734	-3.749.681	-4.993.974	-7.384.798	-8.836.733	-11.114.460	-12.105.376	-13.677.160	-14.219.744
FFL (apalancado)		-4.789.970	-1.171.472	-1.559.563	-1.468.032	-778.468	-238.091	1.393.674	2.284.165	4.024.495	6.520.907	10.967.764
Préstamo 1		864.736										
Préstamo 2			246.576									
Repago de préstamos /		0	-60.392	-83.633	-92.166	-103.931	-116.780	-131.935	-148.776	-167.085	-188.726	-213.402
Intereses pagados		0	-69.340	-85.255	-79.912	-75.473	-69.596	-62.742	-54.189	-43.661	-31.357	-16.682
Flujo de Fondos disponible para el accionista		-3.925.234	-1.054.629	-1.728.450	-1.640.110	-957.872	-424.467	1.198.996	2.081.200	3.813.749	6.300.824	10.737.680
Capital Propio / Aportes de		3.939.354	1.123.289	1.876.921	1.906.413	1.399.643	1.035.147					
Dividendos pagados		0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Generación de Fondos del periodo		14.120	68.660	148.471	266.304	441.771	610.680	1.198.996	2.081.200	3.813.749	6.300.824	10.737.680
Caja Final		14.120	68.660	148.471	266.304	441.771	610.680	1.198.996	2.081.200	3.813.749	6.300.824	10.737.680
Balance en ARS Perfil 3												
Perfil 3	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Activos												
Caja y Bancos		14.120	68.660	148.471	266.304	441.771	610.680	1.198.996	2.081.200	3.813.749	6.300.824	10.737.680
Inventarios		0	478.439	600.267	1.094.336	1.629.711	2.620.296	3.806.757	4.536.462	5.023.124	4.152.867	
Créditos por Ventas		0	55.502	273.644	603.917	1.147.583	1.908.591	2.740.330	3.405.069	3.834.783	4.617.265	5.338.011
Otros Activos (IVA CREDITO)		0	0	7.305	27.777	56.383	101.306	162.224	229.842	275.262	316.015	355.773
Otros Activos (Reintegro Exp)		0	5.550	26.989	58.361	104.679	173.652	240.047	293.607	329.618	389.169	442.046
Activo Fijo		4.789.970	4.434.113	4.078.256	3.722.399	3.366.542	3.010.685	2.654.828	2.298.971	1.943.114	1.587.257	1.231.040
Total Activos		4.804.090	5.042.265	5.134.933	5.773.094	6.746.670	8.425.211	9.848.628	12.115.445	14.732.988	18.233.654	22.257.778
Pasivo y Patrimonio Neto												
Deudas con proveedores		0	65.446	146.099	288.900	511.113	787.556	1.057.477	1.272.446	1.424.904	1.586.152	1.711.989
Otros Pasivo (Derecho de Exp)		0	3.700	17.993	38.908	69.786	115.768	160.031	195.738	219.745	259.446	294.697
Préstamos / Deuda		864.736	1.067.735	1.002.547	929.323	864.955	781.791	684.678	565.048	419.625	249.490	47.425
Capital Total		864.736	1.136.880	1.166.639	1.257.131	1.445.854	1.685.115	1.902.186	2.033.232	2.064.275	2.095.089	2.054.112
Capital / Equity		3.939.354	5.062.643	6.939.564	8.845.977	10.245.620	11.280.767	11.280.767	11.280.767	11.280.767	11.280.767	11.280.767
Resultados acumulados		0	-1.157.258	-2.971.270	-4.330.014	-4.944.804	-4.540.671	-3.334.325	-1.198.554	1.387.946	4.857.798	8.922.900
Patrimonio Neto		3.939.354	3.905.385	3.968.294	4.515.963	5.300.816	6.740.096	7.946.442	10.082.213	12.668.713	16.138.565	20.203.667
Pasivo + Patrimonio Neto		4.804.090	5.042.265	5.134.933	5.773.094	6.746.670	8.425.211	9.848.628	12.115.445	14.732.988	18.233.654	22.257.778
CONTROL(A=P+PN)		0	0	0								
Aportes de lo Accionistas		82,00%	78,53%	79,83%	82,93%	85,97%	89,61%	92,07%	94,69%	96,79%	98,48%	99,77%
Leverage		18,00%	21,47%	20,17%	17,07%	14,03%	10,39%	7,93%	5,31%	3,21%	1,52%	0,23%

