



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios y Administración

Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

Valuación de Empresa Industrial Procesadora de Alimentos:

“Ice-Cream Factory”

Autor: Martín Bertoni

DNI: 34.441.890

Director: MBA Fabian Bello

Buenos Aires, 18 de abril de 2023

Resumen

El presente trabajo final de graduación, tiene por objeto realizar una valuación de una compañía sin oferta pública, de tipo industrial del segmento industria de alimentos, con foco en la producción de cremas heladas. Dado que el objetivo perseguido de la valuación es retroalimentar el proceso de toma de decisiones y planificación estratégica de la compañía e identificar los impulsores de valor del negocio, es que se aborda el proceso con métodos correspondientes al enfoque de valuación fundamental, más precisamente descuento de flujo de fondos.

Como consecuencia de la finalidad perseguida, (principalmente) y las características del negocio en superposición con las dolencias de algunos métodos de valuación dentro del enfoque fundamental (secundariamente) el método de valuación seguido se corresponde con APV. Con todo ello, se pretende no solo arribar al valor razonable de la compañía y de la empresa, sino también comprender la composición de dicho valor, es decir poder segregarlo en sus partes, para así evaluar los cursos de acción corporativos planificados, la pertinencia de las decisiones e hipótesis de la dirección y eventualmente tomar las decisiones correspondientes al respecto.

Finalmente, el mismo ejercicio practicado, no solo se configura en una herramienta de evaluación y planificación estratégica, desde otra métrica de impacto no antes empleada por la dirección, sino que brinda el primer ejercicio de valor respecto de la compañía y la empresa, de manera tal que permitiría, evaluar la realización de parte de dicho valor en favor de los accionistas y respecto de un grupo de interés crítico y relevante al actual modelo de negocios.

Palabras Clave.

Valor Razonable – Valor de la Empresa – Valor de la Compañía – APV – WACC – Costo del Capital Propio Desapalancado – Costo de la Deuda – Impulsores de Valor – Valuación y Planificación Estratégica – Industria Alimenticia – Cremas Heladas – Estrategias Competitivas.

INDICE

1.	SECCIÓN I - INTRODUCCIÓN	9
2.	SECCIÓN II - ACLARACIONES PREVIAS.....	13
3.	SECCIÓN III - METODOLOGÍA DE TRABAJO	13
	Meta-Metodología.....	13
	Metodología de Valuación.....	14
4.	SECCIÓN IV - MARCO CONCEPTUAL	15
	Subsección (1): Información Financiera Prospectiva vs Información Financiera Histórica	16
	Subsección (2): Unidad de Medida. Moneda Funcional. Términos Reales y Nominales.....	18
	Subsección (3): Metodologías de Valuación y Valor Razonable.....	22
	Valuación Intrínseca. Flujo de Fondos Descontado (FFD o DCF)	29
	Valuando una Compañía por Enfoque Indirecto: Flujo de Fondos del Negocio y APV.....	36
5.	SECCIÓN V - EMPRESA OBJETIVO: ICE-CREAM FACTORY	38
	Subsección (1): Breve Descripción de la Compañía y el Negocio	38
	Subsección (2): Estrategia Corporativa	42
	Subsección (3): Análisis Económico y Financiero	47
	Subsección (4): Análisis de la Industria	64
	Cremas Heladas y Postres Congelados.....	64
	Alimentos Congelados.....	70
	Subsección (5): Análisis del Contexto Macro	72
	Global	72
	Argentina y Sudamérica	77
6.	SECCIÓN VI - MODELO DE VALUACIÓN	92
	Subsección (1): Construcción de los Flujos de Fondo. Proyecciones.....	92
	Horizonte Explícito de la Proyección. Unidad Temporal y Nivel de Agregación.....	92
	Ingresos, Producción y Capacidad Instalada. Crecimiento	95

Costos de Operaciones.....	107
Depreciaciones y Amortizaciones de Activos Fijos.....	109
Precios de Venta y de Costos. Hipótesis de evolución y correlaciones de precio.....	110
Políticas Operativas y Ciclo de Conversión de Caja.....	114
Política de Inversión en Activos Fijos.....	116
Política de Dividendos.....	118
Política de Endeudamiento: dinamismo y volatilidad del nivel de endeudamiento.....	119
Hipótesis y Asunciones sobre Inflación y Relaciones Cambiarias.....	122
Integralidad de los supuestos para la proyección: ERDOS, ESP y EFE.....	124
Subsección (2): Tasa de Costo del Capital.....	125
Tasas de Costo de Capital Propio (<i>ke</i>), desapalancada (<i>keu</i>) y apalancada (<i>kel</i>).....	125
Tasas de Costo de la Deuda (<i>kd</i>).....	138
Subsección (3): Valor Terminal.....	141
Valor Terminal Basado en Descuento de Flujo de Fondos y Perpetuidades.....	141
Valor Terminal Basado en Valuaciones a Múltiplos.....	146
7. SECCIÓN VII - VALUACIÓN.....	148
Subsección (1): Valor Razonable de la Compañía.....	148
Subsección (2): Segregación del Valor Razonable.....	152
Subsección (3): Múltiplos Implícitos en el Valor Razonable.....	156
Subsección (4): Rangos de Valor Razonable.....	159
8. SECCIÓN VIII - CONCLUSIONES.....	163
9. SECCIÓN IX – BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS.....	165
Subsección (1): Libros y Publicaciones.....	165
Subsección (2): Referencias.....	168
10. SECCIÓN X - ANEXOS.....	170
Anexo I – Estados Financieros Históricos (Aj. por Inflación).....	170

Anexo II – Cuadros de Análisis de la Información Financiera Histórica.....	173
Anexo III – Participación de Mercado Proyectada (Síntesis).....	178
Anexo IV – Estimaciones de Nivel de Actividad de la Compañía (en términos reales/u. físicas)	179
Anexo V – Participación de Mercado Proyectada.....	181
Anexo VI – Proyecciones Financieras de la Compañía.....	182
Anexo VII – Tasas de Costo del Capital.....	186
Anexo VIII – Valor Terminal.....	188
Anexo IX – Valuación.....	190
Anexo V – Múltiplos de la Industria y de Compañías Referentes.	192



INDICE DE CUADROS, GRÁFICOS y FIGURAS ILUSTRATIVAS.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 1 - METODOLOGÍA DE VALUACIÓN	14
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 2 - MAPA DE ENFOQUES DE VALUACIÓN	28
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 3 - VALOR ESQUEMATIZADO EN "HOJA DE BALANCE"	31
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 4 - CICLO DE VIDA DE LA COMPAÑÍA Y VALUACIÓN	34
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 5 - PENETRACIÓN EN LATAM Y ARGENTINA	40
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 6 - RAF Y VOLUMEN DE ACTIVIDAD POR CANAL ESPECIALIZADO	41
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 7 – DISTRIBUCIÓN DE INGRESOS POR MERCADO	41
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 8 - ESTRATEGIA DE LA COMPAÑÍA: CERCAÑÍA AL CONSUMIDOR.....	43
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 9 - CICLO DE VIDA DEL NEGOCIO: FASE MADURA.....	44
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 10 - EVOLUCIÓN Y CAMBIO EN EL MIX DE VENTAS	45
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 11 - TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES Y CAGR	46
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 12 - ESTRATEGIA CORPORATIVA - EVOLUCIÓN Y ADAPTACIONES DEL CICLO DE VIDA DE LA EMPRESA....	47
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 13 - ANÁLISIS VERTICAL DEL ESTADO DE RESULTADOS.....	49
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 14 - MARGEN OPERATIVO (EBITDA): COMPAÑÍA VS INDUSTRIA	49
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 15 - ROCE: MARGEN Y ROTACIÓN	50
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 16 - CAPACIDAD INSTALADA: POR FACTOR RESTRICTIVO Y EN UF (KILOS)	51
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 17 - RIESGO OPERATIVO: APALANCAMIENTO OPERATIVO	53
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 18 - SUFICIENCIA DE LIQUIDEZ: EVOLUCIÓN	55
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 19 - EVOLUCIÓN DEL CICLO DE CONVERSIÓN DE EFECTIVO.....	58
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 20 – TEMPERATURAS MEDIAS EN PLAZA DE COMERCIALIZACIÓN Y ESTACIONALIDAD EN LAS VENTAS	59
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 21 - SÍNTESIS DE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA.....	63
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 22 - TAMAÑO DE MERCADO POR PRODUCTO Y POR CANAL.....	64
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 23 - TAMAÑO DEL MERCADO POR REGIÓN Y CONSUMOS PER CÁPITA.....	65
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 24 - TAMAÑOS DE MERCADOS REGIÓN LATAM	66
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 25 - TIPO DE MERCADO: FRAGMENTADO VS. CONSOLIDADO.....	69
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 26 - EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL MERCADO	70
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 27 - EXPECTATIVA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE ACUERDO A BANCO DE INVERSIÓN (TASA DE CAMBIO ANUAL)	74
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 28 - EXPECTATIVA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE ACUERDO AL BANCO MUNDIAL (TASA DE CAMBIO ANUAL)	75
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 29 - PIB PER CÁPITA Y RECESIONES (ÚLTIMOS 30 AÑOS)	78
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 30 - SUPERÁVITS FISCALES Y COMERCIALES (%PIB) - ÚLTIMOS 30 AÑOS	79
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 31 - EVOLUCIÓN DEL PIB, MAX Y MIN (ÚLTIMOS 30 AÑOS)	80
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 32 - INFLACIÓN ARGENTINA EN RELACIÓN A PAÍSES DE SUDAMÉRICA	83

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 33 - TIPO DE CAMBIO USD:ARS NOMINAL	85
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 34 - BRECHA CAMBIARIA (CCL/MULC)	86
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 35 - TIPO DE CAMBIO USD:ARS REAL.....	87
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 36 – BCRA: HOJA DE BALANCE Y RESERVAS INTERNACIONALES.....	90
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 37 - PROYECCIÓN DEL TAMAÑO DE MERCADO EN TÉRMINOS REALES (KILOS DE CREMAS HELADAS)	96
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 38 - TAMAÑO DE MERCADO ESPERADO POR REGIÓN, CANALES Y PRODUCTOS.....	97
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 39 - ESTIMACIÓN DE VENTAS EN KILOS PLAZA ARGENTINA.....	98
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 40 - ESTIMACIÓN VENTAS KILOS EN LATAM (SIN ARGENTINA) – CONTINUIDAD ESTRATEGIA ORIGINAL	101
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 41 - ESTIMACIÓN DE MERCADO LATAM (SIN ARGENTINA) - ESTRATEGIA CANALES DE COLOCACIÓN MASIVOS -	103
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 42 - USO DE CAPACIDAD INSTALADA EN FUNCIÓN PROYECCIÓN DE VENTAS	106
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 43 - MAPEO DE COSTOS DE OPERACIONES POR CONCEPTO Y VARIABILIDAD	108
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 44 - PLAN DE INVERSIONES INCREMENTAL NUEVA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO	118
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 45 - HIPÓTESIS DE INFLACIÓN Y RELACIONES DE CAMBIO. ARS Y USD	124
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 46 - TASAS SPOT DE LOS BONOS DEL TESORO AMERICANO	128
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 47 - SÍNTESIS DE TASAS DE RETORNOS HISTÓRICOS	129
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 48 - β_u Y β_l DE INDUSTRIA Y COMPARABLES	131
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 49 - SÍNTESIS BETAS DESAPALANCADOS AJUSTADOS POR CAJA	133
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 50 - TASAS DE COSTO DEL CAPITAL PROPIO Y DE LA DEUDA (ARS Y USD)	140
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 51 - VALOR TERMINAL A (EN BASE A FLUJOS DESCONTADOS).....	145
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 52 - VALOR TERMINAL B (EN BASE A MÚLTIPLOS).....	147
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 53 - VT E INCIDENCIA EN EL VALOR RAZONABLE DE LA COMPAÑÍA.....	149
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 54 - VALOR EMPRESA Y COMPAÑÍA (EXPRESADO POR ACCIÓN).....	151
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 55 – SEGREGACIÓN VALOR RAZONABLE DE LA COMPAÑÍA (1): APORTADO POR EL NEGOCIO, APORTADO POR LA DEUDA (FLUJO Y STOCK) Y EFECTIVO.....	152
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 56 - VALOR RAZONABLE DE LA EMPRESA (U) APORTE ESTRATEGIA (1) Y (2) COMBINADAS.....	153
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 57 - GRAFICO EN CASCADA DE COMPOSICIÓN DEL VALOR DE LA COMPAÑÍA	156
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 58 - MÚLTIPLOS EN FUNCIÓN DEL EJERCICIO DE VALUACIÓN Y MÚLTIPLOS DE COMPARABLES.....	157
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 59 - MÚLTIPLOS DENTRO DE UN CONTEXTO "DE NORMALIDAD" Y COMPARABLES.....	159
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 60 - RANGOS DE VALOR RAZONABLE (1): CRECIMIENTO Y VT	159
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 61 - RANGOS DE VALOR RAZONABLE (2): CRECIMIENTO Y TASA DE DESCUENTO (K _U)	160
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 62 - RANGOS DE VALOR RAZONABLE (3)	162



Universidad de
San Andrés

1. SECCIÓN I - INTRODUCCIÓN

Las organizaciones, cualquiera sea su espíritu, origen o fundamento, buscan crear valor en favor de sus grupos de interés. Cada organización dependiendo de su naturaleza ponderará de una u otra forma, cual es el concepto de valor que le resulta relevante a quienes considere como su grupo de interés crítico. Ahora bien, si pensamos en Valor relativo a una compañía¹, el grupo de interés crítico (*stakeholders*) resultarán los proveedores de recursos monetarios, sean estos bajo la forma de inversionistas propietarios o inversionistas acreedores. A la luz de estas consideraciones podemos circunscribir al concepto de valor de una compañía, en “la capacidad actual de crecer y obtener rendimientos sobre el capital invertido que excedan los costos” (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, pág. 3).

¿Por qué entonces resulta relevante comprender el concepto de valor de la compañía? Fundamentalmente porque coadyuva al proceso de toma de decisiones de este grupo de interés: inversionistas (sean bajo la forma de acreedores o bien asumiendo la propiedad del negocio – accionista -). Pero si nos enfocamos en los inversionistas propietarios², resulta aún más crítico dado que de base asumen más riesgos que quienes invierten bajo la figura de acreedores, que por definición tienen un horizonte temporal conocido de amortización mientras que los primeros no. Ante este enfoque, podemos observar que la creación de valor de una empresa no se puede circunscribir a la maximización de beneficios presentes, a la generación de resultados actuales o siquiera a la capacidad demostrada en el pasado de convertir dichos resultados en efectivo, sino que debe enfocarse de manera prospectiva, en cómo la compañía a partir de distintos impulsores (*drivers*) crea valor y podrá seguir creándolo tanto para los inversionistas actuales como los potenciales.

Los informes financieros de propósito general (denominados Estados Financieros) contribuyen a la identificación de esta capacidad de crear valor que tiene una compañía. Sin embargo estos, por sí mismos, resultan insuficientes para denotar cual es el valor de la compañía. Su excesivo énfasis en la performance histórica del ente por sobre las perspectivas futuras, que en definitiva son sobre las

¹ A los efectos del presente trabajo nos referiremos empresa, entendiendo a la misma como un negocio cuyo objetivo es obtener beneficios en favor de sus inversores provenientes de la actividad económica que desarrolla. Esta conceptualización es consistente con la conceptualización realizada por Damodaran: “*firm refer to any business, large or small, manufacturing or service, private or public*” (Damodaran, Applied Corporate Finance, 2015). Cuando se refiera a compañía la mención hará alusión al “valor de las participaciones sobre el patrimonio neto” (Equity)

² Comúnmente son denominados como “accionistas” (*stockholder*). Sin embargo, dicha definición asume que los negocios son realizados bajo un vehículo jurídico denominado S.A o su equivalente en otras jurisdicciones. Resulta más pertinente (por la amplitud de su alcance) referirse a “propietario” (*shareholder*) como a aquel inversor que posee títulos de participación sobre el patrimonio del ente, prescindiendo así de la figura jurídica que se esté empleando para encausar el negocio objeto de análisis.

cuales se cimienta el valor presente de la empresa en marcha, imposibilita captar dicho concepto. Es por ello que resulta relevante, al abordar decisiones de (1) invertir en una compañía (comprar), (2) mantenerse en la actual posición o (3) salirse de la misma (vender), poder complementar la performance histórica de un ente con las expectativas futuras basadas en sus impulsores de valor, de manera tal que en base a un ejercicio de valoración, la decisión de inversión resulte mejor fundada.

Considerando todo lo anteriormente expuesto, cabe ahora exponer el alcance del presente trabajo. El trabajo final de graduación se circunscribe a: “Valuar una empresa industrial, de capital cerrado, a través del empleo del enfoque de valuación fundamental (DCF³).” La empresa objetivo del presente trabajo es una entidad local, de capitales cerrados y de fuerte impronta familiar. Esta empresa opera en la industria alimenticia, con foco en el segmento de las cremas heladas. De forma muy incipiente ha comenzado a comercializar (no de propia fabricación) nuevos productos en el segmento de alimentos congelados.

La empresa, cuenta con 22 años de desarrollo desde sus inicios. En este tiempo ha experimentado tasas de crecimiento en su nivel de actividad que en términos reales promedian 25% por año. Dado este ritmo de crecimiento, y las características complejas del mercado financiero argentino, la empresa debió sortear sus requerimientos de fondos acudiendo a mayoritariamente a financiamiento del sistema bancario, aportes de los accionistas y recursos autogenerados. En la actualidad, el volumen de deuda financiera que posee, tiene poca entidad, dado que representa poco menos de un año de EBITDA Normalizado, siendo en su totalidad contraído con entidades financieras, haciendo abuso de herramientas sumamente cortoplacistas, más costosas y riesgosas para la entidad. Esto es consecuencia directa del crecimiento explosivo y sostenido durante sus primeros años de vida, de una falta de percepción e identificación del valor creado por la compañía, de los riesgos asumidos ante estas decisiones de financiación tomadas sin evidenciar la totalidad de alternativas potenciales y de la correspondiente pérdida de valor que las mismas podrían haberlo ocasionado. A este panorama, se le adiciona que en la actualidad la empresa enfrenta diversas alternativas de inversión y un escenario de ralentización en su proceso expansivo que la lleva a evaluar estrategias que permitan revitalizar su ciclo de vida.

Ante esta realidad, es que considero relevante, avanzar con un primer enfoque que permita identificar cual es el valor razonable que la entidad posee como empresa en marcha y cuál es el valor

³ DCF refiere por sus siglas a “*discounted cash flow*” y el mismo es generalmente aceptado en la doctrina financiera para referir a la metodología de valuación asociada como valuación basada en fundamentos o también definida como intrínseca a la compañía.

que la misma posee para el accionista, incorporando en este análisis, no solo el peso relativo de su apalancamiento financiero preexistente sino también el efecto incremental que distintas decisiones de inversión actualmente evaluadas por el órgano de gobierno de la entidad podrían generar a la misma.

Es importante, delimitar a este nivel, cuáles son los objetivos perseguidos en este ejercicio de valoración, ya que de acuerdo a Pablo Fernández, este proceso resulta útil para muy distintos propósitos. Entre los **distintos propósitos** que motivan este ejercicio, el mencionado autor destaca:

“ ...

1. **Operaciones de Compraventa.** Al comprador, su valoración le ayuda a fijar el precio máximo a pagar. Al vendedor, su valoración le permite fijar el precio mínimo por el que sería razonable vender. Otras valoraciones son útiles para estimar cuanto pueden estar dispuestos a ofrecer distintos compradores.
2. **Valoraciones de empresas cotizadas en bolsas.** Para comprar el valor obtenido con la cotización de la acción en el mercado y decidir vender, comprar o mantener las acciones. Para decidir en qué valores concentrar la cartera.
3. **Salidas a bolsa.** Para justificar el precio al que se ofrecen las acciones al público.
4. **Herencias y Testamentos.** Para comparar el valor de las acciones con el de los otros bienes
5. **Sistemas de remuneración basados en creación de valor.** Para cuantificar la creación de valor atribuible a los directivos.
6. **Identificación de los impulsores de valor (*value drivers*).** Para identificar y jerarquizar los principales value drivers. Para identificar las fuentes de creación y destrucción de valor.
7. **Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa.** Paso previo a la decisión de seguir en el negocio, vender, fusionarse, crecer o comprar otras empresas.
8. **Planificación estratégica.** Para decidir qué productos/líneas de negocio/países/clientes... mantener, potenciar o abandonar. Para medir la creación y destrucción de valor de las posibles políticas y estrategias.
9. **Procesos de arbitraje y pleitos.** La valoración es un requisito a presentar por las partes en disputas sobre precios. La valoración mejor sustentada y más sensata suele ser la más

‘próxima a la decisión del juez o de la corte de arbitraje. ...’ (Fernandez, 201 Errores en Valoración de Empresas, 2008, pág. 175)

Siguiendo las razones enunciadas por Fernández, podemos precisar cuáles son los motivos del ejercicio de valoración de la compañía. El principal motivo de la valuación a realizar en este trabajo, es obtener una primera aproximación al valor de la compañía, dado que corporativamente se está evaluando la posibilidad de incorporar como socios (inversores potenciales) a sus franquiciados (razón 1). Esta acción, es una forma cerrada de “de obtener financiamiento para fomentar el crecimiento del negocio” invitando a los franquiciados de excelencia de la cadena, invertir bajo otra figura y otro conjunto de riesgos en un negocio que en esencia ya conocen. En simultaneo, este ejercicio de valuación resulta oportuno, si asumimos que la misma tiene potencialidad de abrir su capital (oferta pública inicial) en el futuro (razón 3) y/o obtener financiamiento con instrumentos de deuda emitidos en el mercado de capitales. En segundo nivel el proceso permitirá identificar los impulsores de valor, como así también considerar potenciales estrategias de financiamiento e inversión a la luz de como contribuyen a la creación de valor en favor de los actuales accionistas (razones 6-7-8, de las enunciadas por Fernández).

En síntesis, la pretensión respecto del desarrollo de este trabajo es poder brindarles a los accionistas de la entidad tres elementos como consecuencia de este ejercicio:

1. Un primer ejercicio de valuación de la entidad que permita identificar el valor razonable de la compañía a la fecha del análisis. De esta forma obtendrían un nuevo elemento de juicio para definir rangos mínimos y máximos a los que podrían considerar realizar (convertir en dinero) el valor creado por su compañía e incorporar nuevos accionistas en un círculo cerrado que a la fecha es de suficiente entidad como para ser considerado (red de franquicias). A su vez esto los pondría un paso más cerca de explorar nuevas alternativas de financiamiento hasta la fecha no empleadas (a través de la emisión de títulos de deuda o de títulos de patrimonio al mercado).
2. Una herramienta de monitoreo y evaluación con frecuencia anual, del valor creado por las decisiones tomadas y las perspectivas a futuro de la entidad. Integrando de esta manera la planificación estratégica, los impulsores de valor y el valor creado por la compañía.
3. Una herramienta que permita a la entidad evaluar de forma sistemática y homogénea las nuevas decisiones de inversión y/o de financiación que en el futuro fueran a tomarse.

Cuantificar el impacto de las decisiones estratégicas a tomar en vistas a su contribución (o no) en la capacidad actual de crear valor.

2. SECCIÓN II - ACLARACIONES PREVIAS

Es menester previo al avance y desarrollo del trabajo, aclarar que, al ser el mismo de alcance académico, por razones de confidencialidad y preservación de los datos de la entidad objeto del presente, no serán revelados los nombres correspondientes a la sociedad, ni los verdaderos nombres de quienes ofician como grupos de interés de esta última (cualesquiera sean). Así también por las mismas razones cabe recordar que la entidad objeto del presente trabajo de valuación es una entidad de capitales cerrados, que a la fecha no hace oferta pública de ningún tipo de título (ni de deuda ni de patrimonio), no viéndose obligada a presentar Información Financiera de carácter público. Ante esta realidad, se hará uso de la facultad conferida por la Universidad, para diferir la publicación de este trabajo por el período de 3 años desde presentado el mismo.

Con todo esto, resulta dificultoso que cualquier lector pueda concluir linealmente de que empresa se trata al no poder inferir ni relacionar en función a las denominaciones propias enunciadas y la atemporalidad de los importes monetarios consignados con ninguna otra información de publicación (o no) disponible respecto de la misma.

Para identificar a la empresa, se referirá a ella con la denominación ficticia de “Ice-Cream Factory”.

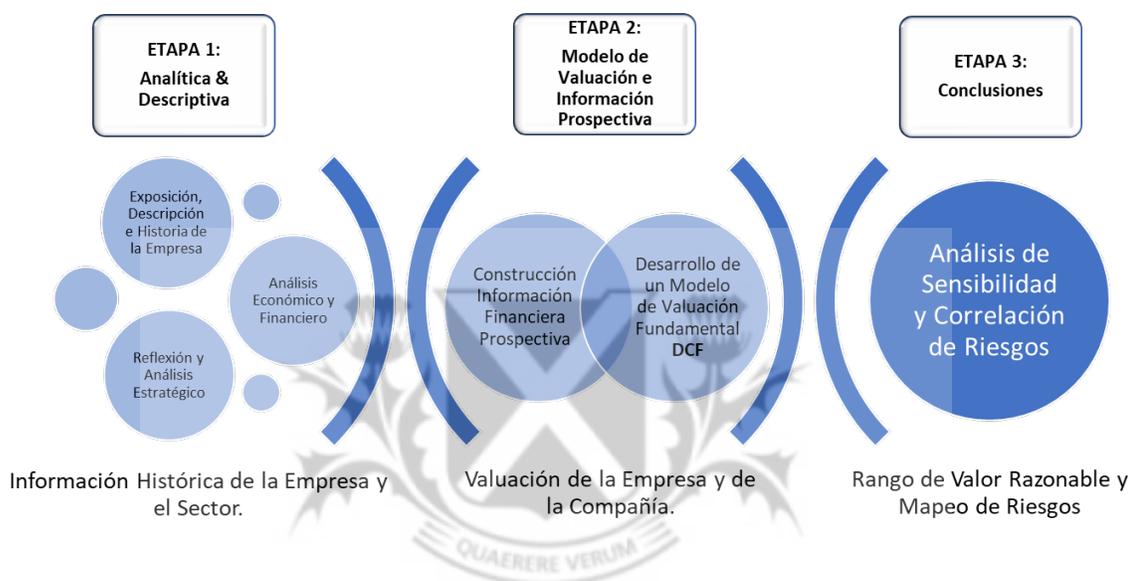
3. SECCIÓN III - METODOLOGÍA DE TRABAJO

El presente trabajo, posee dos niveles metodológicos. El primero, al cual daremos a llamar “meta-metodología”, refiere a la forma en la que se estructurará el trabajo (metodología del trabajo final) mientras que el segundo, versa específicamente sobre las cuestiones relativas al ejercicio de valuación y a la dinámica de su abordaje. Entonces, podemos exponer que la secuencia de elaboración será la siguiente:

Meta-Metodología. Dado que el principal objetivo del presente trabajo de naturaleza académica, se consideró oportuno y relevante que el mismo desarrollara un breve marco conceptual relativo a los distintos elementos que luego serían empleados en el ejercicio de valuación a practicar. Además, es a través de esta interrelación entre conceptos y su aplicación concreta, que se dota de mayor consistencia a cada uno de los argumentos técnicos esgrimidos para sostener el ejercicio de valoración realizado.

Metodología de Valuación. Siguiendo con sugerencias metodológicas y errores de trabajo a evitar propuestos por el profesor Pablo Fernández en su libro “201 Errores en la Valoración de Empresas” el ejercicio de valuación se realizará de acuerdo a la siguiente secuencia⁴:

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 1 - METODOLOGÍA DE VALUACIÓN



1. ETAPA: Análisis histórico y estratégico de la empresa y el sector:

- Análisis Económico-Financiero:** Evolución de estado de situación patrimonial, cuadro de resultados y flujos de efectivo (operativos, de inversión y financiación). Análisis de la salud financiera y ponderación del riesgo del negocio.
- Análisis Estratégico y Competitivo:** Evolución del sector y de la posición competitiva de la empresa. Análisis de las personas: directivos y empleados. Posición competitiva de los principales competidores. Identificación de la cadena de valor. Identificación de los inductores de valor (*value drivers*). Análisis de contexto micro y macro.

2. ETAPA: Modelo de Valuación, Información prospectiva y Valuación de la Compañía.

- Selección del Enfoque de Valuación a Emplear:** *Descuento de Flujo de Fondos (DCF)*. Dado que el objeto de valuación es el Patrimonio Neto (“E”⁵) – es decir la

⁴ Esquema de elaboración propia en base a propuesta de abordaje de ejercicios de valuación realizada por Pablo Fernández

⁵ La letra E, representa Patrimonio Neto por su denominación en Inglés, la cual es Equity. Simbología comúnmente aceptada en la doctrina para referir a ello.

“Compañía” - el enfoque que se empleará tendrá un *approach* indirecto y se corresponderá con el APV (Adjusted Present Value).

- b. Determinación del horizonte temporal de análisis prospectivo (HTA) explícito.**
 - c. Construcción de Información Financiera Prospectiva:**
 - i. Estimaciones, Hipótesis y Asunciones sobre las principales variables que definen Escenario Base de la compañía. Previsiones sobre la evolución del sector y de la posición competitiva de la empresa y sus competidores.
 - ii. Proyecciones de Estados de Resultado, Estados de Situación Patrimonial y Estados de Flujo de Efectivo dados los escenarios previstos (apartado i)
 - iii. Análisis de consistencia entre las métricas proyectadas y la performance histórica de la compañía.
 - iv. Determinación del Valor Residual de la empresa al final del HTA Explícito.
 - d. Determinación de la tasa de descuento (*apalancada y desapalancada*).**
 - e. Obtención del Valor de la Empresa (Enterprise Value) y el Valor de la Compañía (Equity Value).** Determinación de los componentes de valor de la Empresa y de la Compañía.
- 3. ETAPA: Análisis de sensibilidad, Riesgos y Benchmarking. Conclusiones.**
- a. Benchmarking.** El valor obtenido en la Etapa 2 debe ser testeado contra valores de empresas comparables. Para ello se empleará el enfoque de valuación a relativos.
 - b. Identificación de la Creación de Valor Prevista.** Segregación del valor de la compañía por tipo de decisiones.
 - c. Análisis de Sensibilidad y mapeo de Riesgos a los que se expone la compañía.**
Conclusiones relativas a los objetivos planteados en el trabajo.

4. SECCIÓN IV - MARCO CONCEPTUAL

En esta sección del trabajo, se abordarán algunos conceptos que serán empleados a lo largo del ejercicio de valuación que se desarrollará. En forma de síntesis, los grandes ejes temáticos que se conceptualizarán a los efectos de argumentar decisiones y criterios empleados en la valuación, son los siguientes:

- a. **Información Financiera Prospectiva.** El modelo de valuación gira en torno a expectativas de performance futura de la compañía, siendo crítico comprender que implica construir información de naturaleza prospectiva.
- b. **Unidad de Medida.** La información financiera debe ser sintetizada en una unidad de medida, siendo generalmente una unidad de medida monetaria. Dado que existen muchas opiniones al respecto de cual debería ser la unidad de medida a emplear, y considerando que estas opiniones también responden a variables propias de la compañía como del contexto macroeconómico en el que opera, resulta relevante precisar cuáles son estos enfoques para justificar la decisión de unidad de medida a emplear en la proyección de información financiera a realizar.
- c. **Modelo de Valuación y *Fair Value***⁶. Es importante considerar cual será el modelo de valuación a emplear dentro del universo tan amplio de modelos y enfoques existentes. A su vez resulta oportuno precisar el concepto de Fair Value, dado que es esto lo que estaremos buscando respecto de la Compañía (*Equity Valuation*) y la Empresa (*Business/Enterprise Valuation*)

Subsección (1): Información Financiera Prospectiva vs Información Financiera Histórica

La información financiera prospectiva, refleja una información con vistas al futuro, por oposición a la información financiera histórica que expone información de hechos y sucesos del pasado.

Este tipo de información abarca aspectos tales como: definición de un modelo de representación de la realidad, construcción de previsiones respecto de los comportamientos futuros de variables controlables y no controlables por el ente, identificación de la relación funcional entre las variables identificadas, segregación de variables independientes y dependientes en el modelo construido, proyecciones del comportamiento de las variables definidas como dependientes ante cambios en las variables independientes, estudios de viabilidad, análisis de costos, análisis de puntos de equilibrio, análisis de riesgos, entre otros de los tantos aspectos que se deben identificar al construir este tipo de información.

⁶ El concepto de Fair Value podría ser traducido de distintas formas al castellano. Si tomamos como referencia la traducción oficial realizada por el International Accounting Standard Board (IASB) en la IFRS 13, su equivalente al castellano sería “Valor Razonable”.

La información financiera prospectiva presenta distintas características que le son propias y la distinguen de la información financiera histórica. Siguiendo a Kopczynski (Prospective Financial Statement Analysis, 1996), podemos sintetizar a las características de la información financiera prospectiva:

1. Por su naturaleza el elemento característico y distintivo de la información financiera prospectiva, es el **tipo de información sobre la que se sustentan estos informes**. Los mismos **se basan en supuestos sobre acontecimientos que tendrán lugar en un futuro mediano** y estimaciones de las acciones que en dicho contexto llevará a cabo una entidad.
2. Otro elemento distintivo de esta tipología de información, **es el análisis sistémico**. La información financiera prospectiva debe ser integrada y representar el sistema del cual se está refiriendo.
3. Un tercer elemento distintivo, se encuentra en la **naturaleza especulativa de la información**.
4. Un cuarto elemento característico, se corresponde con **el riesgo e incertidumbre**.
5. El quinto elemento distintivo de la información financiera prospectiva, es el **análisis del contexto**.
6. Otra característica representativa de este tipo de información, **es la ausencia de estandarización en cuanto a su estructura y contenido**.
7. Por último, la información financiera prospectiva **es básicamente mutable**. Esto implica que la misma no es unívoca ni irrefutable, como podría ser la información financiera de carácter histórico.

Dado que el presente trabajo implica una proyección de la performance económica y financiera futura de la compañía objeto de la valuación, todos los atributos de la información financiera prospectiva deben ser considerados al momento de interpretar los resultados obtenidos del proceso de la valuación. Al mismo tiempo resulta fundamental tender un “puente” entre la información financiera histórica y la información financiera prospectiva tal que en el todo resulte factible la comparación en cuanto a las premisas y expectativas futuras sobre la capacidad de generar efectivo que tiene la compañía.

Subsección (2): Unidad de Medida. Moneda Funcional. Términos Reales y Nominales.

Tal y como fuera manifestado anteriormente, el ejercicio de valuación a practicar implica la construcción de información financiera prospectiva. Dado que la información financiera debe ser expresada en una unidad de medida y dicha unidad es comúnmente monetaria⁷, resulta relevante definir: (1) ¿Qué unidad de medida emplear? Y (2) ¿si la misma debe ser empleada en términos nominales o en términos reales? La definición de la unidad de medida, implica la definición basal en la posterior determinación de la tasa de descuento, tal que debe existir correlación univoca entre ambos elementos.

Ante el primer interrogante, Damodaran sostiene que resulta crítico evitar el “la falta de correspondencia entre monedas” (“*currency mismatches*”) (Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies, 2009), haciendo alusión a que para evitar “doble” consideraciones de riesgo o “sub” consideraciones de riesgo debe haber una consistencia en la unidad monetaria empleada en todo el modelo. Ya sea por la incorrecta extrapolación y/o mezcla de unidades monetarias como así también por la conversión de unidades monetarias (“*currency switches*”) en el mismo modelo, se estaría agregando un factor de riesgo adicional al ya existente riesgo de modelo que este ejercicio implica. Ante ello resulta relevante pensar un modelo cuya unidad de medida sea la unidad de medida funcional (relevante) a la compañía.

Podemos entonces, tomar la definición de moneda funcional del IASB, que considera que la moneda a emplear para el armado de información financiera debe ser “la del entorno económico principal en el que opera la entidad” (IAS 21, 2019). Esto implica que la moneda en la que se concentren la mayor cantidad de transacciones del ente, debería ser la moneda en la que se construya el modelo (caso contrario, estaríamos adicionando nuevamente otro factor de riesgo de representación al ya existente e inevitable riesgo de modelo).

Ahora bien, ante esta situación, y considerando que la compañía objetivo es una compañía local cuya moneda funcional resulta ser el peso argentino (ARS), nuestro modelo de valuación quedaría expresado en pesos. Ante esto no podemos dejar de responder a la segunda pregunta: ¿pesos en

⁷ Monetaria como expresión relativa a unidad medida en moneda.

términos reales o en términos nominales? La bibliografía se encuentra muy dividida en relación a esta cuestión.

Por un lado, encontramos autores que sostienen lo que denominaremos “enfoque único”. Esto implica posiciones que asumen exclusivamente como válido realizar proyecciones en moneda nominal o bien realizar proyecciones en moneda expresada en términos reales. Caso de esta posición, tenemos a Aswath Damodaran. El autor sostiene que existen mercados donde la volatilidad de los mismos, la inexistencia de bonos soberanos de largo plazo⁸ y/o el deterioro de valor de la moneda local llevan a tener que emplear unidades monetarias en términos reales.

En sintonía con este enfoque único, pero en la vereda del frente, encontramos la posición de Pablo Fernández. Él demuestra que en contextos inflacionarios, existe un efecto de deterioro en el valor de una compañía como consecuencia de que una “importante parte de la performance de la compañía se la comen los impuestos” (Fernandez, Valuation Methods and Shareholder Value Creation, 2002)⁹, en virtud de lo cual resulta relevante practicar las proyecciones en términos nominales dado que en caso contrario se estaría sobreestimando el valor de la compañía.

Finalmente encontramos una posición híbrida, la que han dado a llamar como “Hybrid Approach” (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015). La problemática abordada por Koller, Goedhart y Wessels, se circunscribe al problema de valuación de empresas en contexto de inestabilidad monetaria, puntualmente en contextos de inflación. Los autores sostienen que la inflación (a tasas elevadas) causa complicaciones particulares al momento de valorizar una empresa. Para ello enfocan el problema desde tres tópicos:

1. Como la inflación (en magnitudes elevadas), conlleva a una menor creación de valor, a través de la erosión en términos reales del Free Cash Flow en la medida que las empresas no incrementan (o no pueden incrementar) los precios de venta de sus bienes y/o servicios tanto como para superar los costos operativos más elevados y el creciente costo del capital producido por este fenómeno.

⁸ O en el caso de existir bonos de largo plazo, la evidencia de que el estado soberano defaultea los bonos en su propia moneda. Cualquiera se el caso anula la posibilidad de encontrar de forma “directa” una tasa libre de riesgo (de crédito) en la moneda respaldada por dicho gobierno.

⁹ Básicamente demuestra que ese efecto se produce por una conjunción de dos factores: (1) la imposibilidad fiscal de ajustar las depreciaciones de los activos fijos por inflación (subsancable en la medida que la legislación lo permitiera) y (2) en el efecto sobre el capital de trabajo cuando las compañías tienen ciclos operativos positivos, anticipando aumentos sobre erogaciones y difiriendo el recupero de las mismas.

2. Como evaluar la performance histórica de la entidad cuando la misma ha operado en contextos de alta inflación (y la misma no ha sido debidamente captada en los EEFF¹⁰ históricos).
3. Como ante la presencia de este fenómeno corrosivo, las proyecciones de Flujos de Fondos deben practicarse en simultáneo en términos Nominales como en Términos Reales, para aislar el fenómeno inflacionario y así evitar la comisión de errores sustantivos en el modelo de valorización construido.

En esta línea, realizan un análisis descriptivo de cuáles son las distorsiones que un fenómeno inflacionario elevado¹¹, genera respecto de la información financiera expuesta por las entidades.

Concluyen que los indicadores financieros típicamente empleados para el análisis, se encuentran distorsionados y en caso de no practicar correcciones sobre dicha información previo a la construcción de estos indicadores¹², las conclusiones que sobre ellos se obtengan estarían sujetas a potenciales errores significativos. Entre las distorsiones más significativas que se podrían generar en base a esta información no ajustada, se destacan:

- a) tasas de crecimiento sobreestimada (se expone en términos nominales y por consecuencia sesgada por inflación);
- b) la rotación del capital es típicamente sobreestimada (al existir activos valuados a costo histórico, y más agravado aun cuando estos activos se corresponden con Activos Fijos que por su naturaleza permanecen más tiempo inmovilizados en el patrimonio);
- c) los márgenes operativos (EBIT/Ventas) pueden estar sobreestimados producto de depreciaciones demasiado bajas y/o la existencia de inventarios de baja rotación valuados a costo;

¹⁰ EEFF refiere a Estados Financieros, entendiéndose por tales a los informes de naturaleza financiera estandarizados emitidos por las compañías respecto de su performance económica y financiera histórica.

¹¹ Los autores consideran “elevado” a tasas de inflación superiores al 25% por año. Si tomamos el peso (ARS) y empleamos como referencia la serie del índice de precios construida por MIT en el marco del proyecto “Billion Prices Project” (*Inflación Verdadera para Argentina*) que replicaba el IPC con metodología homogénea con empalme desde 2016 hasta la fecha con IPC INDEC (por discontinuación del índice dado un testeo de consistencia en el públicamente exteriorizado por el gobierno nacional), podemos ver que la inflación promedio de Argentina para cada año desde 2003 a la fecha se ubica en el orden de 24% anual. A similares conclusiones llegamos si tomamos el Índice de Precios reconstruido y publicado mensualmente por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas, entidad que redeterminó y empalmó el índice, cubriendo la problemática habida en los periodos de “opacidad” en la información provista por el sector público.

¹² Asumiendo que la información financiera (EEFF) de la compañía target no estén ajustados por inflación. En este contexto el enfoque de estos autores resulta sumamente relevante para un entorno como el de Argentina. Dado que la inflación observada en el último veinteno fue en promedio del 24% y durante dicho período solo 2 de 20 años fue permitido el ajuste por inflación sobre la información financiera generada por las entidades, es que este enfoque tiene notable pertinencia para el caso.

- d) las ratios de endeudamiento típicos como A/D (índice de solvencia) e incluso D/E (nivel de endeudamiento) pueden estar sumamente sesgados al captar las distorsiones propias de activos no monetarios valuados a costo por lo que sus interpretaciones deben realizarse con mucho cuidado.

En función de sus argumentos, ellos sostienen que al valorizar compañías que operan en contextos inflacionarios a través del modelo DCF, hay que construir información prospectiva de naturaleza financiera tanto en términos nominales como reales. Dado que desde su concepción ambos enfoques, Real y Nominal, empleados por sí mismo poseen inconvenientes en estos contextos es que sostienen que deben emplearse ambos de forma armónica tal que dichos inconvenientes individualmente considerados sean superados. Proponen una secuencia metodología integrada por los siguientes *pasos*:

- **Paso 1:** Proyectar la Performance Operativa del Negocio en Términos Reales (empleando el poder adquisitivo de la moneda al momento en el cual se practica la valuación). Esto también admite proyecciones en unidades físicas de las variables más críticas a la operatoria del negocio.
- **Paso 2:** Construir Estados Financieros Prospectivos en Términos Nominales. En base al step 1, se convierte las proyecciones en término reales en términos nominales, a los efectos de una valuación.
- **Paso 3:** Construir Estados Financieros Prospectivos en Términos Nominales.
- **Paso 4:** Proyectar Free Cash Flow en términos Reales y Nominales.
- **Paso 5:** Estimar el DCF Value en términos Reales y nominales.

Siguiendo la metodología propuesta, el responsable de la valuación, puede testear que su modelo no incurra en sesgos producto de un incorrecto tratamiento del fenómeno inflacionario en su modelo de valuación a la vez que cada uno de los enfoques provee revelaciones relevantes que pueden ser usadas para arribar a mejores interpretaciones y más consistentes valuaciones.

Finalmente destacan los autores que, al descontar los flujos, debe haber una perfecta consistencia entre las asunciones de inflación vinculadas a la tasa de descuento y los flujos de fondos subyacentes a las proyecciones (entiéndase: tasas reales apareadas con flujos en términos reales; tasas nominales apareadas con flujos en términos nominales, y todos ellos con idénticas asunciones). Cuestión esta última también abordada por Damodaran al desarrollar su árbol de decisiones relativas a unidad de

medida y tasas a emplear para el descuento – “*Closing thoughts of the Risk Free Rate*” (Damodaran, *The Dark Side of Valuation*, 2010).

En función de todo lo ante dicho, se define como unidad de medida a emplear para la construcción del modelo prospectivo al peso argentino expresado en términos Nominales, en línea con los argumentos expuestos por Fernández. A su vez se complementará de forma recurrente con el enfoque Híbrido propuesto por Koller, Goedhart y Wessels, para mitigar algunos problemas ya evidenciados entre la información financiera y los contextos inflacionarios. En cuanto a la correspondencia con la tasa de interés de cada uno de los flujos a construir apareará tasas y flujos expresados en iguales términos y se seguirá la propuesta de “Construcción de Tasas de abajo hacia arriba” (Damodaran, *The Dark Side of Valuation*, 2010), bajo un “modelo de dos factores” (Damodaran, *Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies*, 2009) dado que la moneda funcional a emplear se corresponde con los siguientes atributos, (1) la ausencia de mercado de capitales que en dicha moneda de nominación, sea lo suficiente líquido, profundo y desarrollado como para tomar de referencia y (2) bonos emitidos en moneda local de plazos superiores a los 2 años (los bonos soberanos de mediano o largo plazo están indexados o expresados en moneda extranjera).

Subsección (3): Metodologías de Valuación y Valor Razonable.

A este nivel se justificará la metodología de valuación a emplear, Valuación Intrínseca, particularmente basada en descuentos de flujos de fondos (enfoque conocido por su acrónimo en inglés DCF). A sí mismo se hará una breve síntesis de la interrelación con distintos enfoques y metodologías de valuación, ya que a los efectos de testear la razonabilidad del ejercicio de valuación a practicar se acudirá a metodologías basadas en Relativos que nos permitan hacer benchmarking contra comparables.

Desde mediados del siglo XX a la actualidad, mucho se ha desarrollado en torno a “cuál es el valor apropiado” de las empresas. Dicha problemática, ha sido abordada desde diversas perspectivas de acuerdo a cuál es origen y las circunstancias que nos llevan a preguntarnos dicho interrogante, así como también dependiendo del enfoque con el cual se la ha planteado.

Lo primero a considerar, es que se entiende por Valor. Según el refrán popular “solo un necio confunde el valor con el precio”¹³. El *International Accounting Standard Board* (IASB), se encargó de

¹³ Fue Oscar Wilde quien en uno de sus escritos más icónicos “*The Picture of Dorian Gray*” (1890), acuñó una expresión muy similar que decía: “*Nowadays people know the price of everything and the value of nothing*”.

estandarizar este concepto con la emisión de la IFRS 13¹⁴. En dicho estándar define a este concepto como “el precio que será percibido por vender un activo o pagado por transferir un pasivo en una transacción ordenada entre participantes de mercado en la fecha de medición” (IFRS 13 - Medición del Valor Razonable, 2019).

Notemos como el estándar comienza por definir valor razonable como “precio” sin embargo habla en potencial, al manifestar que sería “el percibido por vender” (en relación a un Activo). A su vez el mismo estándar habla de valor razonable como una medida que le es propia al activo objeto de la medición, tal que debe considerar las percepciones que los agentes de mercado tendrían en cuenta al fijar el precio de dicho activo al momento de la medición (IFRS 13 - Medición del Valor Razonable, 2019).

Ante esto surge la primera digresión: ¿el valor razonable es un único valor (al activo) o es un rango de valores posible¹⁵? Ante esto, se asume la posición del Profesor Fernández que sostiene que el valor razonable es “múltiple” (rango de valor posible) en relación al enfoque de valor potencial del activo (empresa) y que el mismo obedece tanto a las características del activo como a las perspectivas relativas al interesado (comprador/vendedor). Considerando que el estándar internacional de información financiera busca incorporar una herramienta de valorización útil pero subjetiva, dotándola de “subjetividad controlada” y que el argumento de Fernández es robusto desde el momento que la hipótesis de valor depende no solo del grupo de interés y el destino que pueda este último darle al mismo (condicionado por el acceso), es que me enrolo en la posición de un “rango de valor razonable” por sobre un único valor razonable, a un momento de tiempo y respecto de un activo.

El segundo interrogante a satisfacer para abordar esta problemática, se ubicaría en relación a si la empresa cumple o no con el principio fundamental de empresa en marcha o si por el contrario la misma se encuentra sujeta a un proceso liquidatorio por voluntad del órgano de gobierno o si bien la misma se enfrenta a una liquidación forzada por un proceso falencial, entre muy diversas circunstancias que matizan el foco de este ejercicio de valoración. En definitiva, definir esta cuestión

¹⁴ IFRS refiere a “*International Financial Reporting Standard*” y se corresponde con el conjunto de estándares internacionales exigidos por más de 190 países como referencia paramétrica a emplear relativa a la emisión de Información Financiera por parte de las compañías que hacen oferta pública.

¹⁵ Pablo Fernández, sostiene en su libro 201 Errores en Valoraciones de Empresas que “una empresa posee distinto valor para diferentes compradores y vendedores”. Para este autor, el precio es una objetivación del valor, tal que implica una conciliación en relación al enfoque de valor que cada parte pueda tener respecto de la empresa objeto de la valuación.

se relaciona con las razones de porque se hace necesario conocer dicho valor (el valor de la empresa como tal), orientando así el “Enfoque de Valor” desde el cual abordar el problema.

En tercer nivel, deberíamos precisar cuál es la disponibilidad de datos referidos a: (1) la entidad como tal; (2) la entidad y su entorno; (3) el mercado y la entidad; (4) el mercado individualmente considerado. En la medida que dichos datos sean más fácil y directamente observables por el analista y los terceros, mayor grado de confiabilidad tendrá y mejorará marginalmente la calidad de la valoración realizada. De la identificación de los datos disponibles para abordar este problema, se supeditará la metodología más pertinente que nos permita avanzar en la valorización de la empresa. Las diversas metodologías disponibles obedecen a su vez a distintas corrientes de pensamiento que por sus características comunes podríamos agrupar en:

- a) Metodologías de valorización basadas en Valuación Contable¹⁶
- b) Metodologías de valorización basadas en Valuación a Relativos¹⁷
- c) Metodologías de valorización basadas en Valuación Intrínseca (Fundamental)¹⁸

Haciendo un rápido recuento, de los tres grandes Enfoques precitados, podemos apreciar que el denominado Enfoque Contable, fue quizás el primero de los enfoques y en la actualidad el tal vez el más criticado dado su excesivo énfasis en información histórica. Tal y como señala Steven Wallman (1996) en su trabajo, la contabilidad a través de sus tradicionales estados financieros históricos ha ido perdiendo valor como fuente de información capaz de permitir que los inversores decidan la colocación de recursos, tal que no refleja ni representa el valor intrínseco de la empresa sobre la cual versa. En este sentido me parece pertinente citar al mencionado autor, que exponía lo siguiente:

“Dada la importancia histórica de los informes financieros, la cuestión es que cada vez son menos útiles y, de ser así, ¿cómo los hacemos cada vez más útiles? Según lo observado por el Comité Especial de Informes Financieros del AICPA (el Comité Jenkins), hay pocas pruebas que sugieran que los usuarios están abandonando los estados financieros por completo. Pero creo que está claro que los informes financieros corren el peligro de volverse menos útiles a un ritmo acelerado. ... ” (Wallman, *The Future of Accounting and Financial Reporting Part II: The Colorized Approach*, 1996)

¹⁶ Entendiendo por Contable a la información de carácter financiero y de tipo histórica que surge del sistema contable de la entidad.

¹⁷ Aswath Damodaran, es quien define a esta corriente de pensamientos en el campo de la Valuación de empresas, como “Relative Valuation”. Para profundizar en este tema, ver “Damodaran, *The Dark Side of Valuation*, 2010”, capítulo 1 y capítulo 4.-

¹⁸ Aswath Damodaran, es quien define a esta corriente de pensamientos en el campo de la Valuación de empresas, como “Fundamental Valuation”. Para profundizar en este tema, ver “Damodaran, *The Dark Side of Valuation*, 2010”, capítulo 1 y capítulo 2.-

Más adelante, en el mismo apartado de dicho trabajo, continúa diciendo: “... los estados financieros tradicionales reflejan significativamente menos a los activos que crean riqueza ... nuevos y sofisticados instrumentos de gestión de riesgos que pueden cambiar el negocio de una empresa o el perfil de riesgo de la noche a la mañana están proliferando, poniendo en tela de juicio la puntualidad de la revelación.” (Wallman, *The Future of Accounting and Financial Reporting Part II: The Colorized Approach*, 1996)

Este enfoque, fue mutando y adquiriendo diversas improntas, entre las que se destacan la propuesta de contables europeos, donde los EEFF se ajustaban a los fines de captar las fortalezas de la firma que no se ven reflejadas directamente en estos informes, a los efectos de valorizar la empresa como tal. Es entorno a esta óptica de pensamiento que se esgrime el argumento en favor del “Goodwill” o “Valor Llave” por su expresión traducida. Este concepto agrupará, entre otros, aspectos tales como:

- a) La ubicación estratégica que repercutirá en el flujo futuro de ingresos,
- b) La adquisición de un valor mayor por un cambio externo (por ejemplo, una instalación de un centro comercial en un entorno de elevada circulación vehicular y peatonal),
- c) La calidad de la cartera de clientes,
- d) El propio peso gravitacional de la marca y el posicionamiento existente,
- e) Las alianzas estratégicas, las redes y sinergias con clientes y/o proveedores específicos, entre otros aspectos que no se perciben en la contabilidad financiera tradicional.

Como bien expresa Pereyra-Terra¹⁹ (2008) , esta mutación y avance sobre el enfoque Contable, implica un avance hacia una posición mixta, que no solo gira en torno a las cuestiones estáticas informadas por la contabilidad financiera histórica, sino que también intenta incorporar esta perspectiva dinámica que busca evidenciar los fundamentos sobre los cuales la empresa crea valor. Aquí encontramos el punto de intersección entre el Enfoque Contable y Enfoque de Valoración Fundamental.