d. Estado de resultados, flujo de caja y balance perfil 4

Estado de Resultados en ARS Perfil 4											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total Ventas		4.743.761	5.644.148	5.865.805	6.268.407	6.674.826	7.146.437	7.636.924	8.135.876	8.717.237	9.350.299
Reintegro Promocion Exportacion 6%		284.626	338.649	351.948	376.104	400.490	428.786	458.215	488.153	523.034	561.018
Ventas Netas		5.028.386	5.982.796	6.217.754	6.644.511	7.075.316	7.575.223	8.095.139	8.624.028	9.240.271	9.911.317
IIBB		-94.875	-112.883	-117.316	-125.368	-133.497	-142.929	-152.738	-162.718	-174.345	-187.006
CMV		-3.126.744	-3.844.154	-4.122.559	-4.401.957	-4.720.087	-5.077.988	-5.436.868	-5.835.058	-6.258.853	-6.706.556
Uva		-1.338.298	-1.653.546	-1.781.732	-1.907.980	-2.053.156	-2.216.901	-2.380.464	-2.563.233	-2.757.177	-2.975.008
Insumos		-1.788.446	-2.190.608	-2.340.828	-2.493.977	-2.666.931	-2.861.088	-3.056.404	-3.271.825	-3.501.676	-3.731.548
Margen Bruto		1.806.767	2.025.760	1.977.878	2.117.186	2.221.732	2.354.306	2.505.533	2.626.253	2.807.074	3.017.756
Gastos Operativos		-652.150	-853.208	-907.905	-970.989	-1.040.705	-1.119.998	-1.200.173	-1.287.306	-1.382.362	-1.488.130
Gastos de Produccion		-288.906	-311.303	-335.436	-359.204	-386.535	-417.362	-448.155	-482.564	-519.077	-560.086
Gastos de Administracion		-64.039	-193.524	-208.527	-223.302	-240.293	-259.457	-278.600	-299.990	-322.689	-348.183
Gastos de Comercialización		-62.017	-66.173	-70.652	-75.063	-80.136	-85.857	-91.572	-97.958	-104.735	-112.346
Tasa de Exportación 5%		-237.188	-282.207	-293.290	-313.420	-333.741	-357.322	-381.846	-406.794	-435.862	-467.515
EBITDA		1.154.617	1.172.552	1.069.973	1.146.197	1.181.027	1.234.308	1.305.360	1.338.947	1.424.712	1.529.626
Amortizaciones		-542.904,10	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904	-542.904
EBIT		611.713	629.648	527.069	603.293	638.123	691.403	762.456	796.043	881.808	986.722
Otros Ingresos y Egresos (efecto Cambiario)		-25.382	8.457	15.291	37.675	46.135	65.940	78.613	87.173	119.626	148.407
Intereses generados por pasivos		-104.668	-98.909	-92.438	-86.970	-79.783	-71.399	-60.977	-48.196	-33.255	-15.457
Resultado antes de impuestos		481.663	539.196	449.622	553.998	604.475	685.945	780.092	835.200	968.180	1.119.672
Impuesto a las ganancias		-168.582	-188.718	-157.473	-193.899	-211.566	-240.081	-273.032	-292.257	-338.863	-391.885
RESULTADO NETO		313.081	350.477	292.449	360.099	392.909	445.864	507.060	542.763	629.317	727.787
Flujo de caja Perfil 4											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caja Inicial	0	150.852	324.206	975.236	1.700.807	2.425.571	3.207.753	4.002.565	4.838.709	5.693.642	6.560.472
Cobranzas	0	3.557.820	5.419.051	5.890.576	6.273.908	6.826.483	7.286.133	7.840.888	8.360.203	8.922.135	9.639.772
Reintegro por Exportacion	0	166.032	316.139	346.407	366.039	390.329	416.996	445.953	475.679	508.500	545.191
Total Ingresos de Caja	0	3.874.704	6.059.396	7.212.219	8.340.754	9.642.384	10.910.882	12.289.406	13.674.591	15.124.277	16.745.425
Pagos a proveedores	0	-2.382.570	-3.672.044	-4.105.110	-4.403.281	-4.812.818	-5.163.918	-5.570.728	-5.975.776	-6.394.904	-6.903.746
Inversiones / Capex	-7.100.881	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IVA	0	-135.553	-73.101	-24.326	-16.738	-22.976	-19.618	-22.791	-22.621	-23.420	-28.021
Impuestos Renta e IIBB	0	-263.457	-301.601	-274.789	-319.268	-345.063	-383.010	-425.771	-454.975	-513.208	-578.891