En un segundo nivel encontramos el Enfoque de Valoración a Relativos. El mismo se cimienta en la premisa de que el mercado en su conjunto, precia correctamente los activos, es decir en los supuestos de la corriente de pensamiento económica de corte neoclásica. Los supuestos bases de

¹⁹ Para mayor profundización en cuanto a este enfoque y sus diversas opiniones, ver paper “Valoración de Empresa: Una Revisión de Métodos Actuales”, pág. 16, 2008, del profesor Pereyra-Terra

esta corriente, sostienen que los agentes son racionales en el sentido que poseen preferencias completas y transitivas, que maximizan beneficios y que disponen, captan y procesan toda la información, la que es total y perfecta. Como conclusión, llegamos a la hipótesis de mercado eficiente y al precepto basal de que todos los agentes toman decisiones basados exclusivamente en las señales que dan los precios, de manera tal que el precio de un activo es la mejor síntesis de las preferencias y valoraciones de los agentes. Bajo estas premisas, podemos asumir que existiendo precio conocido para el activo objeto de la valuación (acciones de la compañía) o en su defecto para activos similares o equivalentes (acciones de compañías comparables), podemos arribar a su valor dado que el precio ya reflejaría las expectativas de los agentes racionales sobre dicho valor. Sin embargo, lo que este enfoque brinda en practicidad y sencillez, lo pierde en la dificultad que puede resultar (1) identificar precios de mercado para el mismo activo que se pretende valorizar (ej. cuando no hace oferta pública), (2) la rigidez y evidencia empírica sobre la inobservancia de los presupuestos sobre los que se cimienta este enfoque y (3) la complejidad de identificar activos comparables.

Como se expuso anteriormente, este mismo enfoque, asume que los agentes económicos, en todo momento arbitran el mercado de forma tal que los precios formados y observados para los activos siempre se corresponden con su valor. Aquí hay dos elementos subyacentes relevantes. El primero que los agentes son racionales y que siempre pueden arbitrar el mercado (no hay límites al arbitraje), cuestión que se hace menos factible en la medida que el mercado del cual se trate sea más imperfecto, incompleto²⁰ y menos desarrollado (líquido y profundo²¹). Como segundo elemento (y a mi criterio el más sólido de este enfoque), los agentes valorizan los activos e inciden en el mercado para formar el precio tal que dicho precio, refleje su valorización. Aquí está la piedra angular y el elemento de nexo con el tercer enfoque de valoración, el cual reside en que los activos sonpreciados de acuerdo a su valoración intrínseca o fundamental, practicada por agentes racionales que intervienen en el mercado corrigiendo los desvíos de sus precios, tal que en todo momento reflejen su valor esperado. De esta manera, valorizar un activo, más precisamente una compañía, basándose en el enfoque de valuación relativa, implicaría asumir que el precio al que se negocia en el mercado dicho activo (acciones de la compañía) o activos equivalentes (acciones de compañías comparables) se corresponde con su valor fundamental. Al final del día, el enfoque de valoración a relativos,

²⁰ Un mercado se presume completo cuando en el mismo existen todos los instrumentos posibles para intervenir tal que los riesgos inherentes a la intervención puedan ser absolutamente mitigados en dicho mercado.

²¹ Un mercado es líquido cuando el mismo posee precios cotizados con altas frecuencia para todos sus activos y los mismos poseen spreads poco significativos entre las puntas vendedoras y compradoras. A su vez un mercado se configura como profundo, cuando por sí mismo ningún agente puede mover o conformar por sí solo el precio de ningún activo

descansa en que los agentes identifiquen los *fundamentos* de los activos que están preciado, y que ante errores eventuales de un agente irracional, el resto de agentes racionales lo corrige mediante arbitraje, de manera tal que dicho precio formado refleje siempre toda la información disponible y en consecuencia su “*valor razonable*”.

En un tercer y último nivel, se encuentra el Enfoque de Valoración Intrínseca o Fundamental²². La relevancia de esta corriente de pensamiento con epicentro en la doctrina financiera anglosajona y en la corriente de pensamiento económica neoclásica, sostiene que un activo o un conjunto de activos (para el caso la empresa), valen por su capacidad intrínseca de generar flujos de efectivo en favor de quien lo controla. Este enfoque, se cimienta sobre la capacidad preexistente de generar flujos de efectivo positivos en el futuro como así también “en cuan sostenibles lo son en el tiempo y cuan predecibles resultan los mismos” (Damodaran, *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*, 2012). Aquí está el punto de intersección entre el problema de valoración de empresas y la necesidad de información financiera de tipo prospectiva. La primera requiere de la segunda y esta última, le da soporte y razonabilidad a la primera. Este enfoque de valor, descansa en un ejercicio prospectivo a través del cual se captan los **impulsores de valor**, que permiten que la entidad continúe generando flujos de efectivo positivos en favor de quienes controlan la empresa. Todos los caracteres implícitos en el desarrollo de información prospectiva, asumen total relevancia al adentrarnos en este enfoque de valorización.

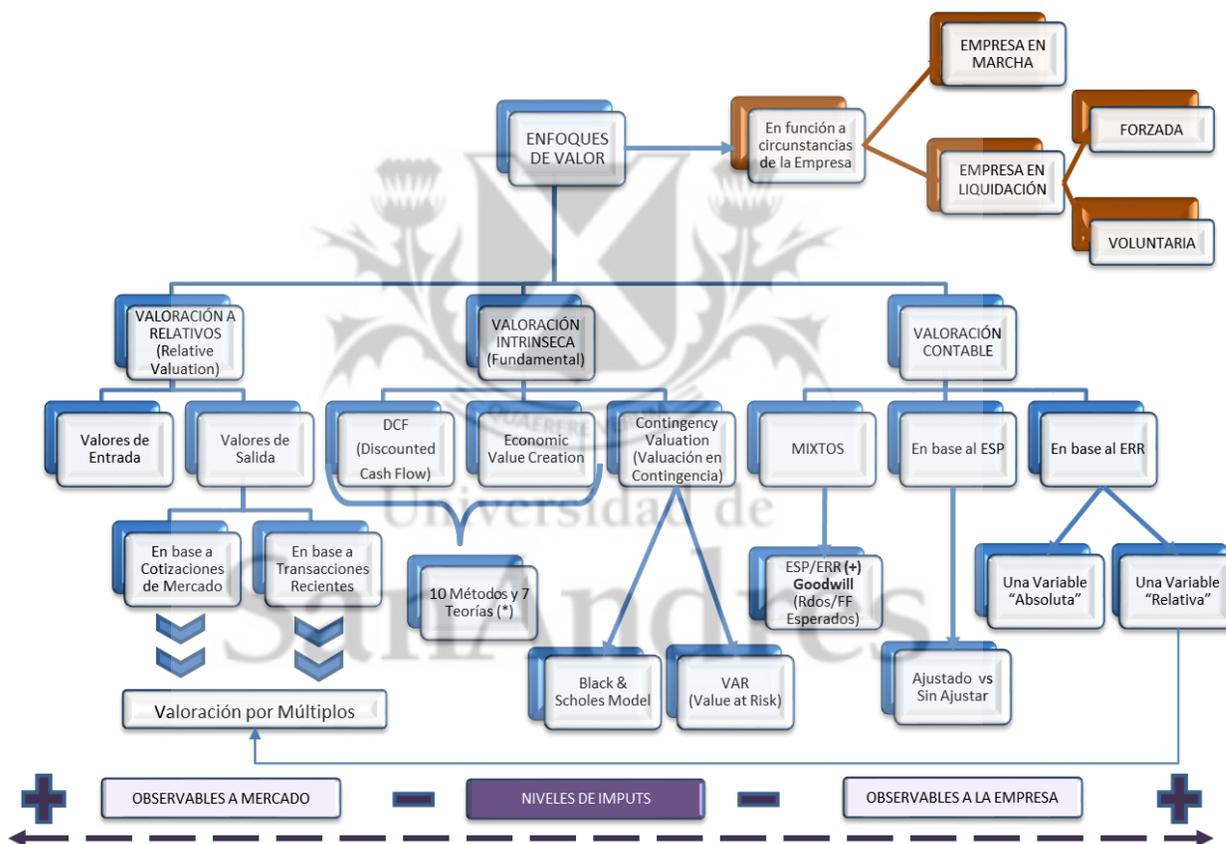
En relación a este enfoque, Fernández (Valoración de Empresas por Descuentos de Flujos: Diez Métodos y Siete Teorías, 2008), desarrolla un paper que expone la existencia de “10 métodos y 7 teorías”, en donde enuncia los siguientes métodos encuadrados en el universo de valoración intrínseca (fundamental): “... *los métodos y teorías más utilizados.... son: Flujos para las acciones descontados a la rentabilidad exigida a las acciones; free cash flow descontado al WACC; capital cash flows descontados al WACC antes de impuestos; APV (Adjusted present value); free cash flows ajustados al riesgo del negocio descontados a la rentabilidad exigida a los activos; cash flows para las acciones ajustados al riesgo del negocio descontados a la rentabilidad exigida a los activos; beneficio económico descontado a la rentabilidad exigida a las acciones; EVA descontado al WACC; free cash flows ajustados descontados a la tasa libre de riesgo, y cash flows para las acciones ajustados descontados a la tasa libre de riesgo. Los diez métodos proporcionan siempre el mismo valor. Este resultado es lógico porque todos los métodos analizan la misma realidad bajo las mismas hipótesis;*

²² Idem 7.

sólo difieren en los flujos que toman como punto de partida para la valoración” (Fernandez, Valoración de Empresas por Descuentos de Flujos: Diez Metodos y Siete Teorías, 2008)

A este amplio universo, de enfoques descripto precedentemente, se lo sintetiza en forma de esquema, agrupando las diferentes corrientes de pensamiento y sus metodologías en relación al problema de valorización de empresas. De esta forma vemos la siguiente relación ²³:

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 2 - MAPA DE ENFOQUES DE VALUACIÓN



Dado que el presente trabajo tiene por objeto practicar la valuación del negocio y de la compañía, correspondiente a una entidad que se caracteriza como “empresa en marcha”, el enfoque de valor a emplear se corresponderá con el de valuación intrínseca basada en descuentos de flujos de fondos. Mas específicamente, como se anticipará en apartados previos, el abordaje será de forma indirecta,

²³ El esquema agregado a continuación es de propia elaboración. El mismo ha sido sintetizado en base al relevamiento realizado y se corresponde con las síntesis metodológicas previamente expuestas.

valorizando primero el Negocio como tal para luego arribar al Valor de la Compañía. Esto facilitará el logro de los objetivos propuestos para el ejercicio de valuación: ser una herramienta de gestión estratégica y evaluación de planes corporativos como así también una fuente de dato útil para la negociar operaciones de incorporación de accionistas potenciales.

Finalmente, en relación a la elección de la metodología de valuación, dado que como bien enfatiza Pablo Fernández, “todos los métodos de DCF deben proporcionar el mismo valor” (2008), y considerando el dinamismo del endeudamiento y las restricciones de otros modelos DCF, es que se empleara el método APV. Los argumentos del uso de este método, radican principalmente en las características endógenas del negocio que desarrolla la compañía objetivo que hacen muy dinamico el nivel de endeudamiento²⁴. La valuación a relativos, será empleada como método de testeo para contrastar la razonabilidad de los valores obtenidos del proceso de valuación.

A continuación, se expondrán algunos conceptos adicionales en relación al DCF (en general) y al APV (en particular) para luego adentrarnos específicamente en el proceso de valoración objeto del trabajo de acuerdo a la metodología ya comentada.

Valuación Intrínseca. Flujo de Fondos Descontado (FFD o DCF)

El enfoque de valoración intrínseca (o fundamental), descansa en que todo activo, posee un valor intrínseco al cual a pesar de los múltiples esfuerzo realizados para observar dicho valor, en el mejor de los casos, solo llegaremos a aproximarlos sin tener certeza respecto del mismo. En dicho esfuerzo por aproximarlos, el método FFD (DCF) permite expresar de forma sintética el valor de un activo²⁵ como el valor presente de los flujos de fondos esperados a lo largo de toda la vida del mismo, descontados para reflejar tanto el valor tiempo del dinero como el riesgo de dichos flujos. Dicha expresión se puede sintetizar de la siguiente manera:

$$\text{Valor del Activo: } \sum_{t=1}^{t=N} \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t}$$

Donde:

²⁴ Los argumentos de esta selección son esgrimidos en la exposición y análisis de performance histórica de la compañía.

²⁵ Es clave esta definición para evitar errores de modelo. Para el caso el activo objeto de la valuación podría ser la Empresa (el Negocio) o la Compañía – los títulos de patrimonio – (Equity), siendo distintos los flujos de fondo a considerar como así también las tasas correspondientes a cada uno de ellos.

Valor del Activo: es el valor actual que evidencia un activo o conjunto de activos, a un momento de tiempo dado: (a) un $HTA \rightarrow N$; (b) un $E(CF_t)$ y (c) una r .

$HTA \rightarrow N$: Es el horizonte temporal de análisis. El mismo tiende a N , siendo N la vida estimada para el activo a través de la cual se espera el mismo produzca flujos de fondos.

$E(CF)$: el flujo de efectivo (Cash Flow) que se espera genere el activo en el período t

r : la tasa de descuento ajustada al riesgo correspondiente al flujo de efectivo (Cash Flow) del activo referido.

Ahora bien, si el activo resulta ser el Negocio (la Empresa), deberíamos no solo considerar en su conjunto los múltiples activos dispuestos a producir flujos de efectivos en la empresa sino también: (1) las inversiones potenciales que dicho negocio requiere en el futuro para mantener un funcionamiento sostenible (2) la tasa a la que dicho negocio puede crecer en el tiempo y (3) el hecho sustancial de que la vida de la empresa como tal no es cierta sino que es tan aleatoria como los mismos flujos que esta genera. Modificamos la expresión anterior por la siguiente expresión:

$$\text{Valor del Negocio: } \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t} \quad 26$$

Dado que estimar flujos de fondos “para siempre” no es factible (ni mucho menos útil), es que se simplifica el proceso estimando flujos de fondos para un período de tiempo finito (N) y en dicho período un valor terminal que capture el valor creado por Flujos de Fondos más allá de dicho horizonte. Dicho período finito es lo que se suele denominar como Horizonte Temporal de Análisis, y es sobre el cual deben realizarse todos los ejercicios prospectivos para construir información financiera prospectiva a tales efectos. En función a esto la anterior expresión puede transformarse de la siguiente manera:

²⁶ Esta expresión es la versión más genérica posible correspondiente a este enfoque de valorización. La misma aplica a cualquiera de los 10 métodos previamente mencionados alusivos a este enfoque de valorización.

$$\text{Valor del Negocio: } \sum_{t=1}^{t=N} \frac{E(CF_t)}{(1+r)^t} + \frac{\text{Valor Terminal}_N}{(1+r)^t}$$

De la última expresión, podemos evidenciar cuales son los elementos que determinan el valor de la empresa. Citando a Aswath Damodaran (2012), podemos decir que como “Determinantes de Valor” existen cuatro elementos basales que responden a las siguientes preguntas:

- “¿Cuáles son los flujos de efectivo que generarán las inversiones existentes de la empresa?”
- ¿Cuánto valor, si lo hay, se agregará en el crecimiento futuro?
- ¿Qué tan riesgosos son los flujos de efectivo esperados de las inversiones existentes y de crecimiento, y cuál es el costo de financiarlas?
- ¿Cuándo llegará la firma a un crecimiento estable, lo que nos permitirá estimar un valor terminal?? (Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2012)

Esto podemos sintetizarlo con el siguiente esquema que “encapsula” bajo la estructura de “Estado de Situación Patrimonial” como se atribuiría el “valor” del Negocio y de la Compañía:

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 3 - VALOR ESQUEMATIZADO EN "HOJA DE BALANCE"

VALOR DEL NEGOCIO		VALOR DE LA DEUDA + VALOR DE LA COMPAÑÍA	
<p><i>Flujos de Fondos Generados por los activos existentes a la fecha del análisis. Activos = Activos Fijos + Capital de Trabajo</i></p> <p>Activos Existentes</p>		<p><i>Participaciones fijas sobre los Flujos de fondo del negocio. Escaso o Nula incidencia en la administración.</i></p> <p>Vencimiento Cierto & Deducible Fiscalmente</p> <p>Valor de la Deuda</p>	
<p><i>Flujo de Fondos Generados por las inversiones en activos incrementales.</i></p> <p>Activos Incrementales</p>		<p><i>Participación residual en los flujos de fondos del negocio, luego de satisfecho los acreedores.</i></p> <p>“Sin fecha de vencimiento cierta”</p> <p>Valor de la Compañía</p>	
Flujo de Fondos	Crecimiento	Riesgo y Costo	Valor Terminal

En base a esta figura, cabe hacer énfasis respecto de que es lo que se está valorizando. Hasta aquí hemos hablado de valorización (o valuación) de empresa y de la compañía, lo cual es correcto, pero parcialmente ambiguo. Tal y como se puede apreciar del gráfico, hablamos de valores distintos y por consecuencia flujos de fondos y riesgos distintos. Es necesario segregar que el valor de la empresa, no necesariamente es el valor habido en favor del socio, o lo que daríamos a llamar su derecho residual sobre los activos una vez deducidos los pasivos: el Patrimonio Neto (*Equity*). Es relevante esta disquisición, ya que tal y como se manifestó previamente cualquiera sea la metodología seguida dentro del amplio espectro de metodologías posibles en el ámbito de este enfoque de valoración, siempre deberíamos arribar al mismo resultado. Es relevante mencionar esto ya que como bien se expusiera en páginas anteriores, existen no menos de 10 metodologías distintas para arribar al valor razonable de la empresa (en el universo de valoraciones intrínsecas), teniendo estas metodologías o bien un enfoque directo – trabajan valuando la empresa como tal – o bien un enfoque indirecto – trabajan valuando la empresa a través de la valuación de los derechos residuales de los socios (Patrimonio Neto). Cualquiera sea el enfoque, la doctrina financiera ha demostrado que deben arrojar iguales conclusiones en cuanto al valor razonable tanto de la empresa como del Patrimonio Neto. Como se anticipara en apartados previos, la selección de enfoque a seguir es directa en cuanto a la determinación del valor razonable de la empresa e indirecta respecto del valor de las participaciones en el patrimonio Neto, es decir que se valorará el negocio para luego arribar al valor de la Compañía.

Siguiendo en la línea de lo expuesto por Damodaran, Koller (2015) propone que el flujo de efectivo de la empresa puede ser abierto lo que da a llamar Impulsores de Valor (Value Drivers). Manifiesta entonces lo siguiente:

“El valor es impulsado por flujos de efectivo esperados descontados a un costo de capital. El Flujo de efectivo, a su vez, está impulsado por el rendimiento esperado del capital invertido y el crecimiento de los ingresos. Las empresas crean valor solo cuando ROIC excede su costo de capital.” (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015, pág. 33)

De esta manera, podemos sintetizar que los fundamentos de la empresa que permiten identificar su capacidad de crear valor, se cimientan en:

1. los flujos de fondos que se espera generen la misma, los que a su vez dependen de:
 - a. el retorno del capital invertido preexistente e incremental
 - b. la tasa de reinversión futura

- c. la tasa de crecimiento potencial
2. la tasa de descuento empleada que exterioriza:
 - a. los riesgos inherentes a los flujos de fondos esperados
 - b. el costo de las fuentes de financiamiento
3. cuando se estabilizará el crecimiento de la empresa tal que se pueda estimar un valor terminal para la misma, de forma razonable.

En relación a los elementos precitados, cabe algunas consideraciones en los siguientes tres puntos: **retorno del capital invertido, tasa de crecimiento y riesgos inherentes a los flujos de fondos esperados**, es necesario detenerse en ciertos puntos.

En cuanto al primero de ellos, **Retorno del Capital Invertido**, es necesario precisar que el mismo puede ser medido de múltiples formas a la vez que no necesariamente el retorno del capital invertido evidenciado en el pasado sea predictor del retorno del capital invertido en el futuro, inclusive en una misma empresa. Como bien señala el Dr. Jorge Pérez, independientemente del nombre que reciba el ratio el mismo debe “expresar cuanto se gana o se pierde por cada peso de recurso total invertido en la empresa” (Pérez, *Análisis de Estados Financieros*, 2013), En segunda instancia es necesario destacar que para poder evaluar la capacidad de generar efectivo de la entidad, resulta absolutamente necesario un correcto análisis de la performance económica y financiera habida en el presente más inmediato de la entidad. Dicho análisis, no se circunscribe exclusivamente a variables endógenas del ente sino también a variables exógenas y de contexto, tal que se pueda no solo concluir y argumentar sobre los retornos habidos del capital invertido y sus causas, sino también sobre las expectativas de que dichos retornos se mantengan o no en el tiempo y las razones para ello. Estos argumentos son consistentes con la metodología a seguir en el ejercicio de valuación, la cual en una primera etapa descansa en un análisis exhaustivo de la compañía, su performance histórica y su entorno.

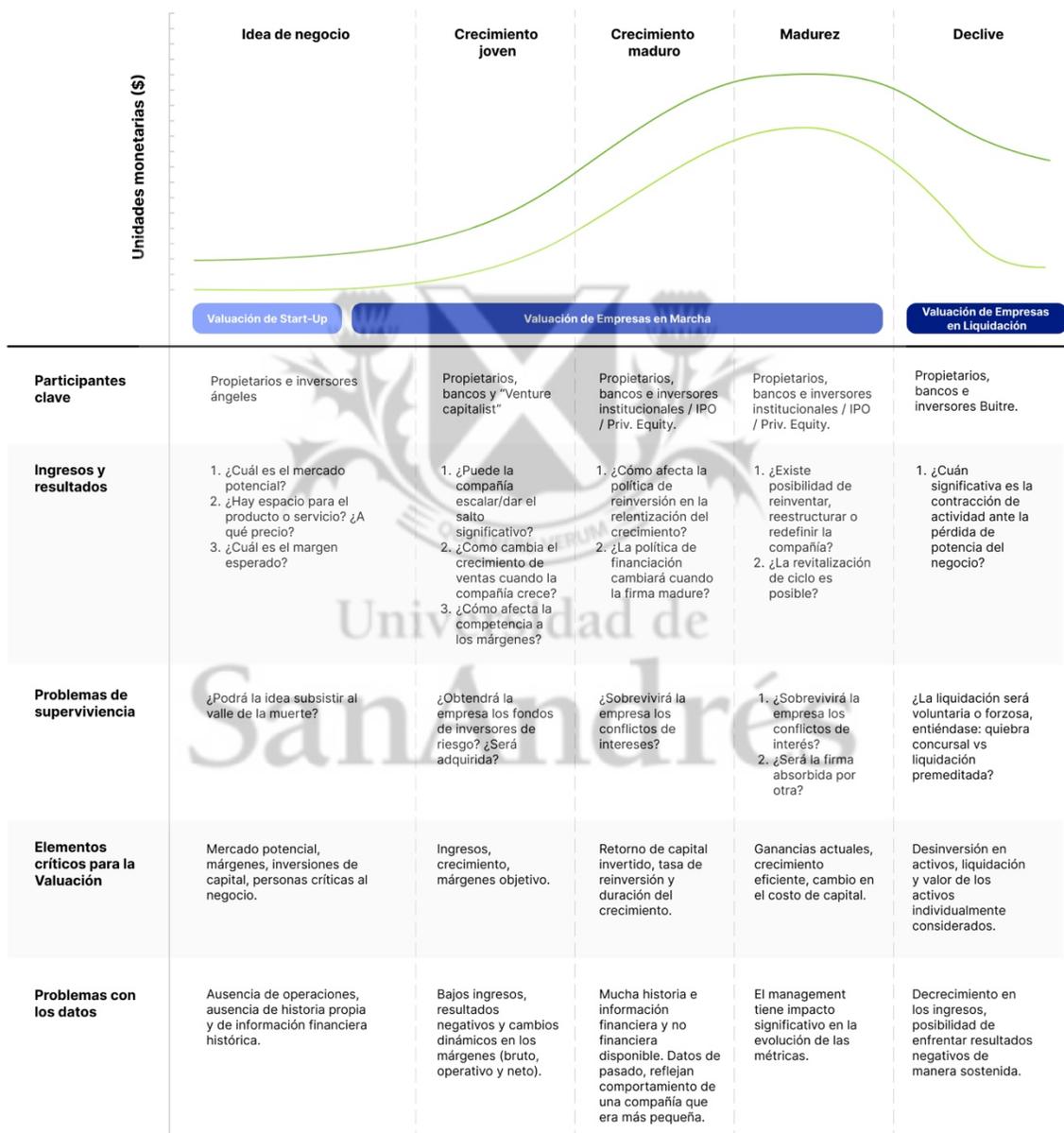
En cuanto al segundo elemento, **Tasa de Crecimiento**, resulta relevante exponer que la misma, de acuerdo con diversos autores, se corresponde (1) con la tasa de reinversión de la empresa (Koller, Goedhart, & Wessels, 2015) (2) con el ciclo de vida del producto y de la empresa - en el corto plazo – y (3) en el largo plazo con las expectativas de crecimiento de la industria y de la economía (Damodaran, 2012). Aquí resulta relevante acudir a la estructura de niveles de análisis propuesta por Jorge Pérez (*Análisis de Estados Financieros*, 2013), quien al citar a Myers²⁷, menciona como esfera

²⁷ Para mayor profundización en torno a esta hipótesis ver Brealey, Myers, & Allen, *Principles of Corporate Finance*, 2011.

relevante el análisis de tendencias, el cual permite evidenciar la evolución de las variables en el tiempo. Este análisis no se circunscribe solamente al nivel de actividad de la empresa sino también a la evolución del mercado (industria) y de la economía como un todo, tal que eso permita avizorar las

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 4 - CICLO DE VIDA DE LA COMPAÑÍA Y VALUACIÓN

Referencias: ● Ingresos ● Resultados ● Tiempo



expectativas de crecimiento y si el mismo permitiría o no acrecentar los flujos de efectivos esperados en favor de la empresa.

En cuanto a esta variable (tasa de crecimiento), resulta absolutamente relevante tener un correcto análisis de las estructuras de costos y el dimensionamiento de la capacidad instalada del negocio, dado que ambas variables son restrictivas del aprovechamiento o no del potencial crecimiento (esto es precisamente lo que se simplifica en la relación expuesta por Koller entre tasa de reinversión y crecimiento).

Por último, pero no menos importante en relación a este punto, es preciso evaluar el ciclo de vida de la empresa, de la industria y de los productos que la empresa comercializa. Aquí se considera relevante tomar el concepto desarrollado por Damodaran. El autor sostiene que existe un “Ciclo de Vida en la Valoración” - *Life Cycle of Valuation*²⁸ - (The Dark Side of Valuation, 2010), tal que los objetivos de la valuación, los inputs, la disponibilidad de datos y las restricciones, para abordar el problema de valorización, se correlacionan con el Ciclo de Vida de la Empresa. Este análisis, que el autor desarrolla muy extensamente en la obra citada, se puede observar en la Figura anterior.²⁹

Este punto es fundamental. Como se demostrará en las secciones posteriores del presente trabajo la compañía target, presenta una dualidad de: (1) unidad de negocio núcleo fase *madura* y (2) unidades de negocios marginales y/o incipientes en fases de “*crecimiento joven*”, resultando esta caracterización sustancial para comprender como una u otra unidad de negocio contribuyen a la creación de valor de la empresa. En relación a este punto el trabajo a realizar buscará no solo valorar la compañía sino segregar los componentes de dicho valor de forma tal que se pueda identificar el valor creado por los activos y los flujos que a la fecha ya tiene capacidad de generar la compañía del valor creado por los activos y flujos incrementales provenientes del crecimiento en las unidades de negocio ubicadas en los ciclos iniciales de su vida de manera que retroalimente el proceso de planificación estratégica y el management.

En cuanto al tercer y último elemento a considerar, “**Riesgos Inherentes al Flujo de Fondos**”, debemos observar dos cuestiones como mínimo. La primera de ellas obedece a que, bajo la hipótesis de creación de valor, toda inversión debe repagar las fuentes que la financian³⁰. Dicho repago, debe considerar como mínimo el costo del dinero diferido en el tiempo, y ello se corresponde con el

²⁸ La traducción literal sería “Ciclo de vida en la Valoración”. No obstante, el mismo hace alusión a cuál es el enfoque y los elementos sustanciales a considerar al momento de valorizar una empresa dependiendo de cuál es el ciclo de vida evidenciado a la misma.

²⁹ Si bien el esquema basal se corresponde con la propuesta del autor, el mismo tiene agregados de mi parte que se levantan de otras fuentes bibliográficas que apuntan a similares cuestiones desde otros enfoques.

³⁰ Entendiendo por fuentes que lo financian, a todas las fuentes de financiamiento posibles, sean bajo la forma de acreedores o inversores. Esto puede apreciarse en la Figura 1 del presente trabajo.

concepto de “tasa de descuento”³¹. En segundo lugar, los flujos esperados que la empresa (considerada en un todo como una decisión de inversión), implican una expectativa, que tal y como se ha desarrollado hasta acá, conlleva a estimaciones que por definición son contingentes, caracterizando a la variable con un riesgo adicional al incumplimiento del repago, propio de todo diferimiento de un capital en el tiempo. Un riesgo que se sintetiza en la incapacidad de generar dichos flujos esperados (en todo o parte, por defecto e incluso por exceso). Esto es lo que se intenta captar en la tasa de descuento de estos flujos. La conjunción de estos dos elementos, la volatilidad de dichos flujos (positivos, nulo e incluso negativos) hasta el hecho de que los mismos serán en un futuro mediato a la fecha de medición.

Hasta aquí los argumentos centrales en torno a este enfoque de valoración y la metodología DCF expuesta, han sido sintetizados en vistas a argumentar y definir una guía rectora del modelo y criterios de valuación que serán seguidos a lo largo del trabajo.

Valuando una Compañía por Enfoque Indirecto: Flujo de Fondos del Negocio y APV.

Ha sido definida la metodología de valuación a seguir (etapas), el método a emplear (Valuación Intrínseca basada FFD o DCF) y la unidad de medida en la que se expondrá la información financiera prospectiva (más precisamente los Flujos de Fondos) – pesos en términos Nominales con el trabajo de variables también a nivel de términos reales siguiendo parcialmente la propuesta de enfoque Híbrido de Koller, Goedhart y Wessels (Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies, 2015). Ahora solo resta por precisar porque el abordaje de la valuación por FFD se hará desde una óptica Indirecta (valuando el negocio para arribar así al valor de la compañía) y más precisamente porque se ha seleccionado APV como método de valuación.

Lo primero a destacar es que hay evidencia empírica de que las valuaciones por DCF basadas en el modelo WACC, resultan ser el modelo más comúnmente empleado³². Sin embargo, existen diversas razones por las cuales no considero pertinente el empleo de este modelo (*Cash Flow to Asset discounted by WACC*), que dado el caso objeto del presente trabajo, adquieren más relevancia (razones que se expondrán más adelante conforme se exponga la compañía).

³¹ Si bien la doctrina, se refiere a esta tasa como “tasa de descuento”, la misma desde la acepción pura del término propio de la matemática financiera, se corresponde con una “tasa de actualización” (la cual se expresa en relativo a un capital al inicio) y no a una tasa de descuento (la cual se expresa en relativo a un valor al final del período de tiempo cubierto).

³² De acuerdo a un estudio realizado con alcance Argentina y Uruguay, Pereyra Terra expone que el modelo mayormente adoptado para practicar valoraciones es el Free Cash Flow (Modelo WACC) (Valoración de Empresas: una evidencia empírica de los métodos empleados en Argentina y Uruguay, 2008).

Timothy A. Luherman en su artículo *“Using APV: A better tool for Valuing Operatings”* (1997), enfatiza en el modelo de valuación intrínseca por Descuento de Flujos de Fondos conocido como APV (*Adjusted Present Value*), destacando las virtudes del mismo y **exponiéndolo como una herramienta útil para la gestión que debería formar parte del arsenal de herramientas que emplea todo manager para la toma de decisiones empresariales**. Dado que uno de los principales objetivos de practicar esta valuación radica en desarrollar una nueva herramienta útil para evaluar la planificación estratégica y el management de la compañía, es que este enfoque tiene particular relevancia. Sin embargo, no es solo por este atributo que APV resulta ser un método más pertinente. Parte central de su argumentación en favor del modelo APV, gira en torno a las limitaciones e inconsistencias que el modelo DCF(WACC) conlleva. Respecto a este punto expone lo siguiente:

- a. La mayoría de los analistas cometen errores al realizar valuaciones por DCF basadas en el modelo WACC,
- b. Uno de los errores típicos, es considerar que el nivel de endeudamiento es constante a lo largo de todo el horizonte temporal de análisis por el cual se proyectan los flujos a descontar, lo que implica en consecuencia la siguiente cadena de errores:
 - i. Sub o sobre estimación del riesgo por apalancamiento financiero asumido (beta apalancada),
 - ii. Sub o sobre estimación, de la tasa de costo del Patrimonio Neto (E) - (tasa ke) por falta de ajuste en cada período temporal al nivel de apalancamiento financiero observado en dicho período,
- c. Generalmente se toman los niveles de endeudamiento basados en los “Valores Libro” de Deuda y Patrimonio Neto. Esto atenta contra la esencia del modelo WACC el cual descansa en niveles de endeudamiento observados respecto de valores de mercado, de Deuda como de Equity.
- d. El modelo WACC no es lo suficientemente analítico, ni segregado como para esterilizar y aislar las variables que contribuyen a la creación de valor, sean estas: causales operativas del negocio, decisiones de financiación, costo del *“estrangulamiento financiero”³³*, efectos fiscales (diferentes tipos de “escudos

³³ En la bibliografía, esto es referido como “Financial Distress”, expresión que en castellano ha sido traducida entre otras formas como “estrangulamiento financiero” (Pérez, Análisis de Estados Financieros, 2013).

fiscales³⁴”), decisiones de cobertura, costos de emisión, contribuciones de subsidiarias (en caso de existir) entre los más destacados y potenciales componentes del valor presente neto que constituyen el valor de la empresa.

Dado que la compañía objeto del presente trabajo se caracteriza por ser una empresa de actividad estacional con **fuerte concentración de operaciones en el mercado argentino (mercado con escaso desarrollo del sistema financiero) el comportamiento de la deuda a lo largo de la vida de la compañía no resulta ser estable en el tiempo (siquiera siendo estable dentro del mismo ejercicio), razón por la cual WACC no resulta un enfoque adecuado para realizar esta valuación.** Si además consideramos que la empresa no hace oferta pública y que no tenemos evidencia objetiva de un valor de mercado de los títulos de patrimonio (dado por el precio), deberíamos necesariamente iterar el modelo para determinar correctamente el nivel de apalancamiento de la compañía y poder emplear de forma metodológicamente correcta WACC. Finalmente al no ser WACC un enfoque lo suficientemente analítico, el mismo no permitiría segregar el valor creado por su principales componentes, tal que no sería útil para esterilizar el efecto del financiamiento y segregarlo del núcleo del negocio. Por todas estas razones, en adición a los objetivos perseguidos por este trabajo, es por lo que la valuación a practicar se realizará empleando DCF por el método APV.

5. SECCIÓN V - EMPRESA OBJETIVO: ICE-CREAM FACTORY

Subsección (1): Breve Descripción de la Compañía y el Negocio

La compañía fue fundada en el año 2000, con sede en ciudad de Córdoba Argentina y desde sus orígenes a la fecha ha sido controlada por la familia fundadora. La misma se desempeña en la industria alimenticia, inicialmente con exclusiva concentración en la producción de cremas heladas³⁵ y en los últimos años incorporando una nueva vertical de negocios tal como la de alimentos congelados³⁶. De esta manera apalancándose en su estructura de almacenamiento y logística basadas en cadenas de frío sostenidas, pudo incorporar un producto el cual permitía comenzar un proceso de

³⁴ Popularmente conocido en la doctrina como “tax shield”, es traducido al castellano como “escudo fiscal” y refiere a los ahorros marginales que ciertas decisiones conllevan en materia de impuesto a las ganancias.

³⁵ Por cremas heladas, referimos a “Helado” como producto alimenticio de consumo humano. El mismo de acuerdo a las denominaciones de la industria puede ser de fraccionamiento y venta a “granel” (*Bulks*) o de producción en unidades estandarizadas (impulsivos) tales como “palitos”, “bombones”, “barras”, y múltiples formatos no susceptibles de venta fraccionada sino mas bien por unidad (*Bars & Tubs*).

³⁶ Los alimentos congelados no son producidos por la compañía, sino que son producidos bajo su marca comercial por terceros y distribuidos por la misma a través de sus actuales canales de distribución.

desestacionalización a la vez que descomprimía riesgo de económico propio de una empresa que operaba cuasi como *monoproducto*.

La planta de la compañía, se encuentra ubicada en un Parque Industrial sobre acceso Sur a Córdoba Capital (Argentina), con fácil y rápido acceso hacia todas las rutas y autopistas que conectan Córdoba con el resto del país. Dentro de un terreno de más de 50.000 m², sus instalaciones ocupan 16.000 m² cubiertos. La fábrica cuenta con laboratorio de calidad propio y la automatización de procesos claves tales como concentración de leche, pasteurización, homogeneización, maduración e higiene de maquinarias con limpieza CIP³⁷. Esto permite asegurar la elaboración de un alimento inocuo y saludable. La planta productiva está desarrollada con un enfoque modular, que permite flexibilidad en la integración de las líneas productivas por etapas de procesos.

La empresa es en la actualidad la quinta cadena de fabricación y comercialización de helados a nivel mundial. Más de 250 millones de personas visitan sus locales cada año para vivir la deliciosa experiencia de disfrutar de un helado.³⁸

Los fundadores de la Compañía, son actualmente los propietarios y desempeñan roles claves en el management de la misma. Sus antecedentes se remontan a 3 generaciones y 70 años de experiencia en el rubro (con negocios vinculados a la industria y que fueran desarrollados con anterioridad a la fundación de la compañía), les permitieron crear una marca basada en una línea de productos orientada a los sectores medios y bajos de la población, hasta entonces carentes de opciones económicamente accesibles y de buena calidad. Es través de una buena interpretación de la coyuntura socioeconómica del año 2000 y en particular de la matriz social Argentina crean un sistema de franquicias, alcanzando rápidamente un excepcional desarrollo territorial. Desde allí, el crecimiento fue exponencial.

La compañía desde sus inicios operó con una estrategia de comercialización basada en la creación de una red de franquicias propia, a través de las cuales canalizaba sus productos. Esta red se convirtió en uno de sus principales impulsores de valor durante gran parte de su vida transcurrida, al permitirle una rápida y veloz penetración en el mercado bajo la premisa de proximidad al consumidor. De esta

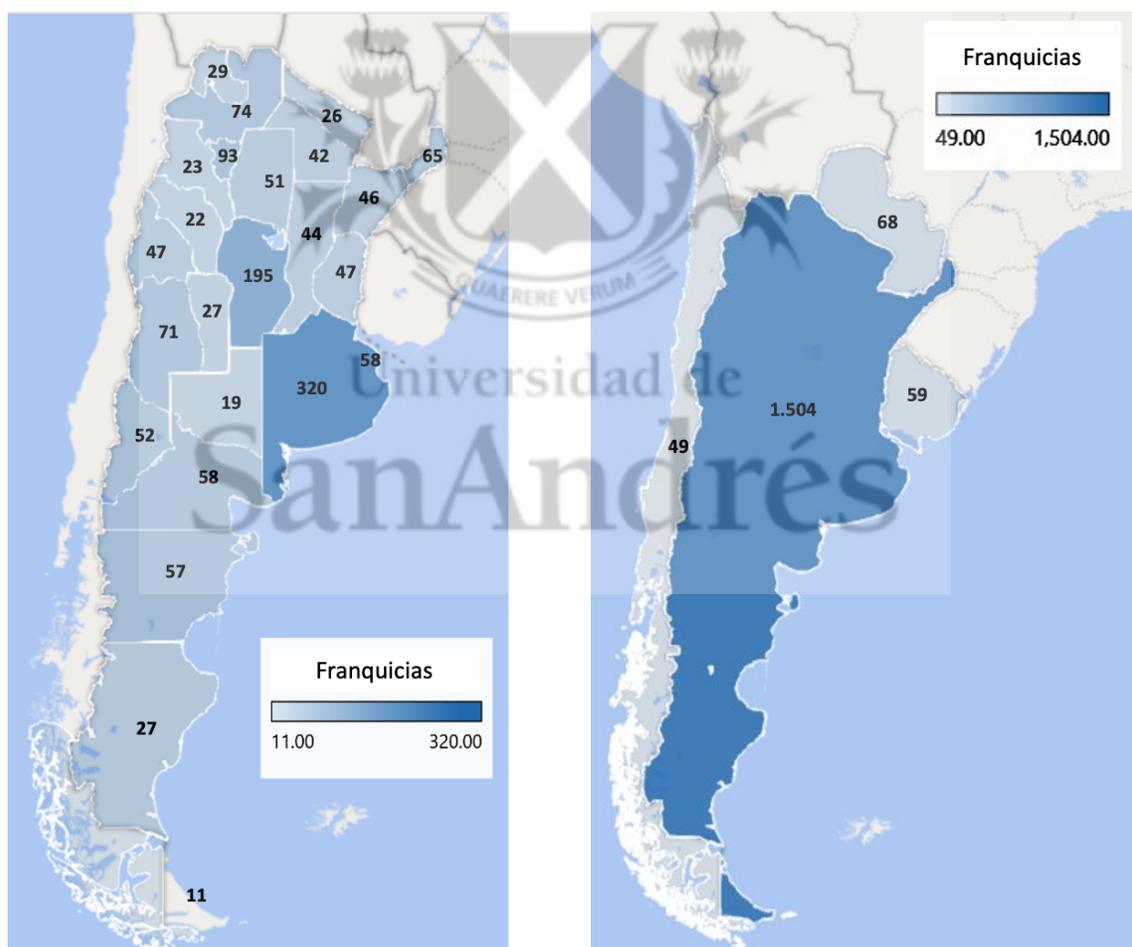
³⁷ El acrónimo CIP refiere a su expresión original en inglés "Cleaning in Place", y hace alusión a una metodología de sanitización, esterilizado e higienización de los equipos y espacios dedicados a manufactura industrial. Permite limpiar tuberías, tanques y equipos sin necesidad de un desmontaje significativo.

³⁸ La misma es a su vez miembro del *International Ice-Cream Consortium* (<http://www.internationalicecreamconsortium.com/>) el cual se conforma de 10 compañías miembro mayormente dedicadas a la industria y con operaciones alrededor de todo el mundo.

manera el modelo se apalancaba en llegar al consumidor a través de centros de venta especializados, popularmente denominados “Heladerías”.

La política corporativa de la compañía hasta mediados del 2019, fue la de distribución bajo exclusividad de canal, cuestión que implicó la ausencia de posicionamiento de la marca en los centros de distribución y venta minorista masivos tales como supermercados, hipermercados e inclusive pequeños almacenes locales. De esta manera, para 2022 la compañía logró consolidar 1.680 franquicias en operación, de las cuales 1.504 se encuentran en Argentina y las restantes se distribuyen entre Chile, Paraguay y Uruguay. Se posiciona así, como uno de los grandes referentes en el mercado de helados de Sudamérica.

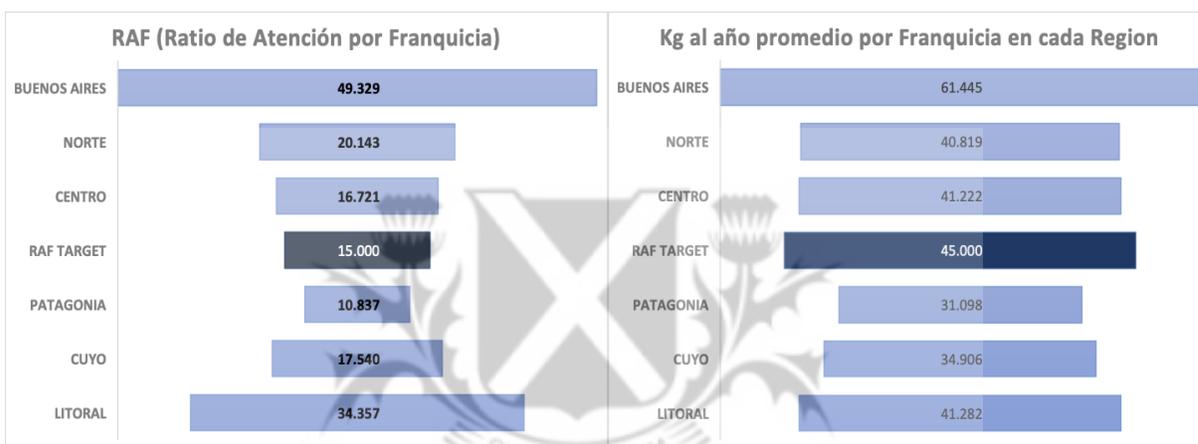
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 5 - PENETRACIÓN EN LATAM Y ARGENTINA



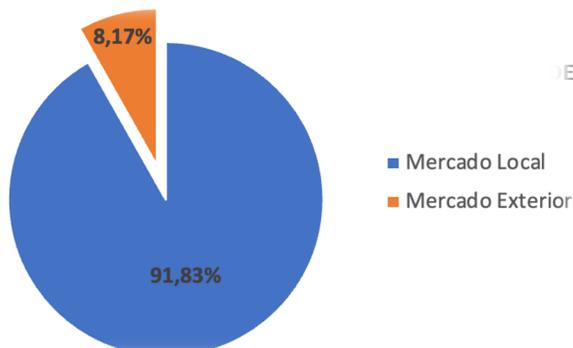
³⁹ Para medir la eficiencia de penetración en el mercado, la compañía mide la cantidad de personas que atiende por franquicia dada una región geográfica, a través del denominado Ratio de Atención por Franquicia (RAF). El RAF objetivo definido para el modelo de negocio de distribución bajo exclusividad de canal, era de 15.000 habitantes atendidos por franquicia.

El RAF actual de la compañía para Argentina es de 26.747 personas por franquicia y posee la siguiente distribución por regiones:

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 6 - RAF Y VOLUMEN DE ACTIVIDAD POR CANAL ESPECIALIZADO



Como se puede observar si bien la compañía no ha alcanzado el objetivo definido para la plaza local (Argentina), hay regiones donde sí lo ha hecho y regiones donde está muy lejos de hacerlo aún. No obstante ello, el crecimiento habido ha sido más significativo. Es clave comprender que cuanto más población debe atender una franquicia, menos penetración y proximidad logra, diluyéndose así el impulsor de ventas relativo a la “cercanía con el consumidor” que contribuye a facilitar el acceso. Como se puede observar en este punto, la región Buenos Aires y Litoral, son las que mayor potencia de expansión presentan hoy, dada la “menor penetración” en términos relativos a la población que concentran y al objetivo corporativo definido.



DE INGRESOS POR MERCADO

En relación a su inserción internacional, la compañía si bien hace desde el año 2010 que desembarco en países limítrofes, no

³⁹ Esquemas y gráficos de construcción propia en base a datos de la compañía.

logró la penetración deseada ni mucho menos la observada en Argentina. Esto producto de los hábitos de consumo no se materializaron de igual manera respecto de los mismos productos y la misma estrategia de comercialización.

En gran medida esto se atribuye a que, en el transcurso de las últimas dos décadas, la matriz socioeconómica argentina se vio marginalmente deteriorada mientras que la de sus pares limítrofes vieron significativos avances positivos. No obstante lo anterior, no fue hasta 2019-2020, que comenzó a evidenciarse una aceleración en el nivel de actividad en los mercados del exterior, precisamente en Latinoamérica, como consecuencia de la prueba de concepto, acotada y exitosa, de la nueva estrategia de crecimiento a seguir por la compañía.

Subsección (2): Estrategia Corporativa

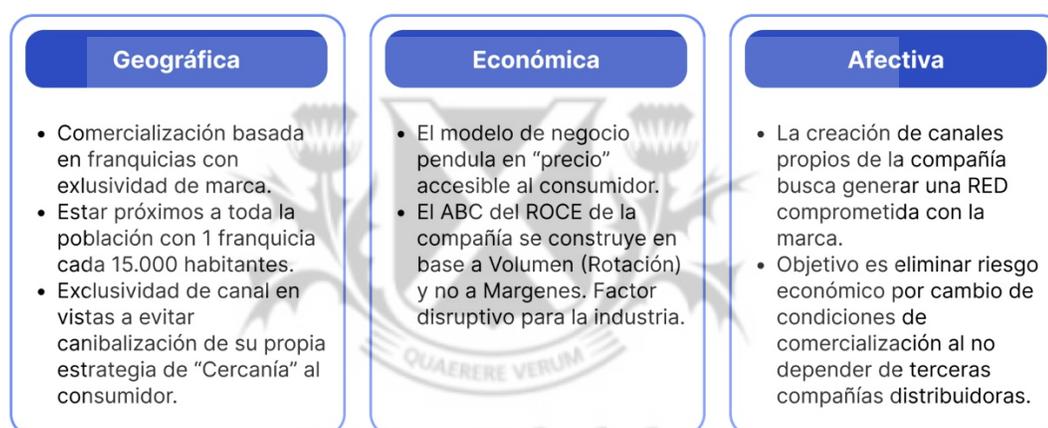
La estrategia corporativa actual se focaliza en generar cercanía al consumidor, desde el punto de vista económico, geográfico y afectivo. Para llevar adelante esta estrategia, el desarrollo comercial se plantea en base al sistema de franquicias, otorgando la posibilidad a cientos de emprendedores de acceder a la marca. En adición, el énfasis del negocio está puesto en generar rentabilidad por volumen y no por márgenes, base para establecer una política de precios accesibles a todos los consumidores y lograr una genuina cercanía.

La **Visión** de la compañía se sintetiza en ser líder en productos alimenticios saludables, con nivel de competencia mundial. Mientras que su **Misión** es crecer y desarrollarse como productores de cremas heladas de calidad y calidez, saludables y accesibles, de manera tal que los consumidores puedan vivir una experiencia placentera y familiar.

Podemos decir entonces, que la estrategia corporativa de la compañía fue desde sus orígenes la de bajo costos y bajos precios combinada con un despliegue rápido a través de canales autocontrolados (franquicias) que le dieran exposición y proximidad en las plazas objetivo con la finalidad de acelerar el volumen de ventas (inicialmente Argentina – sus primeros 10 años de historia – y posteriormente países limítrofes – desde 2010 en adelante). Esta estrategia fue exitosa desde sus inicios hasta sus primeros 15 años, donde con el “no tan exitoso” crecimiento logrado en la iniciativa internacional (las plazas limítrofes) en conjunción con “la saturación” de la plaza Local, se encontraron con un progresivo aplanamiento del nivel de actividad.

En adición, el producto vendido por la compañía se caracteriza por ser un “sustituto” perfecto de sus pares competidores, pero en este caso de menor “valor económico”, tal que la “cercanía” al consumidor se valida en estratos que, estando más castigados en la pirámide social, desean consumir este tipo de alimentos históricamente “suntuosos”, pero no están dispuestos a soportar el elevado costo que poseen. De esta manera la propuesta de valor de la compañía radica en un precio accesible al público, tal que de esa manera consumir helado deja de ser una cuestión privativa para “momentos especiales” o bien para “sectores de mayor poder adquisitivo” de la población.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 8 - ESTRATEGIA DE LA COMPAÑÍA: CERCANÍA AL CONSUMIDOR



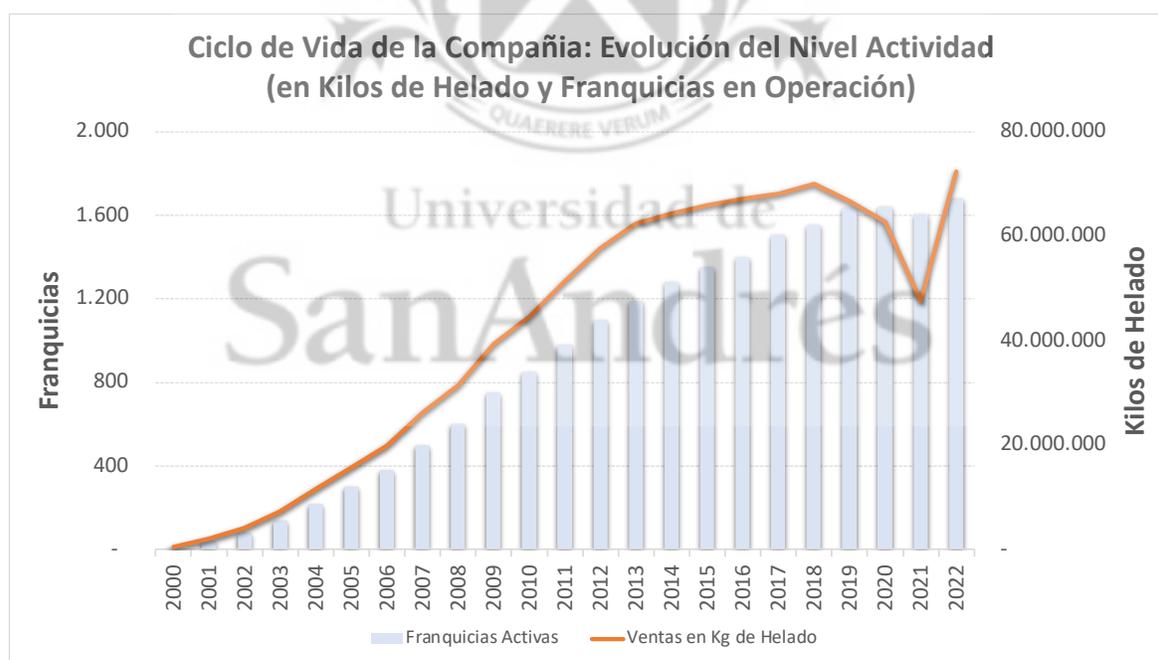
Esta estrategia corporativa sostenida hasta la fecha sin mutaciones, generó que en los años más recientes, el ciclo de vida de la compañía se viera significativamente ralentizado, entrando en una fase de “madurez” con leve tendencia a “decrecimiento”. En gran medida esto se correspondió a:

- i. la saturación de la plaza local a través de la estrategia de proximidad, en un contexto donde argentina marginalmente fue acentuando sus problemas en la matriz social y aumentando en términos relativos el mercado target (población argentina de clase media hacia las bases). Este último fenómeno de contexto, explica el “crecimiento superlativo” del último ejercicio económico (el crecimiento habido, recuperó con creces el deterioro marginal de actividad como consecuencia de la contracción observada entre 2020 y 2021)
- ii. La evidencia empírica de que el impacto logrado mediante la misma estrategia en las plazas limítrofes, no resulto similar al impacto en el mercado argentino como consecuencia de una clara mejora relativa y absoluta de la matriz socioeconómica

(desarrollo) de las plazas extranjeras donde la empresa comercializaba sus productos que marginalmente fue reduciendo el mercado potencial (efecto contrario al evidenciado en argentina).