Pago derechos de exportacion	0	-158.125	-267.201	-289.596	-306.710	-326.968	-349.462	-373.671	-398.478	-426.173	-456.964
Pago Gastos Generales	0	-414.962	-571.000	-614.614	-657.569	-706.964	-762.676	-818.327	-880.512	-946.500	-1.020.615
Total Egresos de Caja	-7.100.881	-3.354.668	-4.884.948	-5.308.435	-5.703.565	-6.214.789	-6.678.683	-7.211.288	-7.732.361	-8.304.204	-8.988.237
FFL (apalancado)	-7.100.881	520.036	1.174.449	1.903.784	2.637.189	3.427.595	4.232.199	5.078.118	5.942.229	6.820.073	7.757.188
Préstamo 1	1.305.312										
Préstamo 2											
Repago de préstamos /	0	-91.162	-100.304	-110.538	-124.648	-140.059	-158.235	-178.433	-200.392	-226.346	-255.941
Intereses pagados	0	-104.668	-98.909	-92.438	-86.970	-79.783	-71.399	-60.977	-48.196	-33.255	-15.457
Flujo de Fondos disponible para el accionista	-5.795.569	324.206	975.236	1.700.807	2.425.571	3.207.753	4.002.565	4.838.709	5.693.642	6.560.472	7.485.790
Aportes de los accionistas	5.946.421										
Dividendos pagados	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Generación de Fondos del periodo	150.852	324.206	975.236	1.700.807	2.425.571	3.207.753	4.002.565	4.838.709	5.693.642	6.560.472	7.485.790
Caja Final	150.852	324.206	975.236	1.700.807	2.425.571	3.207.753	4.002.565	4.838.709	5.693.642	6.560.472	7.485.790
Balance Perfil 4											
	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Activos											
Caja y Bancos	150.852	324.206	975.236	1.700.807	2.425.571	3.207.753	4.002.565	4.838.709	5.693.642	6.560.472	7.485.790
Inventarios	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Créditos por Ventas	0	1.185.940	1.491.222	1.572.603	1.820.363	1.926.306	2.113.195	2.258.296	2.384.207	2.627.037	2.851.394
Otros Activos (IVA CREDITO)	0	135.553	208.654	232.980	249.718	272.694	292.312	315.103	337.723	361.143	389.164
Otros Activos (reintegro por exp)	0	118.594	141.104	146.645	156.710	166.871	178.661	190.923	203.397	217.931	233.757
Activo Fijo	7.100.881	6.557.977	6.015.073	5.472.169	4.929.265	4.386.361	3.843.456	3.300.552	2.757.648	2.214.744	1.671.840
Total Activos	7.251.733	8.322.270	8.831.288	9.125.204	9.581.627	9.959.984	10.430.189	10.903.583	11.376.618	11.981.328	12.631.946
Pasivo y Patrimonio Neto											
Deudas con proveedores	0	744.173	966.599	1.052.980	1.221.605	1.301.744	1.436.749	1.540.433	1.638.723	1.810.784	1.967.881
Otros Pasivo (Derecho de Exp)	0	79.063	94.069	97.763	104.473	111.247	119.107	127.282	135.598	145.287	155.838
Préstamos / Deuda Financiera	1.305.312	1.239.533	1.160.641	1.072.033	993.022	891.557	773.033	627.508	451.174	244.816	0
Pasivo Total	1.305.312	2.062.769	2.221.309	2.222.776	2.319.100	2.304.548	2.328.889	2.295.223	2.225.494	2.200.888	2.123.719
Capital / Equity	5.946.421	5.946.421	5.946.421	5.946.421	5.946.421	5.946.421	5.946.421	5.946.421	5.946.421	5.946.421	5.946.421
Resultados acumulados	0	313.081	663.558	956.007	1.316.106	1.709.015	2.154.879	2.661.939	3.204.703	3.834.019	4.561.806
Patrimonio Neto	5.946.421	6.259.502	6.609.979	6.902.428	7.262.527	7.655.436	8.101.300	8.608.360	9.151.123	9.780.440	10.508.227
Pasivo + Patrimonio Neto	7.251.733	8.322.270	8.831.288	9.125.204	9.581.627	9.959.984	10.430.189	10.903.583	11.376.618	11.981.328	12.631.946
CONTROL #4 (A=P+PN)	0										
Aportes de lo Accionistas	82,00%	83,47%	85,06%	86,56%	87,97%	89,57%	91,29%	93,21%	95,30%	97,56%	100,00%
Leverage	18,00%	16,53%	14,94%	13,44%	12,03%	10,43%	8,71%	6,79%	4,70%	2,44%	0,00%