La compañía se vio forzada a aprovechar su capacidad instalada en cuanto a logística y almacenamiento de productos que requieren cadena de frio continua e incorporó una nueva vertical de negocio que le permitió ampliar el portfolio de productos. De esta manera a través de una batería de “emprendimientos conjuntos” (*joint-ventures*) con proveedores de la empresa, inicia esta senda apalancada en “producción de terceros”, de una canasta predeterminada de productos procesados y congelados. Estos comienzan a ser comercializados a través de los canales ya desarrollados por la compañía, acopiados en los depósitos de frio de la empresa y vendidos bajo una marca de propiedad también de ésta última. Ante estas menciones, podemos sintetizar estado del ciclo de vida de la compañía a través del siguiente esquema:

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 9 - CICLO DE VIDA DEL NEGOCIO: FASE MADURA

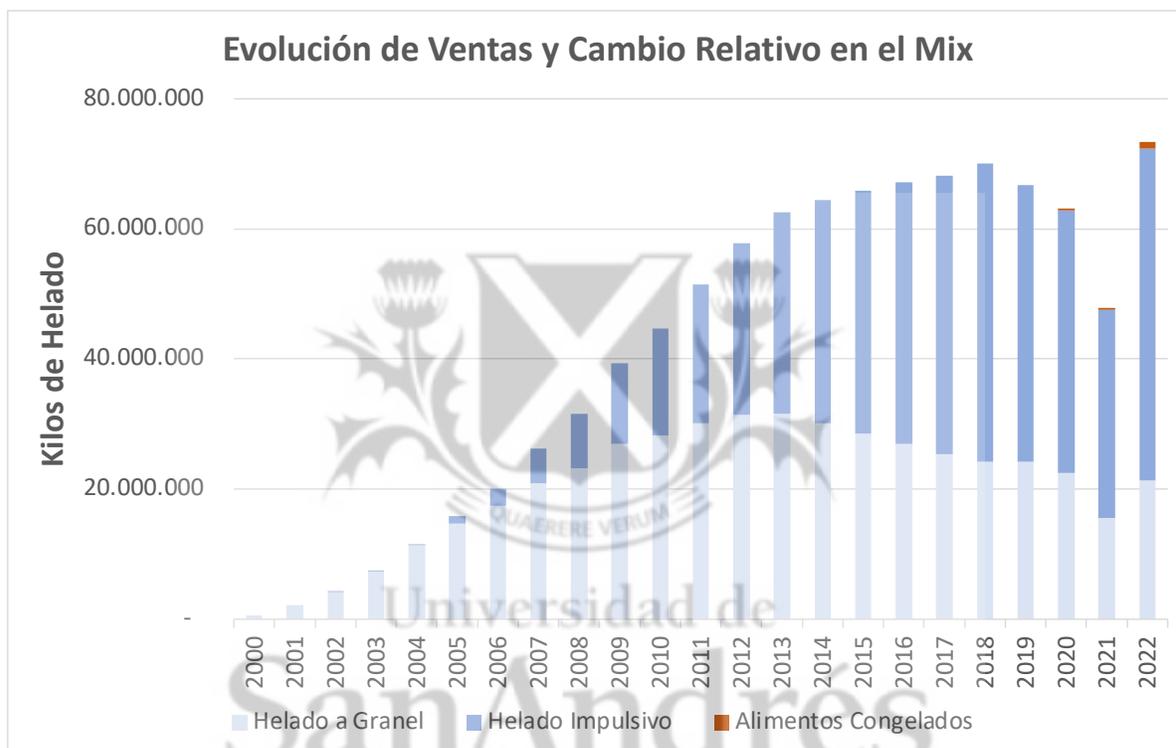


A su vez la evolución de ventas de la compañía⁴⁰, no fue homogénea, sino que se vio una progresiva disminución del peso relativo de la venta a granel respecto de la venta de productos

⁴⁰ La compañía mide su nivel de actividad tanto en bultos como en kilos vendidos. La relación Bultos a Kilos es de 5,6x, lo que implica que por cada bulto de producto tenemos 5.6kg de helado. El empleo de una u otra métrica es indistinto, dado la forma de procesar y almacenar los empaques con la que estiva la compañía. A pesar de la incorporación de productos como las alimentos congelados, no se

impulsivos. A su vez, los últimos ejercicios se comienza a evidenciar una muy pequeña e incipiente presencia en el mix de ventas de los alimentos congelados. Podemos ver cómo hay cambios de patrones en los consumos y una marcada aceptación (o mayor preferencia relativa) de los productos “helados impulsivos” respecto de tradicional helado ofrecido en formato granel (por kilo) en las tiendas de venta especializadas (franquicias).

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 10 - EVOLUCIÓN Y CAMBIO EN EL MIX DE VENTAS



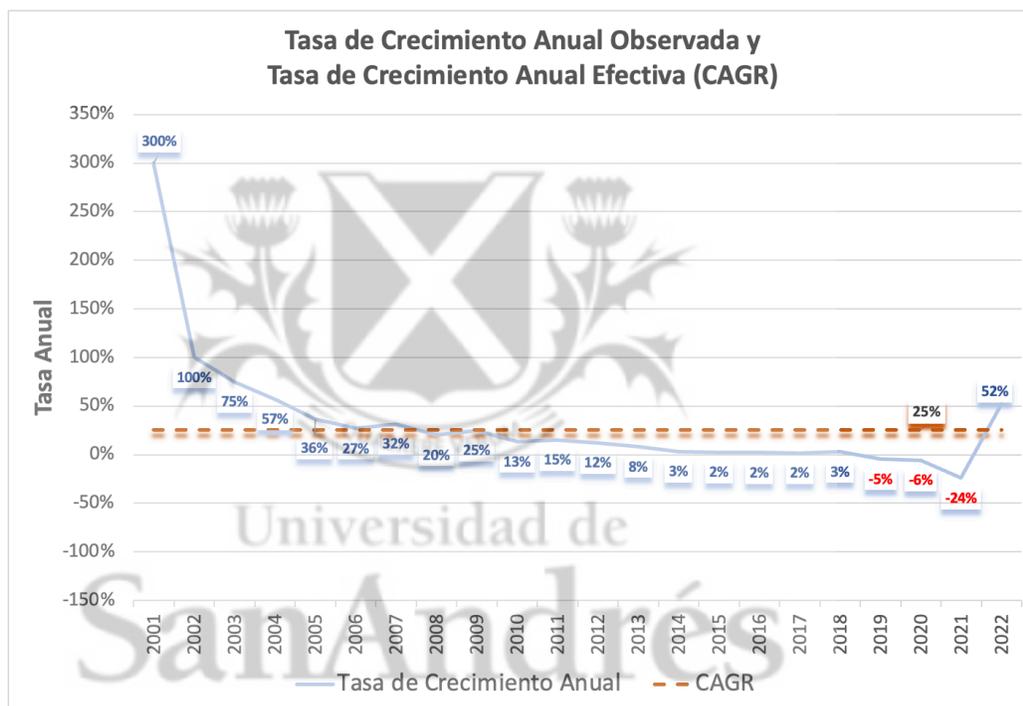
Podemos ver que la compañía desde sus inicios (*Fase 1*) superó la barrera de start-up, ingresó y transitó muchos años de crecimiento joven (*Fase 2*) con buena intensidad y aceleración, para ya en el año 2014 enfrentar su transición hacia empresa en crecimiento maduro (*Fase 3*), aplanándose la tasa a la cual crecía su nivel de actividad año a año, para enfrentar en la temporada 2020-2021 el primer evento de contracción genuino de nivel de actividad en toda su historia. Esto implicó una revisión profunda de la estrategia corporativa, dado que fue la manifestación más evidente de que el ciclo de vida de la empresa, tal y como estaba diseñada su estrategia competitiva, había llegado a su

produjo un cambio significativo entre la relación de bulto (volumen) y kilaje, siendo relativamente indistinto el empleo de la una u otra unidad métrica al evaluar el nivel de actividad del negocio en términos reales.

máxima expresión, y en consecuencia necesitaba de un rediseño. En respuesta a ello se comenzó a trabajar desde ese mismo año, con un enfoque ligeramente distinto en vistas a:

- i. **Revitalizar el ciclo de vida de la compañía**, tal que la misma vuelva a tener la potencia de crecimiento que demostró en sus primeros años donde evidenció tasas anuales de crecimiento efectivas significativamente superiores a la industria y del orden del 25% anual en términos reales.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 11 - TASAS DE CRECIMIENTO ANUALES Y CAGR



- ii. **Desarrollar nuevos mercados**, aumentando la participación relativa de las ventas en plazas foráneas aprovechando el actual reconocimiento como una de las plantas de cremas heladas más grandes de Sudamérica. El **foco, está en los países de Sudamérica con menor amplitud térmica y con “verano todo el año”**,
- iii. **Sostener la estrategia orientada en “accesibilidad” y “cercanía”**, con énfasis en sostener la política de “precios y costos bajos”,
- iv. Continuar con el canal de distribución propio, pero **eliminar la exclusividad de canal**, tal que la empresa pueda mejorar su participación y **exposición en espacios tales como grandes cadenas de distribución, cadenas locales pequeñas e incluso almacenes de**

retail, llegando a todos ellos a través de distribuidores, especialmente en las plazas extranjeras.

- v. **Comenzar a producir marcas blancas** para grandes compañías consumidoras de este tipo de productos: cadenas de hoteles, restaurantes y de retail.

Dado que el objetivo de la estrategia corporativa, apunto en todo momento a desarrollar un rápido crecimiento y su consecuente posicionamiento como referente en las plazas donde operaba, podemos emplear la Matriz de Crecimiento de Ansoff (1957) (1984) a lo largo del tiempo para ver como mutó esta la estrategia corporativa a través de la combinación “producto-mercado” en búsqueda de crecimiento. Podemos ver el esquema a continuación que ilustra esta matriz en el tiempo, tal que nos permite entender como la evolución del ciclo de la compañía se correspondió con distintas posiciones estratégicas corporativas en cuanto a la búsqueda de crecimiento se trababa. La misma incorpora la actual posición con la que hace ya 12-18 meses el directorio está avizorando el futuro corporativo, pero también como piensa recuperar la senda de crecimiento y revitalizar el ciclo de vida de la empresa.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 12 - ESTRATEGIA CORPORATIVA - EVOLUCIÓN Y ADAPTACIONES DEL CICLO DE VIDA DE LA EMPRESA

	PRODUCTOS		PRODUCTOS		PRODUCTOS		PRODUCTOS		PRODUCTOS	
	ACTUALES	NUEVOS	ACTUALES	NUEVOS	ACTUALES	NUEVOS	ACTUALES	NUEVOS	ACTUALES	NUEVOS
MERCADOS ACTUALES	Penetración del Mercado Argentino con Helado a Granel	NA	Penetración del Mercado Argentino con Helado a Granel	Penetración del Mercado Argentino con Helados Impulsivos	Penetración del Mercado Argentino con Helado a Granel	Penetración del Mercado Argentino con Helados Impulsivos	Penetración del Mercado Argentino con Helado a Granel	Se incorporan Alimentos Congelados al portafolio de productos con idéntica estrategia comercial y en las Plazas ya existentes.	Penetración del Mercado Argentino con Helado a Granel	Se incorporan Alimentos Congelados al portafolio de productos con idéntica estrategia comercial y en las Plazas ya existentes.
MERCADOS POTENCIALES	NA	NA	NA	NA	Desembarco en Países Limítrofes (Chile, Uruguay y Paraguay) con idéntica dinámica comercial y productos existentes.	NA	Desembarco en Países Limítrofes (Chile, Uruguay y Paraguay) con idéntica dinámica comercial y productos existentes.	NA	Desembarco en Países Limítrofes (Chile, Uruguay y Paraguay) con idéntica dinámica comercial y productos existentes.	Se busca Penetrar SUDAMERICA – con nuevo MIX en la estrategia Comercial y esto implica “Nuevos Productos”.
Años	2000	2004	2012	2017	2020					

Subsección (3): Análisis Económico y Financiero⁴¹

Desde la dimensión estrictamente económica, **el negocio** ha demostrado **una sólida capacidad de generar resultados**, tanto en términos absolutos como en términos relativos. Considerando la

⁴¹ A los efectos de realizar el análisis Económico y Financiero de la performance de la compañía, se trabajó con los EEF de ejercicio económico que la misma puso a disposición y un conjunto de datos de gestión (no publicados a ningún tercero), que fueran oportunamente revelados con el ánimo del presente trabajo. Cabe destacar a este nivel algunas cuestiones terminológicas y metodológicas. En cuanto a las consideraciones Terminológicas, siguiendo lo propuesto por Jorge Orlando Pérez (Análisis de Estados Financieros, 2013), el análisis económico y financiero se abordará a los efectos de un mejor entendimiento siguiendo las siguientes consideraciones:

- ✓ Al referirnos a Análisis Económico, haremos énfasis en la capacidad histórica evidenciada por la entidad de generar resultados, enfatizando en las causas generadoras del mismo.

información disponible para el análisis, correspondiente a los últimos 11 años de actividad de la compañía, podemos evidenciar que la empresa ha operado con márgenes operativos positivos de forma sostenida en dicho intervalo (tanto Margen Bruto, Margen EBITDA y Margen Operativo), pero que en simultaneo ellos han sido inferiores con respecto a los de la industria y a su segmento de negocio, cuestión que no resulta ajena a la estrategia seguida, dado que el retorno del negocio se cimentaba principalmente en velocidad y volumen de ventas. Lo mencionado puede verse de manera sintética en el cuadro expuesto a continuación, el cual muestra los extremos de la serie, el año con peor performance dentro de la misma y el promedio en dicho intervalo. Se puede apreciar como el negocio como tal opera por encima de sus niveles de actividad de equilibrio en toda la serie de tiempo evaluada, tal que sus márgenes por la operatoria a distintos niveles analizados son positivos, incluso



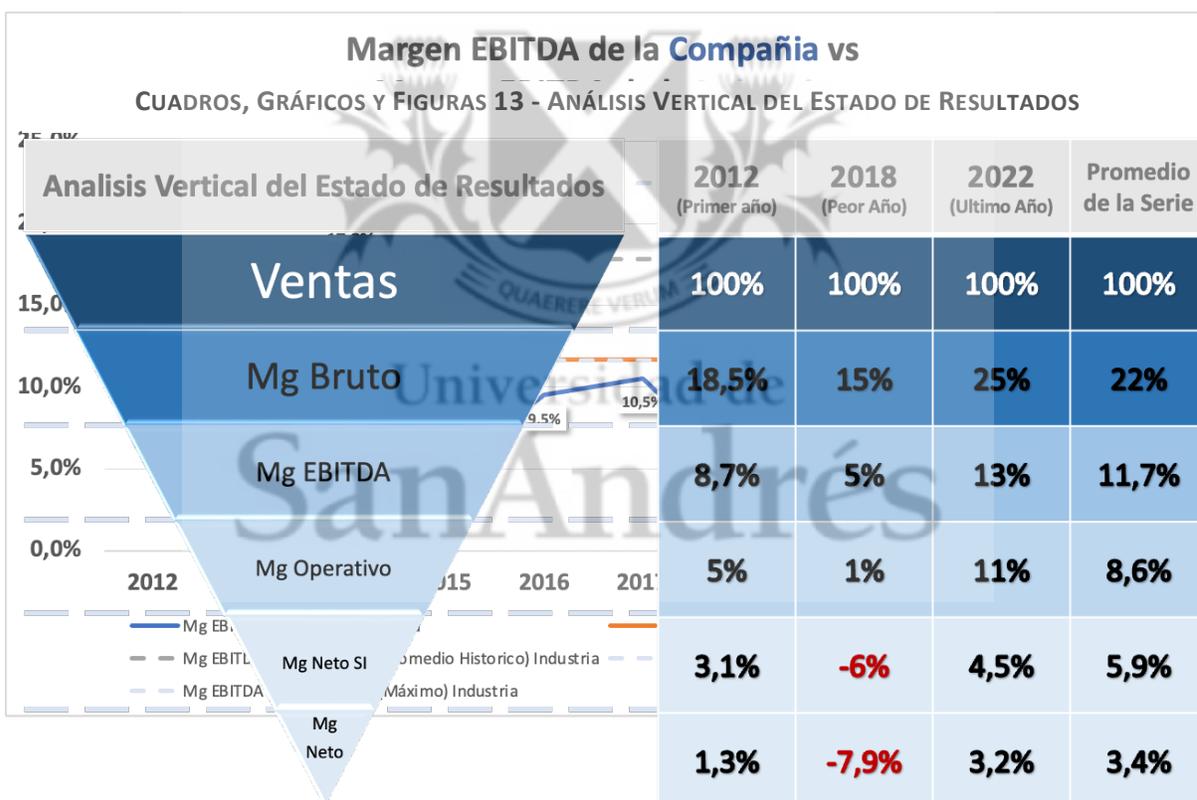
-
- ✓ Al referirnos a Análisis Financiero, haremos énfasis en la capacidad histórica evidenciada por la entidad de cumplir sus obligaciones (de pago). Esta dimensión de análisis a su vez es susceptible de escindirse en dos marcadas perspectivas: análisis con foco en el corto plazo y análisis con foco estructural.
 - ✓ En conjunto la realidad de la entidad, si bien desde múltiples dimensiones, es siempre una, y por tal se concluirá que la misma es favorable o desfavorable de acuerdo a un conjunto de elementos tomados como referencias relativas.

En relación a las cuestiones metodológicas para el análisis de la información financiera, cabe considerar que la empresa opera en Argentina, y los EEFF de la misma, son contruidos y emitidos de acuerdo a los Estándares Locales de información financiera (NCPA - RT de FACPCE), se exponen la moneda de curso legal (ARS), la cual durante la mayor parte de los períodos bajo análisis no fueron susceptibles de ajuste por el fenómeno inflacionario que acontecía en el país, ante expresa prohibición para tal reconocimiento. En virtud de esta clara problemática en la unidad de medida de los EEFF (la cual resulta ser totalmente heterogénea y de dificultosa comparación), y de que a partir de ejercicios finalizados con posterioridad al 31/07/2018, fue aceptado el Ajuste por Inflación sobre la información financiera, es que partiendo de los EEFF de la compañía en unidad de medida heterogénea, la compañía solicitó a los auditores externos, un ejercicio de aproximación y ajuste de la información financiera emitida con anterioridad a dicha fecha, tal que pudieran disponer información comparable desde el año 2012.

para el peor año de la serie. Esto no es así cuando incorporamos los costos financieros y apreciamos el margen neto de la compañía.

Como se puede observar en el gráfico a continuación, los márgenes de la compañía han logrado estabilizarse en valores entorno a la media de la industria en los años más recientes cuando el negocio ya comenzaba a transitar su fase de madurez, dejando atrás los momentos de crecimiento joven y maduro donde cómo se puede ver de los márgenes si bien positivos, eran inferiores a los mínimos observados en la industria.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 14 - MARGEN OPERATIVO (EBITDA): COMPAÑÍA VS INDUSTRIA



Por su parte, la rotación del capital empleado en el negocio ha sido significativamente superior a la de la industria en casi 3x, razón que explica su buena performance en términos relativos, con un ROCE superior a la Industria ⁴². En términos generales podemos decir que la compañía ha

⁴² Si bien las métricas de la industria refieren a ratios de retornos relativos en moneda dura (como USD), la comparación resulta razonable desde el momento en que todos los cálculos han sido realizados sobre información reexpresada a la fecha de cierre de ejercicio de 2020,

experimentado una buena performance económica en su historia, tal que ha evidenciado capacidad genuina de generar resultados por cada unidad monetaria de venta, y su estrategia corporativa le permitió obtener en términos relativos mejores retornos por unidad monetaria invertida en el

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 15 - ROCE: MARGEN Y ROTACIÓN

Margen Operativo	Rotación del Capital Empleado	ROCE
<ul style="list-style-type: none"> • Compañía: <ul style="list-style-type: none"> • 8,58% (Promedio) • 10,56% (2022) • Industria <ul style="list-style-type: none"> • 12,50% (Promedio) 	<ul style="list-style-type: none"> • Compañía: <ul style="list-style-type: none"> • 3,34x (Promedio) • 2,43x (2022) • Industria <ul style="list-style-type: none"> • 1,10x (Promedio) 	<ul style="list-style-type: none"> • Compañía: <ul style="list-style-type: none"> • 19,23% (Promedio) • 18,19% (2022) • Industria <ul style="list-style-type: none"> • 13,75% (Promedio)

negocio respecto de sus pares de la industria. Como consecuencia de la estrategia seguida (enfocada en elevado volumen y acelerada rotación), la empresa se vio continuamente envuelta en dinámicas recurrentes de reinversión agresivas que le permitieron sostener el crecimiento de la capacidad instalada para producir al ritmo que el nivel de actividad en ventas lo exigía.

La capacidad instalada de la planta fue creciendo exponencialmente conforme la compañía transitaba su vertiginoso crecimiento. Hoy posee una capacidad instalada de 50.000 kg/hs, lo que implica una producción anual máxima de 438.000.000 de kg/año⁴³. La capacidad instalada promedio empleada ha sido del orden de 40.000.000 de kg/año. Esto muestra el enorme potencial de crecimiento a aprovechar dado el subempleo de la planta disponible, más aun considerando que es la actual planta productiva la que abastece al mercado local e internacional y teniendo la posibilidad de arribar a esa capacidad máxima instalada por segmentos modulados, al combinar dos recursos críticos de producción – factores restrictivos – tales como: (1) la cantidad de turnos de operaciones – 1,2 y hasta 3 diarios – y (2) con días a mantener la planta en proceso activo⁴⁴.

El fenómeno COVID-2019 impactó hacia fines del cierre del ejercicio 2020 (temporada 2019-2020) y de forma plena durante ejercicio 2021 (temporada 2020-2021, con el agravante de que justo

razón por la cual la distorsión que el fenómeno inflacionario ocasiona sobre dicha métrica se ve morigerada y resulta menos dispar la comparación contra la industria.

⁴³ Dada la relación de peso y volumen que tienen los alimentos producidos y estivados por la compañía, esto es equivalente a 78.000.000 de bultos por año.

⁴⁴ Cabe destacar que no existen pérdidas de tiempo significativas entre “pausas y re-inicios” de una línea de producción a otra, siendo por la naturaleza del proceso fabril (ágil y de procesos productivos de corta duración), muy flexible la explotación de la planta alimenticia desarrollada.

coincidió temporalmente con el ingreso a la temporada baja – dada la estacionalidad del negocio). Esto acentuó la subutilización de la capacidad instalada disponible generado por una contracción en el nivel de actividad (ventas en unidades físicas anuales y su consecuente contracción en producción) del orden del 24%, la más significativa en la historia de la compañía. La empresa que desde 2017 a la fecha cuenta con la actual dotación de recursos tecnológicos, no ha podido superar el segmento modular de operaciones bajo 1 turno único, y eventualmente en algunos momentos de los años

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 16 - CAPACIDAD INSTALADA: POR FACTOR RESTRICTIVO Y EN UF (KILOS)

CAPACIDAD INSTALADA (Horas Laborales Año)		Turno 1	Turno 2	Turno 3
Matriz de Capacidad Instalada por Factor Restrictivo (Hs de Trabajo)		Horas de Trabajo Disponibles al Año		
Alance del Año	Días Laborales en el Año	8	16	24
Trabaja todo el Año	365	2.920	5.840	8.760
No trabaja Domingos	313	2.504	5.008	7.512
No trabaja Sab y Dom	261	2.088	4.176	6.264
No trabaja Sab/Dom/Fer	252	2.016	4.032	6.048
No trabaja Sab/Dom/Fer	250	2.000	4.000	6.000

Matriz de Capacidad Instalada por Unidades de Producción (Anuales)		Producción Anual Potencial		
CAPACIDAD INSTALADA (Horas Laborales Año)		Turno 1	Turno 2	Turno 3
Trabaja todo el Año	365	146.000.000	292.000.000	438.000.000
No trabaja Domingos	313	125.200.000	250.400.000	375.600.000
No trabaja Sab y Dom	261	104.400.000	208.800.000	313.200.000
No trabaja Sab/Dom/Fer	252	100.800.000	201.600.000	302.400.000
No trabaja Sab/Dom/Fer	250	100.000.000	200.000.000	300.000.000
MIN				100.000.000
MAX				438.000.000
RANGO				338.000.000
MEDIA				230.560.000

previos, ha operado con 2 turnos (desacoples de estacionalidad). Al momento del análisis la compañía expone un aprovechamiento de la capacidad instalada actual del orden del 70% (dado que opera 1 solo turno sin trabajar sábados y domingos), lo que respecto de la capacidad instalada máxima posible es incluso menor y del orden del 17%.

Todo esto implicó una volatilidad adicional en los resultados, especialmente por los saltos observados en la estructura de costos fijos asumida ante cada adecuación, ampliación y empleo de la planta. Como consecuencia la compañía estuvo continuamente expuesta a un elevado riesgo operativo (medido a través del Ratio de Apalancamiento Operativo ⁴⁵) en virtud de la creciente reinversión en infraestructura y tecnología que se trasladaba en cierta medida a costos de estructura para operarla. Cada vez que la compañía reestructuró su capacidad instalada, el riesgo operativo se

⁴⁵ DOL, refiere al acrónimo de “*degree of operating leverage*”, para referirse al grado de apalancamiento operativo del negocio, el cual expone el nivel de riesgo operativo de una empresa dado un nivel de actividad y una estructura de costos fijos asumida.

acrecentó significativamente, y esto no fue excepción ante la inesperada situación generada durante el fenómeno COVID-19. La compañía en promedio a reinvertido el 48% de su EBITDA, ejercicio a ejercicio, durante los últimos 11 años. Razón esta última que permitió entre otras cosas eficientizar sus procesos de guarda y almacenamiento de alimentos bajo cadena de frío, logrando así para los más recientes ejercicios, mejorar por encima del promedio el Margen Operativo. En síntesis, la compañía ha operado con niveles de riesgo operativo elevados, con un AO en torno a 5⁴⁶ durante la última década, pero mostrando una tendencia bajista explicada principalmente con el (1) crecimiento en nivel de actividad y (2) la eficiencia relativa provista por las inversiones en guarda, almacenamiento y procesos productivos realizadas en dicho intervalo de tiempo. Esta baja sostenida en el riesgo

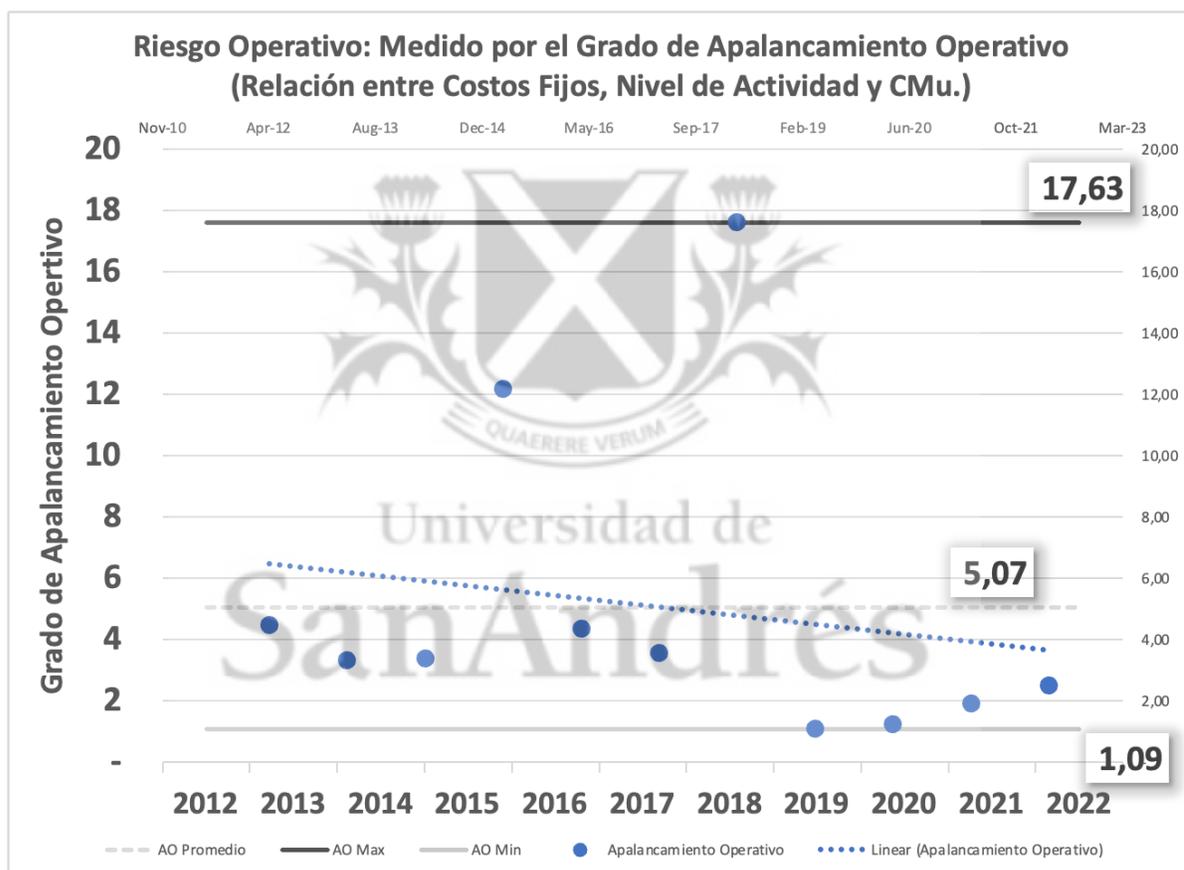


⁴⁶ El apalancamiento operativo es medido como la relación (cociente) entre la CMT de cada período respecto del Resultado Operativo del mismo (EBIT). De esta manera se correlaciona el nivel de actividad con la estructura de costos necesaria. Cuando el nivel de actividad tiende al punto de equilibrio económico, el riesgo operativo hace máximos con tendencia a infinito positivo. Por el contrario, conforme el nivel de actividad de la compañía se aleja de su nivel de equilibrio económico, los costos fijos pierden incidencia relativa (se absorben) y el riesgo operativo medido por este indicador tiende a 1. De esta manera, cuanto mayor sea el indicador mayor será el riesgo operativo subyacente en el negocio dado.

operativo, ha sido correlacionada con una mejora en el margen de seguridad⁴⁷ y un mayor aprovechamiento de la capacidad instalada de producción.

Desde la dimensión estrictamente financiera, escindimos dos claras subdimensiones, para poder comprender como la compañía (1) convierte sus resultados en caja, (2) cubre sus compromisos de pago recurrentes y (3) financia el negocio. Con esta aclaración distinguimos entonces dos

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 17 - RIESGO OPERATIVO: APALANCAMIENTO OPERATIVO



dimensiones: la dinámica financiera de corto plazo que involucra la forma de conversión de “efectivo en efectivo” y la posición financiera estructural de la compañía que refiere en su conjunto a como negocio se encuentra financiado.

Podemos afirmar entonces que la situación financiera en general, es en su **conjunto débil con principalmente en su dimensión de corto plazo**, lo que implica considerar que la compañía muestra

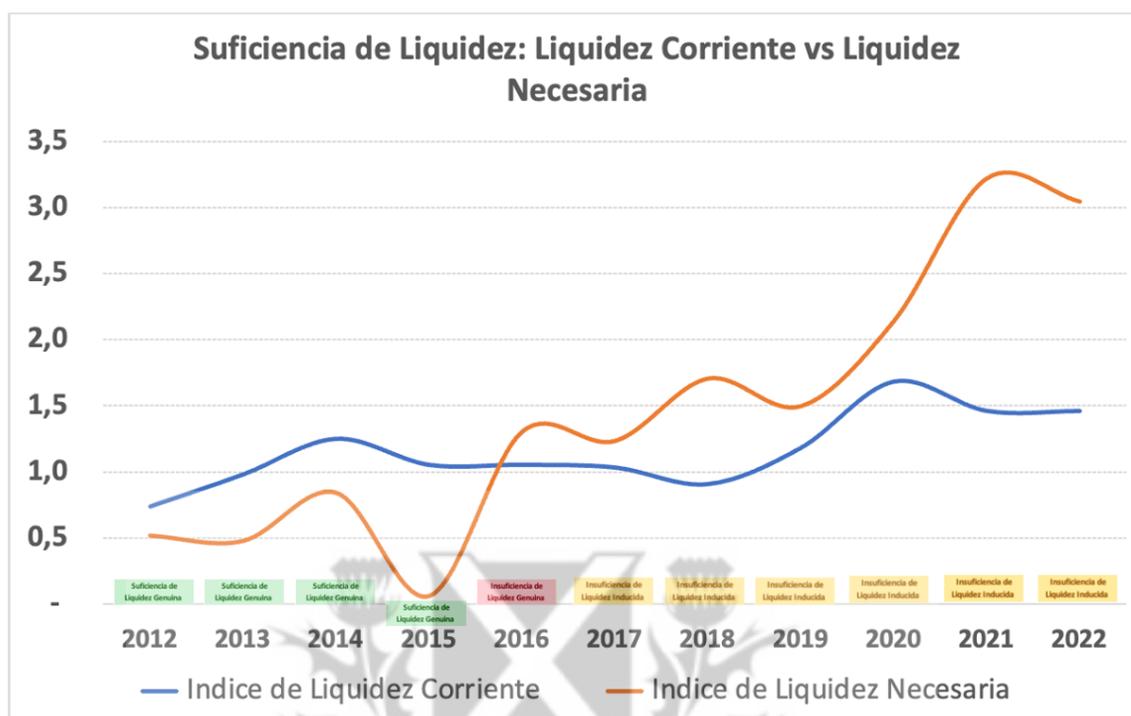
⁴⁷ Por Margen de Seguridad, se refiere al diferencial existente entre el nivel de actividad de equilibrio económico y el nivel de actividad efectivamente denotado por la empresa en un momento de tiempo.

a hoy una **compleja situación en cuanto a su capacidad de pago que la configura como dependiente del financiamiento externo, generando problemáticas en su mix y estructura de financiamiento relativa al negocio, tanto en escenarios de crecimiento como de estancamiento en el nivel de actividad.**

Desde una óptica estrictamente de corto plazo, **la entidad si bien muestra ratios de liquidez crecientes, los mismos no son suficientes respecto del nivel de liquidez necesario consecuente con el ciclo de conversión de efectivo implícito en el negocio.** Al considerar el nivel de liquidez necesario al negocio, incorporamos en el análisis la relación de tiempo en el que los activos de corto plazo se convierten en efectivo y los pasivos lo consumen. De esta manera podemos endógenamente identificar si el nivel de liquidez con el que opera la compañía, es o no adecuado a su ciclo de efectivo. A su vez esta situación de suficiencia (Liquidez observada por encima de la liquidez necesaria) o insuficiencia (Liquidez observada por debajo de la liquidez necesaria), puede obedecer a cuestiones de índole coyuntural o inducidas (ej. decisiones de sobredimensionamiento de las inversiones en activos fijos, decisiones de sobredimensionamiento de los stocks en bienes de cambio con su consecuente impacto el aumento del ciclo de conversión de efectivo, decisiones de distribución de utilidades, etc.) o a cuestiones de fondo y/o estructurales tales como la incapacidad genuina de la compañía de generar efectivo por su propia operatoria o peor aún la incapacidad de generar resultados operativos de manera sostenida.

De esta manera **podemos observar que para el último ejercicio la empresa enfrenta un escenario de insuficiencia de liquidez, dado que la relación de activos y pasivos de corto plazo es inferior a la que debería observarse dado los plazos en que en promedios se realizan los activos y se exigen los pasivos.** Esta situación como se puede observar en los gráficos y cuadros expuestos a continuación se ha dado en los últimos años de manera recurrente, poniendo en evidencia la dependencia sustancial de la compañía comenzó a tener respecto del financiamiento externo.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 18 - SUFICIENCIA DE LIQUIDEZ: EVOLUCIÓN



FEO>0	SI	SI	SI	SI	NO	SI	SI	SI	SI	SI	SI
FCF>0	SI	SI	SI	SI	NO	NO	SI	SI	SI	SI	SI
CCC	(14)	(14)	5	(26)	16	17	27	23	38	48	58
$\frac{FEO}{EBITDA}$	74%	84%	21%	246%	-37%	81%	31%	92%	57%	54%	61%

Sin embargo, esta situación se matiza como inducida, ya que si bien el nivel de liquidez observado al cierre de cada periodo es inferior al que dado su ciclo debería exteriorizar, su actividad núcleo (operativa), muestra capacidad robusta de generar resultados operativos y de convertir estos últimos en efectivo período a período. Esto implica que con sus ingresos no solo cubre sus erogaciones operativas, sino que genera excedentes de fondo como consecuencia del giro del negocio. No obstante ello si consideramos que la compañía invierte en promedio el 50% de su EBITDA en activos fijos y consume 50% de la misma métrica para amortizar deuda y pagar sus costos, la conversión de EBITDA en efectivo que en promedio es cercana al 70%, resulta insuficiente para cubrir sus necesidades de caja.

El problema radica entonces en (1) elevada magnitud de inversión en activos fijos, (2) financiamiento externo, precisamente vía deuda con perfiles de vencimiento predominantemente

cortos que requieren rápidamente desembolsos antes de que las inversiones comiencen a estabilizar los flujos incrementales que aportan, y (3) el progresivo aumento del ciclo de conversión de efectivo (CCC), que como se viera en el cuadro anterior, paso de liberar fondos con el crecimiento de la actividad a consumir fondos netos, explicado principalmente por un acrecentamiento en los plazos de antigüedad de los stocks.

Cabe destacar que, el aumento sostenido del CCC, ha sido una política operativa de la compañía en aras de mitigar los impactos del fenómeno inflacionario que sobrelleva la economía doméstica. Este aumento de los stocks por encima del nivel de actividad, si bien mitigo pérdidas económicas por menor exposición a activos monetarios en el contexto inflacionario imperante, le significó asumir un mayor nivel de riesgo financiero, más precisamente de liquidez, dado que progresivamente se ha estirado su ciclo operativo bruto y con ello su ciclo de conversión de efectivo, haciendo que en términos relativos el ratio de conversión de NOPAT a Efectivo Operativo (FEO), sea inferior que lo que fuera años atrás y generando una dependencia casi compulsiva y viciosa al financiamiento del crecimiento y en general de la operatoria vía deuda.

Esto nos lleva a destacar algunas cuestiones relevantes:

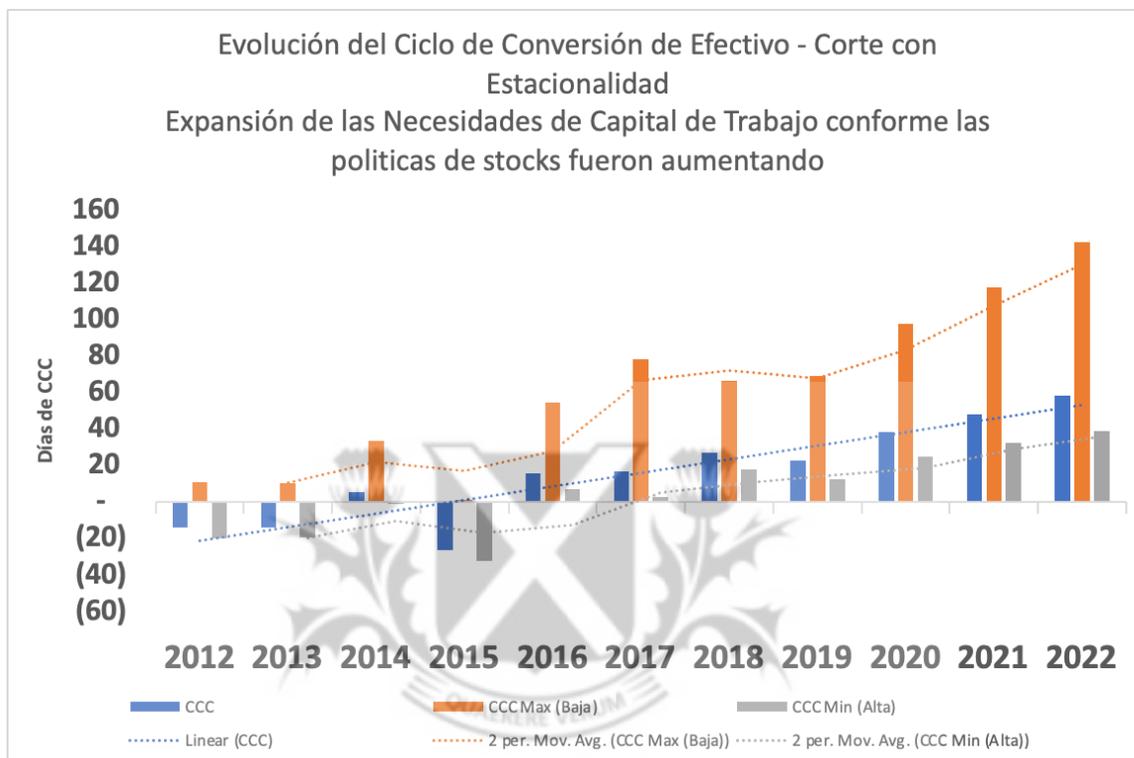
- a) La compañía si bien posee un ciclo de conversión de efectivo (CCC) o ciclo operativo neto (CON) corto, el mismo **no resulta representativo del comportamiento regular dentro del año**, sino más bien **sirve como comparación interanual que permite identificar mutaciones o patrones regulares de comportamiento.**
- b) Respecto a los **patrones regulares de comportamiento del ciclo** operativo, podemos ver que la empresa ha ido mutando su ciclo desde uno de naturaleza negativa a uno con dinámica positiva, es decir que experimentó progresiva y sostenidamente un aumento del ciclo de efectivo y su consecuente inversión en **capital de trabajo neto**. Esto fue producto de
 - i. una recurrente política de sobre stocks de productos elaborados que fue ralentizando el ciclo operativo bruto,
 - ii. un evento coyuntural y de contexto macroeconómico que implico que sus clientes (canales de distribución regular, franquicias), se demorarán más en cubrir sus pagos, tal que el plazo promedio de cobranza de ser “anticipado/contra

- entrega de mercadería”, paso a ser del orden de 8-10 días, contribuyendo también a un alargamiento del ciclo operativo bruto⁴⁸,
- iii. el plazo de pago a proveedores de todos los bienes y servicios que emplea la compañía en su dinámica operativa, si bien ha sufrido movimientos, los mismos siempre lo posicionaron cercano a su media del orden de 32 días, no siendo el factor relevante en lo que a la extensión del ciclo operativo neto respecta.
- c) Si bien se puede observar que, a pesar del cambio estructural en el ciclo de caja, el mismo se presume “corto” o de “rápida conversión”, no debemos perder de vista que la compañía tiene en su ADN un comportamiento estacional dentro del año, lo que conlleva a saltos abruptos de esta métrica durante el período estacional de bajo consumo (de mayo a octubre) y contracciones significativas durante el período estacional de alta (noviembre a abril). Esto implica que la empresa debe operar con dos precauciones al cierre de cada ejercicio (el cual coincide con su finalización de la temporada alta): (i) mantener mínimos de efectivo razonables para transitar los primeros meses de baja sin afectar su política de producción “continua” y no por lotes, y (ii) velar por una sana estructura de financiamiento del negocio que le permita equilibrar la relación de efectivo mínimo y a su vez poder cubrir con fondeo de corto plazo las brechas de capital de trabajo requerido que se generan durante los primeros seis meses del año. Caso contrario atendería significativamente contra la performance económica del negocio el simple exceso de capital empleado para mitigar este riesgo inherente al negocio agravado a su vez por financiamientos de corto plazo que dependiendo de la coyuntura puede (o no) resultar razonable y funcional al negocio. Es así que la naturaleza estacional del consumo de los bienes vendidos por la compañía, hace que el CCC muestre ampliaciones asimétricas entre el periodo estacional de baja y el de alta dentro de cada año. En términos generales el **CCC se extiende 2 veces su valor promedio en la temporada baja y se comprime un 25% de su valor promedio en la temporada alta**, principalmente como consecuencia de un sistema de producción seriado y continuo que permite evitar

⁴⁸ Se enfatiza en que la política de cobro sigue siendo de hasta 7 días de entregada la mercadería. Sin embargo el actual contexto llevo a la compañía a tolerar atrasos antes no tolerables de parte de sus *clientes (canales de distribución – franquicias)*.

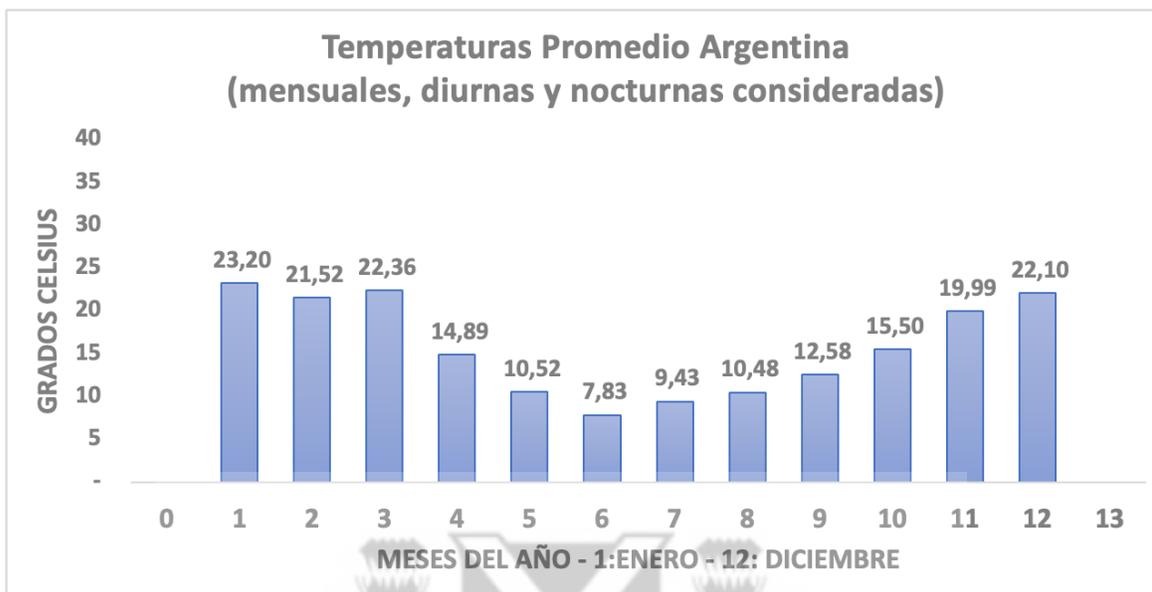
sobrecostos durante la temporada alta por aumento de la capacidad instalada en cuanto a turnos de producción requeridos para abastecer la demanda.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 19 - EVOLUCIÓN DEL CICLO DE CONVERSIÓN DE EFECTIVO



Finalmente cabe exponer en esta sección, la relación existente entre la estacionalidad en las ventas de los productos de la compañía y las temperaturas promedio evidenciadas a lo largo del año. En términos generales, podemos afirmar que el nivel de actividad de la compañía tiene un significativo componente de estacionalidad primero explicado por una demanda fuertemente condicionada por el factor de contexto climático (temperaturas medias) y en segundo lugar por el nivel de temperaturas medias y desvíos absolutos habidos a lo largo del año en las plazas donde la compañía vende sus productos. De esta manera, si escindimos el año en sus 12 meses, y exponemos las temperaturas medias históricas de argentina de los últimos años podemos encontrar un comportamiento similar al patrón de ventas una vez abierto el mismo por períodos mensuales.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 20 – TEMPERATURAS MEDIAS EN PLAZA DE COMERCIALIZACIÓN Y ESTACIONALIDAD EN LAS VENTAS



De esta manera, podemos comprender como el negocio por su configuración intrínseca, tiene factores que endógenamente le confieren mayor riesgo de liquidez. Esto puede mitigarse de diversas formas, pero básicamente con dos grandes enfoques que podrían coexistir o bien desarrollarse de manera autónoma. El primero de ellos implicaría incorporar productos alimenticios que pudieran romper la correlación de consumo con el factor climático, tales como lácteos, yogures y postres, que por su naturaleza tienen muchos componentes, procesos y restricciones homogéneas a los productos ya desarrollados por la compañía. El segundo implicaría desarrollar plazas de comercialización

(mercados geográficos) donde la amplitud térmica y la desviación absoluta media de temperaturas a lo largo del año sea más acotada que la observada en Argentina y en general en la región sur de América Latina. Esta alternativa implicaría comercializar en regiones donde la estacionalidad este poco o escasamente marcada, de manera tal que el consumo de estos productos también sea más estable durante el año y no tan abruptamente diferenciado.

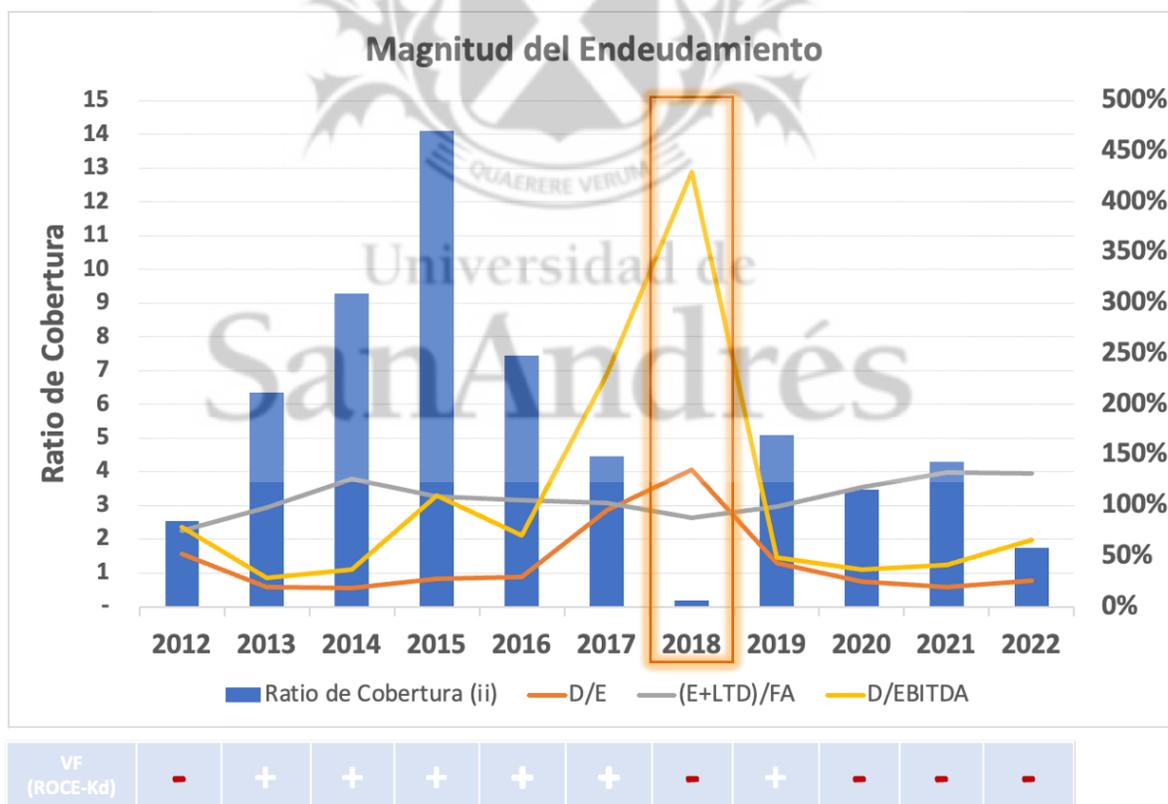
Todo lo anteriormente expuesto nos permite adentrarnos a la **dimensión financiera estructural**, es decir, a cómo la compañía financia el negocio en su conjunto. Podemos afirmar que esta es quizás la posición **más endeble de la empresa**, la cual no solo por su dinámica estacional sino también por encontrarse matricialmente operando en Argentina y satelitalmente comercializando en el exterior, no ha tenido grandes oportunidades de financiamiento genuinamente de Largo Plazo, **cayendo en abusos de herramientas cortoplacistas para financiar el negocio, retroalimentando problemas financieros en el corto plazo y dependiendo significativamente del autofinanciamiento a través de utilidades generadas**. Esto implicó por lo menos dos grandes fenómenos a lo largo de los años, más acentuadamente en los recientes:

- a) **Apalancamiento financiero elevado, con tendencia a la baja conforme el negocio maduró, y significativa concentración en deudas financieras de corto plazo**. Esto implicó que el riesgo financiero de la compañía y el correspondiente riesgo crediticio asumido por los acreedores fuera en promedio elevado con marginales mejoras con el devenir de los años. Como consecuencia, sus principales fuentes de financiamiento han sido los préstamos bancarios (de capital de trabajo, garantizados y también colateralizados contra activos fijos adquiridos – leasing -), los documentos de corto plazo operados en mercado de capitales a descuento y en el mejor de los casos, financiamiento concedido por los proveedores de equipamiento y tecnología específica de significativo valor monetario donde las condiciones fueron generalmente con plazos medianos o largos de cancelación en esquemas de tipo *barbell*.
- b) **Distribuciones de dividendos magras viéndose forzados a reinvertir las utilidades del negocio para mantener el flujo que financia a la compañía de manera estructural**. Esto como consecuencia, trajo aparejado “tasas de distribución” (*dividend yields*⁴⁹) magras y del orden promedio de 24%. Es importante destacar que la compañía sigue

⁴⁹ En este caso, no medida respecto del precio de la acción, sino en relación a la magnitud total de resultados generados por año y distribuidos a los socios, es decir refiriendo a la contracara de la magnitud de resultados retenidos y reinvertidos en la empresa; Tasa de Distribución= 1 – Tasa de Retención de Resultados.

siendo una compañía de génesis y gestión familiar, cuestión que subyace a muchas de las problemáticas que enfrenta la empresa, que le son propias y comúnmente observadas a este tipo específico de compañías (confusiones y extensión de patrimonios, influencias de las decisiones familiares en el negocio (Pérez, Bertoni, Sattler, & Terreno, 2015), entre otros).