b. Sensibilidades Perfil 2

Resumen de sensibilidades		OPTIMISTA	PESIMISTA	OPTIMISTA	PESIMISTA	OPTIMISTA	PESIMISTA	OPTIMISTA	PESIMISTA	OPTIMISTA	PESIMISTA	
Valores actuales:		Costos Variables -10%	Costos Variables +10%	Costos Fijos 10%	- Costos Fijos +10%	Tipo de cambio AR\$/US\$ +10%	Tipo de cambio AR\$/US\$ -10%	Inflacion Local -10%	Inflacion Local +10%	Tasa de Crec de Ventas +10%	Tasa de crec de Ventas -10%	
Celdas caml Año												
Costos	0											
Variables	1	-115065,71	-103559,135	-126572,2761	-115065,7055	-115065,706	-115065,7055	-115065,7055	-115065,71	-115065,71	-115065,706	
	2	-444453,04	-400007,739	-488898,3476	-444453,0433	-444453,043	-444453,0433	-444453,0433	-444453,04	-444453,04	-444453,043	
	3	-1164312,4	-1047881,144	-1280743,621	-1164312,383	-1164312,38	-1164312,383	-1164312,383	-1164312,4	-1164312,4	-1164312,38	
	4	-2436821,4	-2193139,269	-2680503,551	-2436821,41	-2436821,41	-2436821,41	-2436821,41	-2436821,4	-2436821,4	-2436821,41	
	5	-4529311,2	-4076380,045	-4982242,277	-4529311,161	-4529311,16	-4529311,161	-4529311,161	-4529311,2	-4529311,2	-4529311,16	
	6	-6926372,4	-6233735,131	-7619009,605	-6926372,368	-6926372,37	-6926372,368	-6926372,368	-6926372,4	-6926372,4	-6926372,37	
	7	-9538795,6	-8584916,065	-10492675,19	-9538795,628	-9538795,63	-9538795,628	-9538795,628	-9538795,6	-9538795,6	-9538795,63	
	8	-11067294	-9960564,923	-12174023,79	-11067294,36	-11067294,4	-11067294,36	-11067294,36	-11067294	-11067294	-11067294,4	
	9	-12897963	-11608167,14	-14187759,83	-12897963,48	-12897963,5	-12897963,48	-12897963,48	-12897963	-12897963	-12897963,5	
	10	-14619058	-13157152,16	-16080963,75	-14619057,95	-14619058	-14619057,95	-14619057,95	-14619058	-14619058	-14619058	
Costos	0											
Fijos	1	-816292,08	-816292,081	-816292,081	-734662,8729	-897921,289	-816292,081	-816292,081	-816292,08	-816292,08	-816292,081	
	2	-1739708,2	-1739708,2	-1739708,2	-1565737,38	-1913679,02	-1739708,2	-1739708,2	-1739708,2	-1739708,2	-1739708,2	
	3	-2159610,9	-2159610,851	-2159610,851	-1943649,765	-2375571,94	-2159610,851	-2159610,9	-2159610,9	-2159610,85	-2159610,85	
	4	-2643143,9	-2643143,881	-2643143,881	-2378829,493	-2907458,27	-2643143,881	-2643143,9	-2643143,9	-2643143,88	-2643143,88	
	5	-3241649,2	-3241649,246	-3241649,246	-2917484,321	-3565814,17	-3241649,246	-3241649,246	-3241649,2	-3241649,25	-3241649,25	
	6	-3837054,5	-3837054,548	-3837054,548	-3453349,093	-4220760	-3837054,548	-3837054,548	-3837054,5	-3837054,55	-3837054,55	
	7	-4423230,8	-4423230,839	-4423230,839	-3980907,755	-4865553,92	-4423230,839	-4423230,839	-4423230,8	-4423230,84	-4423230,84	
	8	-4822375,9	-4822375,939	-4822375,939	-4340138,346	-5304613,53	-4822375,939	-4822375,939	-4822375,9	-4822375,94	-4822375,94	
	9	-5243832,8	-5243832,844	-5243832,844	-4719449,559	-5768216,13	-5243832,844	-5243832,844	-5243832,8	-5243832,84	-5243832,84	
	10	-5678589,9	-5678589,9	-5678589,9	-5110730,91	-6246448,89	-5678589,9	-5678589,9	-5678589,9	-5678589,9	-5678589,9	
Tipo de	0											
Cambio	1	3,84	3,84	3,84	3,84	3,84	4,22	3,46	3,84	3,84	3,84	
AR\$/US\$	2	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	4,31	3,52	3,91	3,91	3,91	
	3	3,98	3,98	3,98	3,98	3,98	4,38	3,58	3,98	3,98	3,98	
	4	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,46	3,65	4,06	4,06	4,06	
	5	4,23	4,23	4,23	4,23	4,23	4,65	3,81	4,23	4,23	4,23	
	6	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,83	3,95	4,39	4,39	4,39	
	7	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	5,05	4,13	4,59	4,59	4,59	
	8	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	5,26	4,31	4,79	4,79	4,79	
	9	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	5,47	4,47	4,97	4,97	4,97	
	10	5,19	5,19	5,19	5,19	5,19	5,71	4,67	5,19	5,19	5,19	
	10	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42	5,97	4,88	5,42	5,42	5,42	
Inflacion	0	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	11,70%	14,30%	13,00%	
Local	1	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	9,00%	11,00%	10,00%	
	2	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	7,20%	8,80%	8,00%	
	3	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	6,49%	7,94%	7,22%	
	4	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	6,49%	7,94%	7,22%	
	5	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	5,90%	7,21%	6,55%	
	6	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	6,37%	7,78%	7,07%	
	7	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	6,69%	8,18%	7,44%	
	8	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,16%	7,53%	6,84%	
	9	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	6,43%	7,86%	7,14%	
	10	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	6,33%	7,73%	7,03%	
Tasa de Cre	0											
las Ventas	1											
	2	200%	200%	200%	200%	200%	200%	200%	200%	200%	220%	
	3	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	165%	
	4	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	110%	
	5	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	77%	
	6	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	45%	50%	
	7	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	33%	
	8	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	11%	
	9	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	
	10	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	
Celdas de resultado:												
VAN		2.368.135	2.985.395	1.746.761	2.723.988	2.007.577	3.352.039	1.159.874	2.370.477	2.365.775	5.788.447	-825.158
TIR		27,67%	29,89%	25,23%	29,25%	26,05%	31,73%	22,36%	27,68%	27,66%	37,03%	10,56%