Como consecuencia, la compañía posee una estructura de financiamiento hoy menos débil que hace dos años, pero en general continua siendo bastante endeble, por la enorme dependencia de financiamiento autogenerado por el mismo negocio y la fuerte necesidad de fondeo de corto plazo para cubrir la dinámica financiera regular caracterizada por la estacionalidad acentuada de su productos (en general) y de su estrategia competitiva (en particular). Se puede observar una tendencia de deterioro que se aceleró entre 2016 y 2019, con ligera recuperación en los más recientes años.

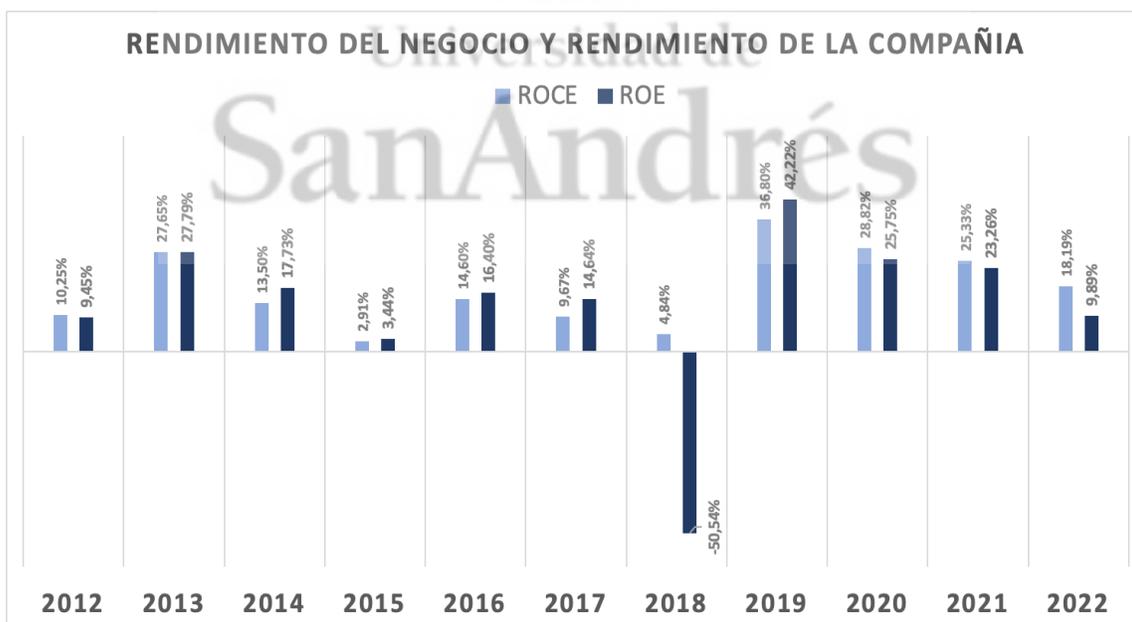
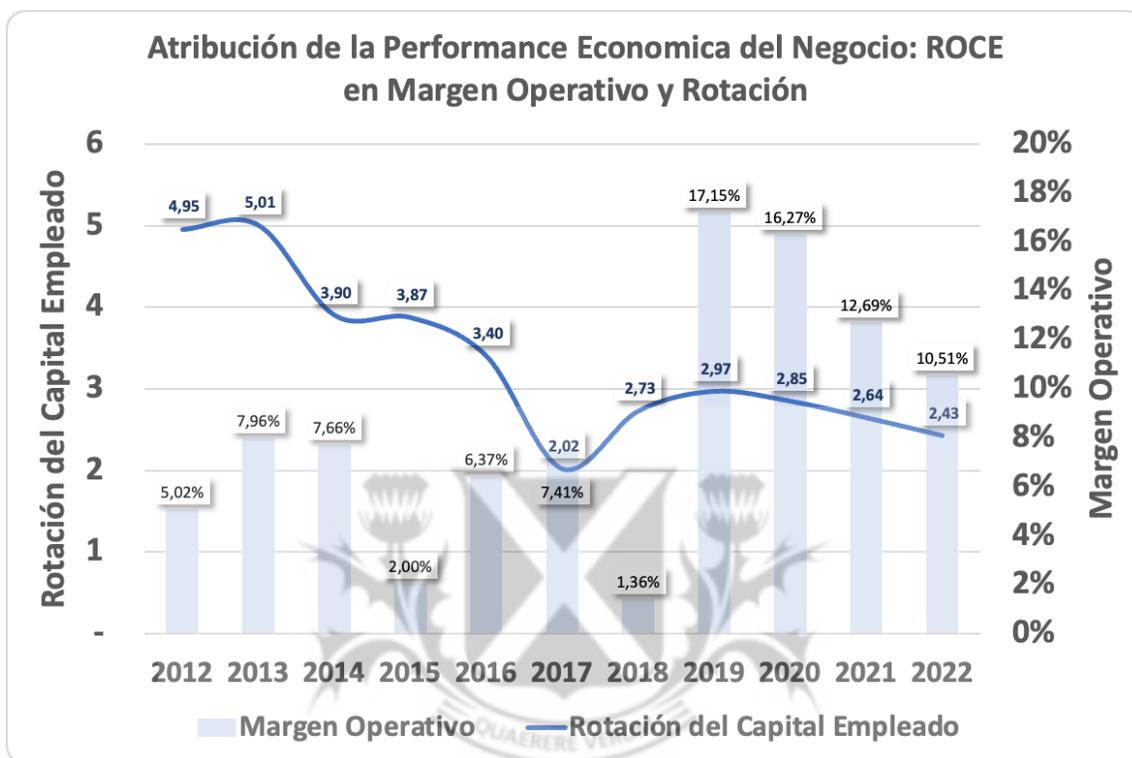


Como corolario, la compañía se encuentra en una situación económica y financiera con diversos matices pero que en general se caracteriza como buena desde lo económico, presentando más fortalezas que debilidades, pero adoleciendo de una estructura de financiamiento adecuada para mitigar el riesgo inherente al ADN del negocio: su estacionalidad. Esto se traduce en vaivenes continuos en cuanto a su dinámica financiera de corto plazo, que parados a hoy - ya en el pasado, el no previsible y significativo fenómeno pandémico mundial – sigue siendo una problemática aun no resuelta, al continuar operando con insuficiencia de liquidez de tipo inducida dada su buena dinámica de conversión de sus resultados operativos en Efectivo pero su no tan atinada relación de reinversión en activos fijos, amortización de deuda y pago de intereses.

No obstante, si es de destacar que ha enfrentado problemas estructurales genuinos en su dinámica de flujos en el pasado no muy lejano y podría eventualmente sufrirlos ante la natural dependencia de financiamiento de corto plazo para el fondeo de su estructura productiva. Todo esto embebido en la particular situación de la compañía en cuanto a un ciclo de vida que enfrenta su etapa de madurez dada la estrategia de crecimiento seguida por el negocio en las últimas dos décadas, pone un fuerte énfasis en el plan estratégico planteado para revitalizar el ciclo, despegarse de la coyuntura local de la plaza argentina y desacoplar en simultaneo la estacionalidad de las ventas al calendario climático tan marcado de la principal plaza de comercialización (Argentina).

Esta mayor exposición a riesgos de naturaleza financiera, generó que la performance del negocio (ROCE) se viera menguada en detrimento de los accionistas deteriorando regular y recurrentemente su ROE, producto principalmente del cambio en el ciclo de vida del negocio (fase de madurez) en conjunto con la ausencia y/o falta de aprovechamiento de alternativas de financiamiento pertinentes – agravado por contextos macro cada vez más hostiles que forzaron a condiciones crediticias ridículamente costosas para la entidad como por ejemplo en 2018 - deteriorando significativamente el retorno relativo en favor de los accionistas, en base principalmente, a una enorme caída en el rendimiento del negocio.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 21 - SÍNTESIS DE LA EVOLUCIÓN ECONÓMICA



Subsección (4): Análisis de la Industria

Cremas Heladas y Postres Congelados

La industria puede ser analizada desde distintas dimensiones: por tipo de producto, por región (agrupada en América del Norte, Latino América y Caribe, Asia-Pacífico, África y Europa – incluida Rusia en su totalidad) y por canales de distribución. Cada una de estas dimensiones permite comprender la magnitud de este mercado, su dinámica y los diferentes drivers por regiones. A nivel global, el mercado alcanzó un tamaño de USD 62.400 millones para 2022, en tanto que a nivel región Latam el mismo fue de USD 10.693 millones, concentrando el 17% del mercado mundial de helados.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 22 - TAMAÑO DE MERCADO POR PRODUCTO Y POR CANAL

Datos del Tamaño de Mercado (2)	u.m	AÑO 2022			
		Global		Latam	
Helados Industriales - Impulsivos	Tamaño (millones USD año)	USD	41.600	USD	6.933
Helados Industriales - Granel	Tamaño (millones USD año)	USD	15.200	USD	2.826
Helados Artesanales	Tamaño (millones USD año)	USD	5.600	USD	933
Mercado Total	Tamaño (millones USD año)	USD	62.400	USD	10.693

Datos del Tamaño de Mercado (3)	u.m	AÑO 2022			
		Global		Latam	
Super/Hiper Mercados - Otras Bocas Masivas	Tamaño (millones USD año)	USD	50.400	USD	8.400
Tiendas Dedicadas / Especializadas (*)	Tamaño (millones USD año)	USD	10.400	USD	2.026
Tiendas Generales (**)	Tamaño (millones USD año)	USD	1.600	USD	267
Mercado Total	Tamaño (millones USD año)	USD	62.400	USD	10.693

(*) entiendase Franquicias con exclusividad de producto

(**) entiendase almacenes o distribuidores con diversidad de productos

Fuente de Datos:

Datos de la Compañía en Base a Informes Requeridos a Euromonitor a Agosto 2022

Por otro lado, de acuerdo a Statista, el precio promedio a nivel mundial del kilo de helado, es del orden de USD 5,56⁵⁰. Esto nos permite aproximar el tamaño mundial del mercado de helado en unidades físicas producidas y vendidas (consumidas) para el año 2022. De esta manera, llegamos a que el mercado mundial produce y consume para el año 2022, aproximadamente 11.223 millones de kilos de helado, lo que dada la población mundial para el mismo año⁵¹ arroja un promedio de consumo

⁵⁰ De acuerdo a Statista, el precio promedio para consumidores finales de helado, es del orden de 5,56 USD/Kg, tomando como base para la extrapolación mundial el mercado norteamericano. Fuente de dato: <https://www.statista.com/statistics/236868/retail-price-of-ice-cream-in-the-united-states/>

⁵¹ La población mundial para el año 2022, asciende a 7.967 millones de personas de acuerdo al Banco Mundial. Fuente del dato: <https://data.worldbank.org/indicator/SP.POP.TOTL?end=2021&start=1960&view=chart>

per cápita del orden de 1,41 kilos por año. A su vez, el consumo per cápita, posee una distribución a nivel mundial de manera muy heterogénea, tal que difieren significativamente entre una región y otra, generando mercados si bien con mayor o menor tamaño en volumen absoluto, con menor o mayor capilaridad en cuanto a la distribución de dicho consumo entre sus habitantes totales.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 23 - TAMAÑO DEL MERCADO POR REGIÓN Y CONSUMOS PER CÁPITA

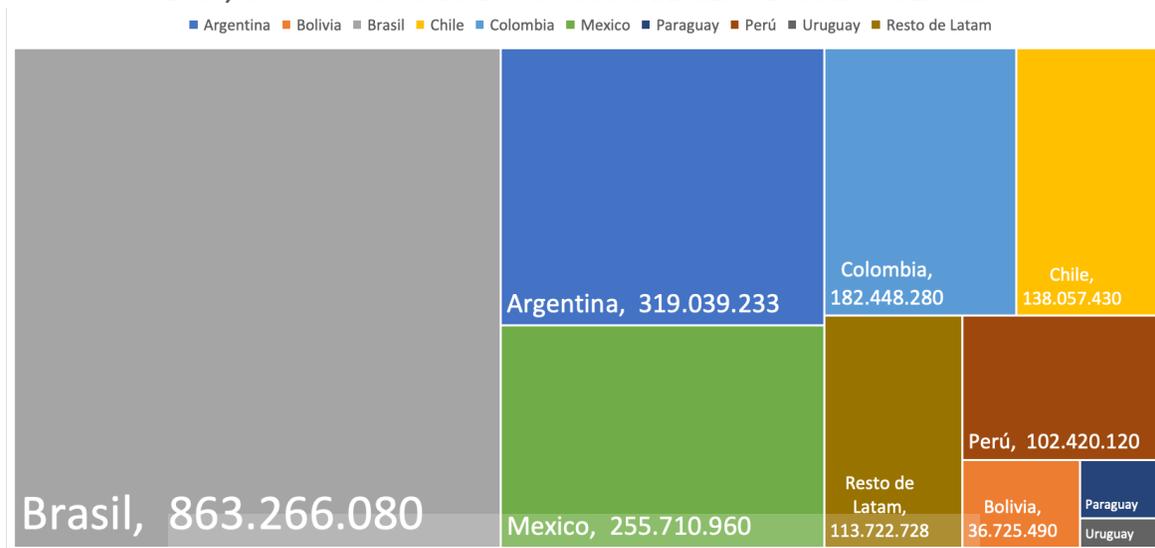
Datos del Tamaño de Mercado (en Kg de Helado)	AÑO 2022				
	Población Total	Consumo per Capita	u.m	Tamaño Mercado	Peso del Mercado
Global (por Regiones)					
America del Norte	372.430.340	4,6	Kg/Año	1.713.889.108	15%
Latam	660.514.530	2,9	Kg/Año	1.923.215.368	17%
Europa	447.781.940	7,5	Kg/Año	3.342.240.349	30%
Asia-Pacífico	4.784.478.930	0,7	Kg/Año	3.445.657.406	31%
Africa	1.702.129.180	0,5	Kg/Año	798.019.352	7%
Total Global	7.967.334.920	1,41	Kg/Año	11.223.021.583	100%

Los helados y postres congelados tuvieron un período problemático en los últimos años (2015-2022) en general a nivel global y en particular para la región Latino América. Con Brasil recién saliendo de la recesión para el inicio de este período, Argentina experimentando dificultades económicas hacia el final del mismo, Chile (y otros países de la región) golpeados por disturbios sociales y el colapso del mercado venezolano, la situación en materia de consumo, específicamente en lo que concierne a bienes consumo “prescindibles”, como lo es el caso de las cremas heladas y sus derivados, sufrió un fuerte golpe. Esto significó caídas fuertes en dos de los cuatro años antes del 2020, y luego el fenómeno COVID-19 golpeó aún más la región. El resultado fue una caída de ventas del 5% en 2020, un rebote de actividad entre 2021 y 2022 del orden del 10% acumulado y una CARG⁵² negativa del 3% para el período pre-COVID (entre 2015-2020).

La región de LATAM representa una sexta parte del mercado mundial de helados. En cuanto a la distribución de los países de la región, la misma es muy asimétrica, con fuerte concentración en Brasil (50% del mercado) seguido por Argentina (el 19%). Se espera que las más prolongadas temporadas de verano aceleren el consumo en la región, impulsando también la demanda de helados en países de la región África, como Sudáfrica, Arabia Saudita y otros.

⁵² CAGR es el acrónimo de *Compound Annual Growth Rate*, es decir refiere a la tasa anual geométrica y efectiva de crecimiento observada en una variable determinada.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 24 - TAMAÑOS DE MERCADOS REGIÓN LATAM



Países (Región LATAM)	AÑO 2022					
	Población Total	Consumo per Capita	u.m	Mercado (Kg)	Peso del Mercado	Mercado (Millones USD)
Argentina	46.237.570	6,9	Kg/Año	319.039.233	17%	1.774
Bolivia	12.241.830	3,0	Kg/Año	36.725.490	2%	204
Brasil	215.816.520	4,0	Kg/Año	863.266.080	45%	4.800
Chile	19.722.490	7,0	Kg/Año	138.057.430	7%	768
Colombia	52.128.080	3,5	Kg/Año	182.448.280	9%	1.014
Mexico	127.855.480	2,0	Kg/Año	255.710.960	13%	1.422
Paraguay	6.787.290	2,5	Kg/Año	16.968.225	1%	94
Perú	34.140.040	3,0	Kg/Año	102.420.120	5%	569
Uruguay	3.431.820	2,5	Kg/Año	8.579.550	0%	48
Resto de Latam	142.153.410	0,8	Kg/Año	113.722.728	6%	632
Total Latam	660.514.530	2,9		1.923.215.368	100%	10.693

Con la pérdida de impulso y consumo gestada ya en 2020 producto principalmente del fenómeno Coronavirus (COVID-19), el segmento de “helados impulsivos”⁵³ – “*Bars and Tubs*” - experimentó una marcada disminución en las ventas, lo que resultó en un desempeño negativo de la industria en general durante este año. Del total de la Industria la vertical de impulsivos, que representa alrededor de dos tercios del valor minorista total del mercado, se vio coyunturalmente afectado por las medidas tomadas con fines de contener la propagación del virus COVID-19. Si bien se permitió que los locales comerciales minoristas (franquicias, kioscos, almacenes, distribuidoras, etc.) permanecieran abiertas, muchos puntos de venta se vieron forzados a cerrar producto de la menor circulación del público en sus locales, cuestión que redujo significativamente las ocasiones de consumo de productos impulsivos y, por lo tanto, también sus ventas.

⁵³ Cabe destacar que el helado impulsivo, es también lo que se suele referir como postre helado, en tanto que el mismo se estandariza en un producto que busca satisfacer ese consumo particular.

Sin embargo, el helado a granel (“*Bulks*”) pudo registrar un crecimiento positivo, ya que un mayor consumo se trasladó al entorno doméstico a través del esquema “*take-away*” o “para llevar a casa”. Con consumidores que pasan mucho más tiempo en sus hogares de lo habitual debido al principio a cierres y cuarentenas, a la fecha a un cambio de patrón en la dinámica de trabajo / aprendizaje remoto – con mutación desde una respuesta de tipo coyuntural a estructural -, el producto helado a granel (*Bulks*) tuvo un desempeño mucho mejor durante 2020 que respecto su año inmediato anterior. La población comenzó a disponer de más tiempo en su hogar, y eso conlleva a patrones de consumo muy disimiles a los habidos hasta 2019 pre-COVID-19, donde la regla era la ausencia de tiempo disponible y el poco tiempo de permanencia en los hogares. A la fecha los consumidores valoran el corte recreativo dentro de su hogar, y eso se percibe en una mayor preferencia a consumir helado “seleccionado a medida” y no en formato impulsivo que ajustaba perfectamente para el “consumo de paso”.

Al considerar el volumen tanto por canales de comercialización como tipos de producto que opera nuestra empresa objetivo, podemos identificar la participación de mercado a compañía. La industria, en materia de tipo de producto, expone tres grandes grupos, compitiendo nuestra compañía en solo dos de ellos (Helados Industriales, tanto Impulsivos como a Granel). A su vez respecto de los canales de distribución observados en la industria, podríamos decir que la empresa se ha focalizado solo en uno de ellos (tiendas dedicadas con especificidad, en este caso bajo el modelo de franquicias) pero incipientemente ha comenzado a explorar grandes tiendas de comercio masivo y general. Es de destacar que el espacio más concentrado de la industria es el de productos Impulsivos (Tubs & Bars) comercializados a través de grandes distribuidores (Super/Hipermercados), hacia donde se enfoca la actual estrategia de revitalización orgánica del ciclo de vida de la compañía. Finalmente, la compañía no compete en el segmento de helados artesanales, que si bien operan como productos alternativos dentro de la industria, no está dentro del actual portfolio de la empresa ni tampoco se prevé una incorporación inorgánica vía adquisición de compañías de nicho que pudieran competir en ese segmento en el futuro inmediato o mediano previsible.

Las características del ecosistema en cuanto a sus competidores, presenta hoy a los fabricantes en una carrera por aumentar su gama de productos incluyendo ingredientes funcionales, recetas con bases en insumos orgánicos y sabores exóticos en las formulaciones de los productos para satisfacer las cambiantes demandas de los consumidores. Por ejemplo, las empresas están incluyendo otros sabores exóticos como frutas tropicales, limones y cocos para satisfacer los gustos cambiantes de los

consumidores. Además, con la cada vez más creciente preocupación de los clientes por su salud y su nutrición, hay redireccionamientos hacia productos helados bajos en calorías y grasas llamados en la industria “*Skinny Cow*”. Sin embargo, los problemas de salud asociados con los helados tradicionales no dejan de ser una amenaza para la industria y actúan en simultaneo como un ancla al crecimiento de esta última. De esta manera, la innovación de productos en tipos de helado impulsa el crecimiento y el desarrollo del mercado a nivel mundial, generando una rotación significativa en los portafolios de las compañías. Es así que el aumento de la demanda de productos innovadores y saludables ofrecen oportunidades de crecimiento para la expansión del tamaño del mercado a la vez que se presenta como una clara amenaza a la industria tradicional tal cual la conocemos. En adición a todo esto, encontramos el rol que desempeñan los canales minoristas como hipermercados, supermercados, tiendas específicas – como franquicias -, almacenes genéricos, locales minoristas de estaciones de servicio y tiendas de comestibles que actúan como una herramienta de marketing global que ayuda a construir una imagen a veces premium, otras veces de presencia y en ocasiones de cercanía, tal que aumentan por una u otra razón la exposición de la marca de una amplia variedad de consumidores. La creciente expansión de estos canales minoristas ha sido un factor relevante al crecimiento del tamaño del mercado de helados.

En cuanto al tipo de competencia dentro de la industria podemos ver un mercado altamente competitivo que comprende competidores regionales e internacionales. Dentro de los referentes internacionales encontramos Unilever, Nestlé⁵⁴, Blue Bell, Herdez e Inspire Brands Inc. Estos jugadores compiten a través de diferentes factores, como la oferta de productos, la calidad, el sabor, el precio, la funcionalidad, tamaño, empaque y actividades de marketing, para obtener una ventaja competitiva en el mercado, si bien son referentes por su fuerte trayectoria en el mercado, ninguno de ellos per se domina la industria (con participaciones de mercado global por debajo del 6%/5% individualmente considerados) y deben competir fuertemente con los pares regionales. En relación a las empresas de tipo regionales más relevantes, encontramos a London Dairy (UK), Chapman’s (Canadá), Ledo (Croacia), Farggi (Italia), Sammontana (Italia), Arcor (Argentina) y **ICE CREAM FACTORY (Argentina) – compañía objetivo** -. Estas empresas compiten con muy buena presencia en sus regiones, pero dadas las características de un mercado fragmentado por la presencia de muchos pequeños competidores, deben ser muy eficientes al definir sus estrategias porque no llegan a

⁵⁴ Actualmente Nestlé ha realizado un Spin-Off de su unidad de negocios de Cremas Heladas. Esto dio origen a un SPV que concentra el negocio y respecto del cual Nestlé sigue siendo propietario. El nombre de la compañía es Froneri y opera en Europa, América del Norte y Latino América, con todas las marcas que fueran gestadas por Nestlé.

volúmenes como los de las compañías internacionales y a su vez son significativamente más grandes que sus pares locales. En este caso, las compañías regionales, suelen tener mayor dominio dentro de la región, con escasa o nula presencia en los restantes mercados del globo.

CUADROS, GRAFICOS Y FIGURAS 25 - TIPO DE MERCADO: FRAGMENTADO VS. CONSOLIDADO



Nos encontramos así ante una industria que aún tiene enormes posibilidades de consolidar las participaciones de sus oferentes de acuerdo a las estrategias competitivas que pudieran seguir. En general, las empresas más activas del mercado se centran principalmente en introducir nuevos productos para atender los intereses de los consumidores, es decir en estrategias de rotación de su portafolio con proximidad al consumidor. En el marco de esta caracterización de mercado, encontramos que nuestra compañía objetivo, posee una participación de mercado equivalente al 0,62% del mercado mundial, del 3,63% del mercado regional donde efectivamente opera (Latam) y del 21,81% del mercado argentino, donde es la empresa líder de la mercado⁵⁵.

⁵⁵ Datos de relevamiento provistos por Euromonitor, en un trabajo de investigación del mercado doméstico específicamente contratado por la compañía para fines del año 2021.

Finalmente, y en relación a las perspectivas para la industria, de acuerdo a Euromonitor y luego del rebote observado entre el año 2021-2022, la industria transitaría una senda positiva de crecimiento durante los períodos de pronósticos, con mayor impulso en la región Asia-Pacífico⁵⁶. Se espera una CAGR regional (LATAM) de entre 2,51% y 3,94% durante 2021-2031, con todas las formas de producto de la industria en zona de CAGR positivas⁵⁷, mientras que a nivel global se espera un CAGR del orden de 2.87%-4,30% para el mismo período. El consumo de helado a granel, especialmente en formato “take-away” y “artesanal” seguirán experimentando un crecimiento positivo, mientras que los helados impulsivos en general, que volvieron en 2021 su nivel de actividad pre-COVID-19, se espera continúen dicho patrón alcista durante este período.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 26 - EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO DEL MERCADO

Expectativas de Crecimiento Mercado	2022-2031	2018-2028	2022-2031	2020-2025	Periodos Superpuestos
Global (por Regiones)	CARG (1)	CARG (2)	CARG (3)	CARG (4)	CARG (Media)
América del Norte	4,68%	2,55%	3,98%	2,68%	3,47%
LATAM	4,64%	2,51%	3,94%	2,64%	3,44%
Europa	4,38%	2,25%	3,68%	2,38%	3,17%
Asia-Pacífico	6,00%	3,87%	5,30%	4,00%	4,79%
Africa	4,85%	2,72%	4,15%	2,85%	3,64%
Total Global	5,00%	2,87%	4,30%	3,00%	3,79%

control 0,00 0,00 0,00 0,00 0,00

Fuente de Datos:

- CAGR (1) <https://www.alliedmarketresearch.com/ice-cream-market>
- CAGR (2) <https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/ice-cream-market>
- CAGR (3) <https://www.expertmarketresearch.com/reports/ice-cream-market>
- CAGR (4) <https://www.euromonitor.com/ice-cream-and-frozen-desserts-in-latin-america/report>

* Todas identifican a Asia-Pacífico como la región con mayor velocidad de crecimiento dentro de todas las regiones

Alimentos Congelados

La industria de alimentos congelados es mucho más prometedora que la industria de cremas heladas. Si bien es relativamente más nueva, la misma estuvo experimentando crecimientos del orden del 20% en volumen de ventas en los últimos años. Para 2022, el tamaño del mercado ascendía a USD 283.000 millones, es decir 4,5 veces el tamaño del mercado de cremas heladas. Es a la vez que un mercado más grande que el de cremas heladas, mucho más atomizado en cuanto a portfolio de productos comercializados, haciendo del mismo mucho más dinámico, complejo y competitivo.

⁵⁶ De acuerdo a un informe de Euromonitor con fecha marzo 2022 publicado en <https://www.euromonitor.com/ice-cream-and-frozen-desserts-in-latin-america/report> la industria tiene todas las condiciones para mostrar fuertes rebotes en vistas a los años inmediatos siguientes, principalmente en respuesta al retorno progresivo a las actividades sociales a nivel global y en particular en Latino América.

⁵⁷ Fuente de las proyecciones: Euromonitor (<https://www.euromonitor.com/ice-cream-and-frozen-desserts-in-latin-america/report>), Mordor Intelligence (<https://www.mordorintelligence.com/industry-reports/ice-cream-market>), Estados Financieros de Froneri FY2020 (estiman crecimiento orgánico de 3.9% global) y estimaciones de la compañía target en base a relevamientos y análisis requeridos ad-hoc.