c. Sensibilidades Perfil 3

Resumen de sensibilidades		OPTIMISTA		PESIMISTA		OPTIMISTA		PESIMISTA		OPTIMISTA		PESIMISTA	
		Costos		Costos		Costos Fijos		Costos Fijos		Tipo de cambio		Tipo de cambio	
PERFIL 3		Variables -10%		Variables +10%		-10%		+10%		ARS/US\$ +10%		ARS/US\$ -10%	
Valores actuales:		Local -10%		Local +10%		Tasa de Crec de Ventas +10%		Tasa de Crec de Ventas -10%					
Año													
Costos													
VARIABLES	0	-130149,39	-117134,448	-143164,3251	-130149,39	-130149,39	-130149,3865	-130149,3865	-130149,39	-130149,39	-130149,39	-130149,39	-130149,39
	1	-780841,93	-702757,739	-858926,1252	-780841,93	-780841,93	-780841,932	-780841,932	-780841,93	-780841,93	-780841,93	-780841,93	-780841,93
	2	-1289749,3	-1160774,36	-1418724,216	-1289749,3	-1289749,3	-1289749,287	-1289749,287	-1289749,3	-1289749,3	-1289749,3	-1289749,3	-1289749,3
	3	-2255464,4	-2029917,97	-2481010,856	-2255464,4	-2255464,4	-2255464,414	-2255464,414	-2255464,4	-2255464,4	-2255464,4	-2255464,4	-2255464,4
	4	-3553681,3	-3198313,19	-3909049,458	-3553681,3	-3553681,3	-3553681,326	-3553681,326	-3553681,3	-3553681,3	-3553681,3	-3553681,3	-3553681,3
	5	-5002919,3	-4502627,37	-5503211,233	-5002919,3	-5002919,3	-5002919,302	-5002919,302	-5002919,3	-5002919,3	-5002919,3	-5002919,3	-5002919,3
	6	-5562719,2	-5006447,29	-6118991,136	-5562719,2	-5562719,2	-5562719,215	-5562719,215	-5562719,2	-5562719,2	-5562719,2	-5562719,2	-5562719,2
	7	-6274239,4	-5646815,42	-6901663,291	-6274239,4	-6274239,4	-6274239,356	-6274239,356	-6274239,4	-6274239,4	-6274239,4	-6274239,4	-6274239,4
	8	-7352183,8	-6616965,46	-8087402,233	-7352183,8	-7352183,8	-7352183,848	-7352183,848	-7352183,8	-7352183,8	-7352183,8	-7352183,8	-7352183,8
	9	-8513959,8	-7662563,85	-9365355,817	-8513959,8	-8513959,8	-8513959,833	-8513959,833	-8513959,8	-8513959,8	-8513959,8	-8513959,8	-8513959,8
	10												
Costos Fijos													
	0	-815985,14	-815985,143	-815985,1426	-734386,63	-897583,66	-815985,1426	-815985,1426	-815985,14	-815985,14	-815985,14	-815985,14	-815985,14
	1	-1728038,3	-1728038,34	-1728038,345	-1555234,5	-1900842,2	-1728038,345	-1728038,345	-1728038,3	-1728038,3	-1728038,3	-1728038,3	-1728038,3
	2	-2094482,7	-2094482,71	-2094482,708	-1885034,4	-2303931	-2094482,708	-2094482,708	-2094482,7	-2094482,7	-2094482,7	-2094482,7	-2094482,7
	3	-2471853,6	-2471853,62	-2471853,621	-2224668,3	-2719039	-2471853,621	-2471853,621	-2471853,6	-2471853,6	-2471853,6	-2471853,6	-2471853,6
	4	-2911999	-2911999,04	-2911999,037	-2620799,1	-3203198,9	-2911999,037	-2911999,037	-2911999	-2911999	-2911999	-2911999	-2911999
	5	-3293656,5	-3293656,53	-3293656,528	-2964290,9	-3623022,2	-3293656,528	-3293656,528	-3293656,5	-3293656,5	-3293656,5	-3293656,5	-3293656,5
	6	-3597919,4	-3597919,4	-3597919,398	-3238127,5	-3957711,3	-3597919,398	-3597919,398	-3597919,4	-3597919,4	-3597919,4	-3597919,4	-3597919,4
	7	-3839235,4	-3839235,43	-3839235,435	-3455311,9	-4223159	-3839235,435	-3839235,435	-3839235,4	-3839235,4	-3839235,4	-3839235,4	-3839235,4
	8	-4164242,7	-4164242,72	-4164242,722	-3747818,4	-4580667	-4164242,722	-4164242,722	-4164242,7	-4164242,7	-4164242,7	-4164242,7	-4164242,7
	9	-4472836,3	-4472836,34	-4472836,337	-4025552,7	-4920120	-4472836,337	-4472836,337	-4472836,3	-4472836,3	-4472836,3	-4472836,3	-4472836,3
	10												
Tipo de Cambio AR\$/US\$													
	0	3,84	3,84	3,84	3,84	3,84	3,84	3,84	3,84	3,84	3,84	3,84	3,84
	1	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91
	2	3,98	3,98	3,98	3,98	3,98	3,98	3,98	3,98	3,98	3,98	3,98	3,98
	3	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06
	4	4,23	4,23	4,23	4,23	4,23	4,23	4,23	4,23	4,23	4,23	4,23	4,23
	5	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39
	6	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59
	7	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79
	8	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97
	9	5,19	5,19	5,19	5,19	5,19	5,19	5,19	5,19	5,19	5,19	5,19	5,19
	10	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42
Inflacion Local													
	0	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	11,70%	14,30%	13,00%	13,00%
	1	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	9,00%	11,00%	10,00%	10,00%
	2	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	7,20%	8,80%	8,00%	8,00%
	3	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	6,49%	7,94%	7,22%	7,22%
	4	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	6,49%	7,94%	7,22%	7,22%
	5	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	5,90%	7,21%	6,55%	6,55%
	6	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	6,37%	7,78%	7,07%	7,07%
	7	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	6,69%	8,18%	7,44%	7,44%
	8	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,16%	7,53%	6,84%	6,84%
	9	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	6,43%	7,86%	7,14%	7,14%
	10	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	6,33%	7,73%	7,03%	7,03%
Tasa de Crec de las Ventas													
	0												
	1											165%	135%
	2	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	150%	88%	72%
	3	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	80%	77%	63%
	4	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	70%	55%	45%
	5	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	50%	33%	27%
	6	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%	11%	9%
	7	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	7%	5%
	8	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	5%
	9	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	5%
	10	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	5%
Celdas de resultado:													
VAN		68.775	473.661	-336.160	380.939	-243.368	804.599	-835.416	70.480	67.027	1.878.642	-1.551.427	
TIR		17,25%	19,51%	14,80%	19,05%	15,42%	21,44%	11,77%	17,26%	17,25%	25,64%	4,20%	

d. Sensibilidades Perfil 4

Resumen de sensibilidades		OPTIMISTA	PESIMISTA	OPTIMISTA	PESIMISTA	OPTIMISTA	PESIMISTA	OPTIMISTA	PESIMISTA	OPTIMISTA	PESIMISTA	
Valores actuales:		Costos Variables -10%	Costos Variables +10%	Costos Fijos -10%	Costos Fijos +10%	Tipo de cambio AR\$/US\$ +10%	Tipo de cambio AR\$/US\$ -10%	Inflación Local -10%	Inflación Local +10%	Tasa de Crec Ventas +10%	Tasa de Crec Ventas -10%	
Celdas camb Año												
Costos	0											
Variables	1	-3126743,8	-2814069,4	-3439418,16	-3126743,8	-3126743,8	-3126743,8	-3126743,8	-3126743,8	-3126743,8	-3126743,8	
	2	-3844153,8	-3459738,42	-4228569,18	-3844153,8	-3844153,8	-3844153,8	-3844153,8	-3844153,8	-3844153,8	-3844153,8	
	3	-4122559,3	-3710303,36	-4534815,217	-4122559,3	-4122559,3	-4122559,288	-4122559,3	-4122559,3	-4122559,288	-4122559,288	
	4	-4401956,7	-3961761,04	-4842152,377	-4401956,7	-4401956,7	-4401956,706	-4401956,7	-4401956,7	-4401956,706	-4401956,706	
	5	-4720087,1	-4248078,35	-5192095,764	-4720087,1	-4720087,1	-4720087,058	-4720087,058	-4720087,1	-4720087,058	-4720087,058	
	6	-5077988,2	-4570189,35	-5585786,984	-5077988,2	-5077988,2	-5077988,168	-5077988,2	-5077988,2	-5077988,168	-5077988,168	
	7	-5436867,8	-4893181,05	-5980554,621	-5436867,8	-5436867,8	-5436867,838	-5436867,8	-5436867,8	-5436867,838	-5436867,838	
	8	-5835057,6	-5251551,88	-6418563,41	-5835057,6	-5835057,6	-5835057,645	-5835057,645	-5835057,6	-5835057,645	-5835057,645	
	9	-6258852,7	-5632967,46	-6884738,003	-6258852,7	-6258852,7	-6258852,73	-6258852,7	-6258852,7	-6258852,73	-6258852,73	
	10	-6706555,8	-6035900,19	-7377211,349	-6706555,8	-6706555,8	-6706555,772	-6706555,772	-6706555,8	-6706555,772	-6706555,772	
Costos Fijos	0											
	1	-652149,73	-652149,734	-652149,7345	-586934,76	-717364,71	-652149,7345	-652149,7345	-652149,73	-652149,7345	-652149,7345	
	2	-853207,84	-853207,836	-853207,836	-767887,05	-938528,62	-853207,836	-853207,84	-853207,84	-853207,836	-853207,836	
	3	-907904,72	-907904,721	-907904,7215	-817114,25	-998695,19	-907904,7215	-907904,7215	-907904,72	-907904,7215	-907904,7215	
	4	-970989,44	-970989,443	-970989,4426	-873890,5	-1068088,4	-970989,4426	-970989,4426	-970989,44	-970989,4426	-970989,4426	
	5	-1040705,3	-1040705,25	-1040705,255	-936634,73	-1144775,8	-1040705,255	-1040705,255	-1040705,3	-1040705,255	-1040705,255	
	6	-1119998,3	-1119998,32	-1119998,318	-1007998,5	-1231998,1	-1119998,318	-1119998,3	-1119998,3	-1119998,318	-1119998,318	
	7	-1200173,4	-1200173,38	-1200173,378	-1080156	-1320190,7	-1200173,378	-1200173,378	-1200173,4	-1200173,378	-1200173,378	
	8	-1287306,2	-1287306,18	-1287306,184	-1158575,6	-1416036,8	-1287306,184	-1287306,184	-1287306,2	-1287306,184	-1287306,184	
	9	-1382361,8	-1382361,81	-1382361,813	-1244125,6	-1520598	-1382361,813	-1382361,813	-1382361,8	-1382361,813	-1382361,813	
	10	-1488129,8	-1488129,77	-1488129,765	-1339316,8	-1636942,7	-1488129,765	-1488129,765	-1488129,8	-1488129,765	-1488129,765	
Tipo de Cambio AR\$/US\$	0	3,84	3,84	3,84	3,84	3,84	4,22	3,46	3,84	3,84	3,84	
	1	3,91	3,91	3,91	3,91	3,91	4,31	3,52	3,91	3,91	3,91	
	2	3,98	3,98	3,98	3,98	3,98	4,38	3,58	3,98	3,98	3,98	
	3	4,06	4,06	4,06	4,06	4,06	4,46	3,65	4,06	4,06	4,06	
	4	4,23	4,23	4,23	4,23	4,23	4,65	3,81	4,23	4,23	4,23	
	5	4,39	4,39	4,39	4,39	4,39	4,83	3,95	4,39	4,39	4,39	
	6	4,59	4,59	4,59	4,59	4,59	5,05	4,13	4,59	4,59	4,59	
	7	4,79	4,79	4,79	4,79	4,79	5,26	4,31	4,79	4,79	4,79	
	8	4,97	4,97	4,97	4,97	4,97	5,47	4,47	4,97	4,97	4,97	
	9	5,19	5,19	5,19	5,19	5,19	5,71	4,67	5,19	5,19	5,19	
	10	5,42	5,42	5,42	5,42	5,42	5,97	4,88	5,42	5,42	5,42	
Inflación Local	0	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	13,00%	11,70%	14,30%	13,00%	
	1	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	9,00%	11,00%	10,00%	
	2	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	7,20%	8,80%	8,00%	
	3	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	6,49%	7,94%	7,22%	
	4	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	7,22%	6,49%	7,94%	7,22%	
	5	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	6,55%	5,90%	7,21%	6,55%	
	6	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	6,37%	7,78%	7,07%	
	7	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	7,44%	6,69%	8,18%	7,44%	
	8	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,84%	6,16%	7,53%	6,84%	
	9	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	7,14%	6,43%	7,86%	7,14%	
	10	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	7,03%	6,33%	7,73%	7,03%	
Tasa de Crec las Ventas	0											
	1	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	20%	18%	
	2	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	14%	
	3	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	9%	
	4	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	7%	
	5	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	
	6	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	
	7	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	
	8	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	
	9	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	
	10	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	6%	5%	
Celdas de resultado:												
VAN		-447.969	-12.448	-883.675	-344.566	-551.379	146.532	-1.172.089	-438.718	-457.715	-447.969	-447.969
TIR		11,35%	16,07%	4,80%	12,54%	10,10%	17,64%	1,35%	11,41%	11,30%	11,35%	11,35%

Capítulo V

5.1. Facturación promedio USD por año de vida del proyecto

Facturación USD	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Perfil 1	-	-	168.630	543.751	1.047.982	1.908.216	2.517.891	2.839.577	3.058.111	3.306.429	3.574.911
Perfil 2	-	61.787	233.781	618.718	1.271.741	2.311.697	3.439.112	4.596.029	5.197.190	5.781.354	6.312.083
Perfil 3	-	60.125	287.406	609.963	1.049.380	1.675.690	2.217.608	2.601.651	2.812.905	3.180.211	3.455.299
Promedio 1,2 y 3	-	40.637	229.939	590.810	1.123.034	1.965.201	2.724.870	3.345.752	3.689.402	4.089.331	4.447.431

5.2. Metodología empleada en el artículo de Rabobank que se utilizó como base de la validación de Ratios.

En el artículo de Rabobank se usaron fuentes públicas para la recolección de datos. Para la Unión Europea se utilizó la base de datos Amadeus, lo que permitió el análisis de 170 bodegas y fueron analizados los tres principales productores europeos de vino (Francia, España e Italia). Para los países del nuevo mundo se utilizaron datos disponibles en Rabobank. Argentina y Sudáfrica fueron excluidos del análisis por falta de datos. El tamaño del banco de datos fuera la UE era relativamente chico y principalmente representa empresas medianas. Las empresas más grandes de EEUU y de Australia fueron dejadas afuera por falta de datos. Debido al alto grado de concentración y la proporción significativa de la producción nacional que se debe a estas grandes compañías, los números de Australia deben ser considerados con cuidado al sacar conclusiones del desempeño nacional en su conjunto.

Respecto al tiempo, el análisis realizado en los datos de 230 empresas, provee la situación de solo un año. Para la mayoría de las empresas europeas fueron datos del 2006, y para las del nuevo mundo del 2006 y 2007²⁷. Asimismo la metodología utilizada en el artículo de Rabobank fue dividir a las bodegas en tres segmentos, estos afortunadamente coinciden con la segmentación utilizada para los perfiles de los modelos realizados en este trabajo lo cual facilita la comparación. Las bases para la segmentación fueron las siguientes:

1. Súper Premium: (lo que sería el Perfil 1 en el presente trabajo): Este grupo incluye vinos Ultra Premium e Íconos. Su oferta principal es de vinos que se venden alrededor de 36 euros la caja de 12 botellas afuera de la bodega. Esto se corresponde con 6,5 euros por botella precio consumidor en países con bajos deberes impositivos. Las bodegas de vinos Súper Premium crean lealtad del cliente a través de la alta calidad de sus productos dirigida hacia los consumidores más educados y exigentes. Para los vinos Íconos y Ultra Premium esto incluye imagen y status.

²⁷ Cabe resaltar que sólo un análisis de largo plazo puede determinar si los bajos márgenes encontrados en este análisis son resultados de circunstancias de mercados excepcionales en los años analizados o si tienen una naturaleza más estructural.

2. **Brand Builders: (lo que sería los perfiles 2 y 3 en el presente trabajo):** La oferta principal es entre 12 y 36 euros la caja de 12 botellas fuera de la bodega, o de 2,5 a 6,5 euros por botella precio consumidor en países con bajos impuestos internos. Estas empresas crean lealtad con los consumidores a través de un consistente rango de productos con marcas para consumidores que quieren comprar un vino con calidad confiable por un precio justo.
3. **Compañías de vino Básico: (lo que sería el perfil 4 del presente trabajo):** En este se trata de un vino que compite por precio a no más de 12 euros la caja de 12 fuera de la bodega, es decir a 2,5 euros la botella precio consumidor en países con bajos impuestos internos. Estas empresas crean lealtad de los consumidores vendiendo al menor precio posible un vino con una calidad decente.

5.3. Ratio de Ventas/Activos Fijos y Depreciación en % de ventas.

País	Ventas/Activos Fijos	Deprec y Amor como % de Vtas
España	1,9	7
Italia	4,9	4
Francia	6,0	3
US	2,4	6
Chile	1,5	6
Australia	1,1	3
Nueva Zelanda	0,6	7
Fuente: Amadeus, Rabobank análisis, 2008		
Modelos Tesis Arg	6,19	3,32
Fuente: Elaboración propia		

Capítulo VI

6.1. Tipo de Cambio Nominal ARS/USD vs CLS/USD. (Datos Diarios)