Muy a diferencia de lo acontecido en la industria de cremas heladas, la industria de alimentos congelados se vio mas golpeada durante la transición del fenómeno COVID-19 y las consecuentes medidas gubernamentales y cambios de conductas de los consumidores que generó. Esta industria era fuertemente movilizaba por la ausencia de tiempo disponible en los hogares, tal que las familias valoraban disponer de comida de buena calidad, saludable y de rápida cocción dado su estado de “precocida y congelada”. Sin embargo, esto cambió rotundamente con el fenómeno acontecido durante 2020, y la mayor disponibilidad de tiempo en los hogares retrajo la preferencia de los consumidores por este tipo de alimentos, volviendo hacia alimentos frescos y “*home-made products*” (“comida casera”). A pesar de este cambio evidenciado en los patrones de consumo de la población a nivel mundial, se espera que el mercado crezca en los próximos 5 años al ritmo de 5%-6% (CAGR)⁵⁸

El mercado se caracteriza por estar fuertemente concentrado (en oposición al mercado de cremas heladas, el cual está fuertemente fragmentado) en cuanto a la dinámica de oferentes dentro del mismo (competidores). Hay un conjunto de compañías líderes internacionales que se distribuyen entre si mas del 60% del mercado. Estos jugadores claves de la industria son: Arysza A.G., Ajinomoto Co. Inc., Cargill Incorporated, General Mills Inc., JBS S.A., Kellogg Company, the Kraft Heinz Company, Nestle S.A., ConAgra Brands, Inc., and Associated British Foods Plc⁵⁹. Cabe destacar, que muchos de los jugadores que concentran la industria de alimentos congelados, son a la vez competidores con mucha presencia y reconocimiento mundial en la industria de cremas heladas, ratificando el “cruce de eficiencias” entre una industria y otra.

La industria tiene algunos caracteres típicos tales como:

- i. Canales de distribución predominantes: Super/Hipermercados. Si bien existen canales de venta tales como casas de retail especializadas y locales de venta de consumo minorista (almacenes), a la fecha el mayor peso relativo de ventas se concentra en este canal (+50% del total). Sin perjuicio de ello, esto también fue afectado por el fenómeno Covid-19, donde cerca el canal de **venta online**, comenzó a jugar un papel predominante e incluso con impactos relevantes en el modelo de negocio de estas compañías (i.e posibilidad de

⁵⁸ Fuente de datos: <https://www.fortunebusinessinsights.com/frozen-food-market-104138>, <https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/global-frozen-and-convenience-food-market-advanced-technologies-and-global-market-130.html#:~:text=%5B157%20Pages%20Report%5D%20The%20frozen,at%20a%20CAGR%20of%205.0%25>

⁵⁹ Fuente de datos, Frozen Food Market - Published Date: Aug 2020 | Report Code: FB 1049, obtenido de la web page de la compañía Markets&Markets - (<https://www.marketsandmarkets.com/Market-Reports/global-frozen-and-convenience-food-market-advanced-technologies-and-global-market-130.html#:~:text=%5B157%20Pages%20Report%5D%20The%20frozen,at%20a%20CAGR%20of%205.0%25>) .

eliminar al *intermediario* a través de la venta online directa). Para finales de 2021, el canal de venta online ya concentraba más del 30% de todas las ventas de estos productos⁶⁰.

- ii. Elevada necesidad de adecuamiento digital de la industria. Desde la trazabilidad de la cadena de frío y aprovisionamiento de los alimentos hasta la venta directa y online minorista, todo hoy se cimienta en soportes digitales. La industria presenta hoy una carrera hostil y acelerada por probar quien cuenta con los soportes digitales más robustos, tal que se materialicen en genuinas ventajas competitivas para los diversos participantes⁶¹.
- iii. Existen tres grandes segmentos de negocio dentro de la industria, (1) comidas congeladas cocidas-preparadas, (2) carnes congeladas – pescado, cerdo, etc – y (3) snacks y productos de panadería⁶².

La compañía objetivo, si bien ha ingresado a esta industria, el ingreso aún se encuentra en fase “prueba de concepto”, dado que como bien se identificara se trata de un mercado más grande pero a la vez más competitivo y dominado por pocos jugadores, con elevadas barreras de entrada. De esta manera, a la fecha del presente ejercicio, la hipótesis detrás de esta unidad de negocio, se corresponde con “la venta cruzada” como consecuencia de consolidar la marca y los productos de cremas heladas a través de los canales de venta minoritarios y masivos que la empresa buscará explotar con su nueva estrategia seguida en las actuales plazas de comercialización y en las nuevas plazas de la región Latam aún no explotadas.

Subsección (5): Análisis del Contexto Macro

Global

Luego de poco más de una década de crecimiento mundial sostenido *ex post* **Subprime Crises** (2008-2009), el fenómeno COVID-19, ocasionó eventos difícilmente descontados o esperados por alguien a nivel mundial. Con *cuarentenas*, *bloqueos de circulación* y políticas gubernamentales balcanizadas – controles de movilidad, controles epidemiológicos, testeos, campañas de vacunación, estímulos fiscales y/o monetarios, etc. – solo se observó como patrón común, la ausencia de consenso en cuanto a la mejor forma de abordar la problemática y en general nos encontramos ante un escenario global fragmentado con impactos que acrecentaron problemas preexistentes con el

⁶⁰ Ibidem

⁶¹ Ibidem

⁶² Ibidem

objetivo focalizado en preservar la “salud” (en sentido estricto y figurativo) de la sociedad en el corto plazo. En simultáneo con la transición agobiante que vivió el mundo entre el 2020 y 2021, se fueron gestando diversos fenómenos críticos para el desempeño normal y armónico del mundo contemporáneo. Con cambio de gobierno y color político en la EEUU tras la victoria y asunción del presidente Biden a la Casa Blanca (2020) y la escalada de conflictos bélicos en Europa del este (2021) que desencadenó recientemente en la invasión de Rusia a Ucrania (2022), con efectos negativos en la economía mundial (ruptura de precios relativos, disparadas del precio de los commodities agrícolas y energéticos y creciente tensión en las relaciones geopolíticas mundiales).

Ante este escenario, podemos aseverar que la economía mundial (y en general la sociedad como un todo), no terminaba de transitar una situación complicada y de cambios profundos como la que acarreo el Covid-19 para ingresar inmediatamente en otra de igual dimensión negativa, pero con distintos matices: un escenario prospectivo marcado por (a) conflictos bélicos y geopolíticos con posible escalada mundial, (b) ciclo alcista en el precio de los commodities, (c) brotes inflacionarios respecto de las monedas más duras de las economías contemporáneas, y (d) el consecuente ciclo alcista de tasas de interés a nivel mundial como respuesta de política monetaria al fantasma de los 70’ y 80’ que pareciera rondar entorno a los bancos centrales de las economías desarrolladas.

En este sentido, y de acuerdo al reporte de *Perspectivas Económicas Mundiales*, se observa un riesgo latente en las perspectivas para los próximos años, con posibilidad de una elevada inflación a nivel global, acompañada de un crecimiento débil, que recuerda la estanflación de los años setenta, que “con el tiempo, podría dar lugar a una aplicación de una política monetaria restrictiva en las economías avanzadas, lo que a su vez podría provocar tensión financiera en algunos mercados emergentes y economías en desarrollo” (World Bank, 2022).

De acuerdo al análisis del departamento de investigación económica de Goldman Sachs⁶³ al respecto de las perspectivas para los años próximos y las dificultades a enfrentar, podemos destacar que: (1) la pelea contra la inflación y la escalada de tasas pone en riesgo el acceso al crédito del sector privado (de mínima lo dificulta y/o hace más costoso) afectando en general las previsiones de crecimiento, (2) la probabilidad de recesión en los Estados Unidos, ya se encuentra cerca del 35%, siendo la industria financiera particularmente los bancos regionales, los primeros afectados por las

⁶³ Reporte elaborado por Goldman Sachs, del departamento de Economics Research, con síntesis de la visión global de la macro y algunos destacados por región. El mismo no es de libre circulación y fue obtenido en el marco de la relación cliente-proveedor existente entre la compañía objetivo y el banco de inversión.

circunstancias y la política monetaria seguida, (3) una expectativa de encontrar las tasas de interés de la FED subiendo a zona de 5%-5,15% y estabilizándose en esa región, durante los años más próximos hasta tanto se observen síntomas de control del brote inflacionario y (4) comportamientos dispares entre las regiones, siendo el ecosistema de mercados emergentes con China en particular, el impulsor del mayor crecimiento en los próximos años.

De acuerdo al mismo banco de inversión, las expectativas de crecimiento, global, por región y por países, es:

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 27 - EXPECTATIVA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE ACUERDO A BANCO DE INVERSIÓN (TASA DE CAMBIO ANUAL)

País/Región	2022	2023		2024	
		GS	Consenso	GS	Consenso
US	2,1	1,6	1,0	1,5	1,0
Euro	3,5	0,7	0,5	1,3	1,2
Alemania	1,9	0,2	0,0	1,5	1,1
Francia	2,6	0,1	0,5	1,2	1,0
Italia	3,8	0,1	0,5	1,0	0,9
España	5,5	1,3	1,3	1,7	1,5
Japón	1,0	1,0	1,1	1,3	1,2
UK	4,1	0,1	-0,4	0,7	0,9
Canada	3,4	1,1	0,7	1,4	1,3
China	3,0	6,0	5,3	4,6	5,0
India	6,7	6,0	5,8	6,3	6,5
Brasil	2,9	1,2	0,9	2,2	1,7
Rusia	-2,1	0,0	-1,7	1,8	1,5
Mundo	3,0	2,4	2,1	2,6	2,4

Nota: Todos los pronósticos son calculados en base a año calendario. GS refiere a Goldman Sachs. Fuente: Bloomberg, Goldman Sachs Global Investment Research

Como podemos apreciar de la tabla anterior, la expectativa es que el crecimiento mundial se ubique en el orden del 2,4%-2,6% anual en un horizonte de dos años vista. En la misma línea, y de acuerdo al Banco Mundial, las expectativas de crecimiento para los próximos años son las siguientes:

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 28 - EXPECTATIVA DE CRECIMIENTO ECONÓMICO DE ACUERDO AL BANCO MUNDIAL (TASA DE CAMBIO ANUAL)

	2020	2021	2022e	2023f	2024f
Mundo	-3,2	5,9	2,9	1,7	2,7
Economías Avanzadas/Desarrolladas	-4,3	5,3	2,5	0,5	1,6
United States	-2,8	5,9	1,9	0,5	1,6
Euro area	-6,1	5,3	3,3	0,0	1,6
Japan	-4,3	2,2	1,2	1,0	0,7
Mercados Emergentes y Economías en Desarrollo (EMDEs)	-1,5	6,7	3,4	3,4	4,1
Asia del Este y Pacífico	1,2	7,2	3,2	4,3	4,9
China	2,2	8,1	2,7	4,3	5,0
Indonesia	-2,1	3,7	5,2	4,8	4,9
Thailandia	-6,2	1,5	3,4	3,6	3,7
Europa y Asia Central	-1,7	6,7	0,2	0,1	2,8
Federación Rusa	-2,7	4,8	-3,5	-3,3	1,6
Turkía	1,9	11,4	4,7	2,7	4,0
Polonia	-2,0	6,8	4,4	0,7	2,2
America Latina y el Caribe	-6,2	6,8	3,6	1,3	2,4
Brasil	-3,3	5,0	3,0	0,8	2,0
Mexico	-8,0	4,7	2,6	0,9	2,3
Argentina	-9,9	10,4	5,2	2,0	2,0
Memorandum items:					
PIB Real¹					
Países de Altos Ingresos	-4,3	5,3	2,7	0,6	1,6
Países de Ingresos-Medios	-1,2	6,9	3,2	3,4	4,3
Países de Bajos Ingresos	1,6	3,9	4,0	5,1	5,6
EMDEs excl. China	-3,9	5,7	3,8	2,7	3,6
Exportadores de Commodities EMDEs	-3,7	4,9	2,8	1,9	2,8
Importadores de Commodities EMDEs	-0,4	7,6	3,6	4,1	4,8
Importadores de Commodities EMDEs excl. China	-4,2	6,8	5,0	3,8	4,5
EM7	-0,4	7,4	3,0	3,5	4,5
Mundo (Ponderaciones de Paridad del poder Adquisitivo)⁴	-2,8	6,1	3,1	2,2	3,2
Volumen de Comercio Mundial⁵	-8,2	10,6	4,0	1,6	3,4
Precio de los Commodities⁶					
Índice de Precio de Energía	52,7	95,4	151,7	130,5	118,3
Precio Oil (USD por barril)	42,3	70,4	100,0	88,0	80,0
Índice de Precio de Commodities distintos de Energía	84,4	112,0	123,7	113,7	113,0

Fuente: Banco Mundial.

Nota: e = estimación; f = previsión. Las proyecciones del Banco Mundial se actualizan con frecuencia en función de nueva información. En consecuencia, las proyecciones presentadas aquí pueden diferir de las contenidas en otros documentos del Banco Mundial, incluso si las evaluaciones básicas de las perspectivas de los países no difieren en una fecha determinada. Para consultar la definición de EMED, países en desarrollo, exportadores de materias primas e importadores de materias primas, consulte el cuadro 1.2. EM7 incluye Brasil, China, India, Indonesia, México, la Federación Rusa y Türkiye. Actualmente, el Banco Mundial no publica datos de producción económica, ingresos o crecimiento para Turkmenistán y la República Bolivariana de Venezuela debido a la falta de datos confiables de calidad adecuada. Turkmenistán y la República Bolivariana de Venezuela están excluidos de los agregados macroeconómicos entre países.

1. Las tasas generales de crecimiento agregado se calculan utilizando ponderaciones del PIB a precios promedio de 2010-19 y tipos de cambio de mercado. Las tasas de crecimiento agregadas pueden diferir de las cifras publicadas anteriormente que se calcularon utilizando ponderaciones del PIB a precios promedio de 2010 y tipos de cambio de mercado.

2. Las tasas de crecimiento del PIB se basan en el año fiscal. Los agregados que incluyen estos países se calculan utilizando datos compilados sobre la base de un año calendario. La columna etiquetada como 2022 se refiere al año fiscal 2022/23.

3. Las tasas de crecimiento del PIB se basan en el año fiscal. Los agregados que incluyen estos países se calculan utilizando datos compilados sobre la base de un año calendario. Las tasas de crecimiento de Pakistán se basan en el PIB al costo de los factores. La columna etiquetada como 2022 se refiere al año fiscal 2021/22.

4. Las tasas de crecimiento mundial se calculan utilizando ponderaciones de paridad del poder adquisitivo (PPA) promedio de 2010-19, que atribuyen una mayor proporción del PIB mundial a las economías de mercados emergentes y en desarrollo (EMDE) que a los tipos de cambio del mercado.

5. Volumen del comercio mundial de bienes y servicios no factoriales.

6. El índice de precios de la energía está expresado en dólares estadounidenses nominales (2010=100) e incluye carbón (Australia), petróleo crudo (Brent) y gas natural (Europa, Japón y Estados Unidos). El precio del petróleo se refiere al índice de referencia del petróleo crudo Brent. El índice no energético está expresado en dólares estadounidenses nominales (2010=100) y es el promedio ponderado de los precios de 39 materias primas (7 metales, 5 fertilizantes y 27 materias primas agrícolas). Para obtener detalles adicionales, consulte <https://www.worldbank.org/commodities>.

Fuente de dato: World Bank, 2022 ⁶⁴

De la anterior tabla con proyecciones de crecimiento, podemos observar que:

- El crecimiento anual para 2023 y 2024, si bien está en sintonía con lo previsto por el mencionado banco de inversión, se encuentra levemente por debajo en términos anuales equivalentes, de entre 2,2%-2,4%. Por su parte, el comportamiento si bien creciente no es plano (uniforme) sino que espera un 2023 más magro con una corrección mayor en 2024.
- Del desagregado por regiones, se puede observar que el crecimiento es claramente impulsado por las economías emergentes por sobre la performances esperada para las economías avanzadas. Las primeras se espera crezcan a tasas anuales equivalentes del orden de 3,63/3,75% mientras que las segundas se ubican en torno a 1,05/1,53%, estando la región Latino América y Caribe, con un comportamiento dentro de dicho intervalo (1,85/2,43%). Claro está, que no es uniforme la expectativa de crecimiento entre economías avanzadas y economías emergentes, como así tampoco dentro de los países que integran cada una de las regiones. Al igual que lo acontecido en la década pasada, se espera de las primeras, un crecimiento menos acelerado que respecto de las segundas. La g_{real-D} se espera en el orden de 1.34% mientras que la g_{real-E} 3.54%, poco más de 2x de velocidad en la dinámica del PIB año a año.

Sin embargo, la tabla no permite evidenciar algo que resulta esclarecedor en términos de expectativas, cuando tomamos como base de la serie el período 2018. De esta manera, si trabajamos con los datos obtenidos de la publicación del BM⁶⁵, podemos destacar que la expectativa para el mundo, en general se corresponde con un crecimiento magro respecto a lo observado en el pasado más reciente. Esto se puede ver en la ralentización de **la tasa real de crecimiento anual**⁶⁶ (g_{real}) que con base 2018, se espera componga 2.28% anual al finalizar el período 2024. Con esta g_{real} el nivel de actividad mundial se ralentizaría respecto de la década inmediata anterior en cuanto a velocidad de producción ($g_{real}=2.28\%$ (Pronóstico)⁶⁷ < $g_{real}=3.24\%$ (Histórica)). Esto implica que, en 6 años, la economía mundial estaría solo 14.5% arriba de su nivel de actividad evidenciado pre-pandemia en 2018.

⁶⁵ Banco Mundial

⁶⁶ Tasa de crecimiento del PIB en términos reales y expresada como equivalente anual del comportamiento observado o esperado para un período de tiempo.

⁶⁷ P hace alusión a Prospectiva, Proyectada o Forecast. Siempre que se distingan entre tasas históricas y prospectivas, se hará mención a ello. Cuando solo se hable de acontecimientos pasados o futuros, dicha aclaración no será evidenciada al desprenderse del texto de manera inequívoca el alcance y naturaleza de dicha métrica.

Finalmente podemos sintetizar el contexto macro global en función a través del siguiente cuadro:

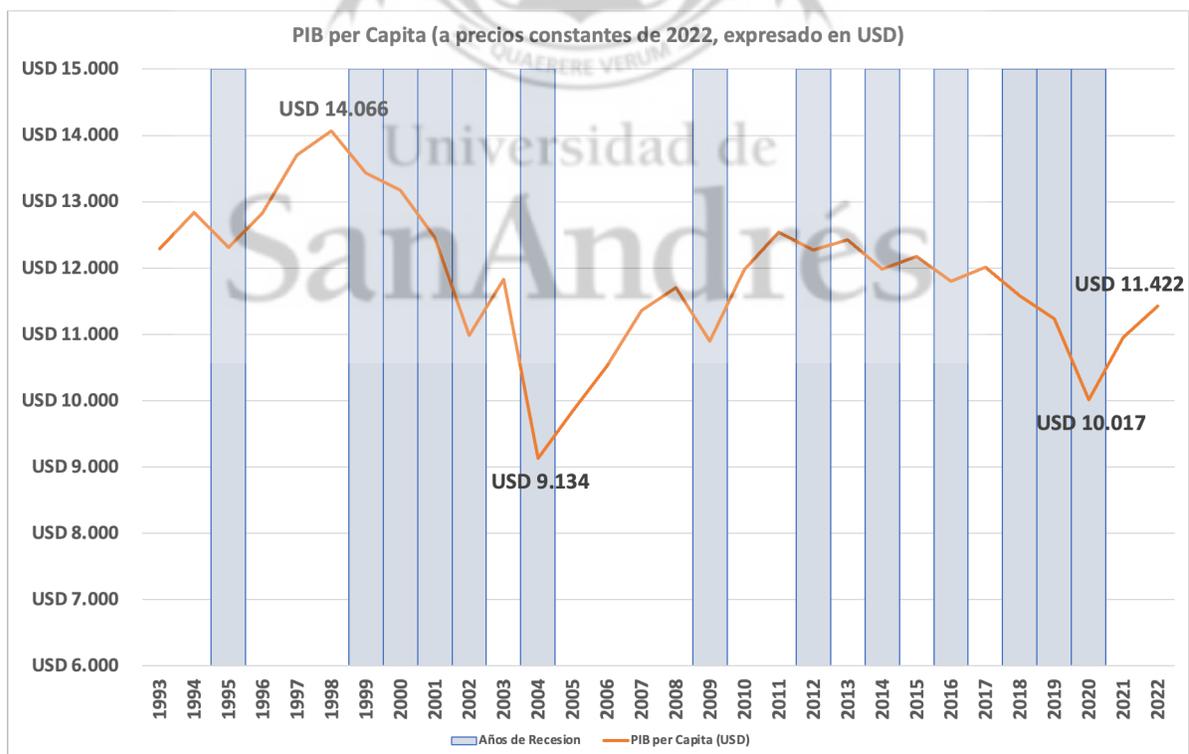
<p>Crecimiento Mundial Magro</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Crecimiento mundial de entre 2,2/2,4% • Impulsado por Economías Emergentes (+3%) • Oportunidades para las Economías proveedoras de Commodities
<p>Contexto de Elevadas Tasas de Interes</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Brotes inflacionarios en las Economías Avanzadas (inflación 5/7%) • Respuesta de los Bancos Centrales mas relevantes con políticas monetarias restrictivas (impacto: subidas de tasa) • Expectativa de tasas de la Fed en zona de 5/5,15%
<p>Acceso al Credito y Aumento de Spreads</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Como consecuencia de la politica monetaria esperada y las expectativas de crecimiento magro, se espera dificultades en el acceso al crédito • Aumento del riesgo de credito - Impacto: suba de spreads
<p>Primas de Riesgo Dispares</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Compresión de las primas de riesgo de las compañías relativas a industrias primaras, de consumo ciclico e industriales • Aumento de las primas de riesgo de las compañías relativas a industrias de servicios financieros y de servicios tecnologicos

Argentina y Sudamérica

La realidad Argentina es tan única como dramática. Desde los albores de la confederación Argentina, a la fecha, el territorio hoy conocido como República Argentina, ha vivido persistentemente situaciones que han contribuido a consolidar la decadente posición que ostenta a en estos días. Esta decadencia, no solo es en términos estrictamente económicos, sino que ha logrado perforar multiplicidad de esferas, desde la matriz e identidad de la sociedad hasta la educación, los servicios de salud, la perversión del lenguaje, y muchas otras dimensiones que no hacen más que ratificar lo complejo de la actual situación. Lo paradójico de esta situación, es que mientras sus pares de la región, lograron en las últimas 2 décadas revertir – con distintos matices – sus situación económicas y sociales, Argentina no hizo más que agudizarla. Esta notable divergencia entre las economías del cono sur, permitió explicar porque durante el siglo XXI, ninguno de estos países a tenido inflaciones superiores a dos dígitos anuales y todos ellos han tenido tasas de crecimiento de sus PBI per cápita superiores a la evidenciada en Argentina.

⁶⁸Desde lo estrictamente económico, Argentina enfrenta quizás uno de los peores contextos de su historia. No solo las variables macroeconómicas se encuentran rotas, sino que existe tal estado de degradación en todos los niveles y variables, que pensar en un cambio de curso genuinamente sostenido en el devenir de la macroeconomía, es realmente complejo, dificultoso y dependiente de multiplicidad de eventos condicionados. Para fines de 2022, Argentina enfrentaba nuevamente problemas de sector externo, con fuerte déficit de balanza comercial motivado por un significativo atraso cambiario, un sector público excesivamente pesado, con déficits fiscales del orden del 4% del PIB y un déficit cuasi-fiscal tan grande como el primero – como consecuencia de la financiación inescrupulosa del mismo sector público - solo explicado por una política monetaria inconsistente que a entrampado al sector financiero en lo que probablemente pueda desembocar en otra crisis del sistema bancario. A esto se agrega que el país ha tenido tantos años recesivos como expansivos durante la última década, evidenciando un estancamiento en su PIB y la consecuente contracción de su PIB per cápita, todo ello en un contexto de alta y sostenida erosión del poder de compra de su moneda.

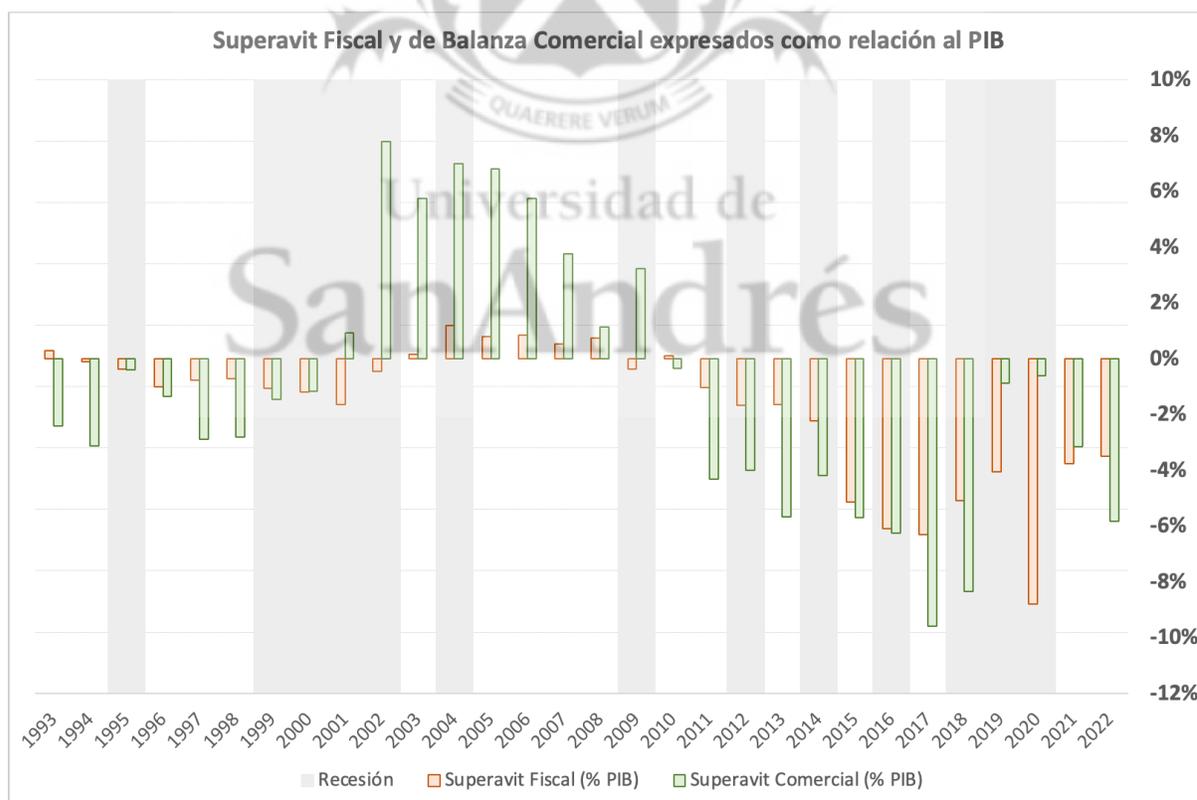
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 29 - PIB PER CÁPITA Y RECESIONES (ÚLTIMOS 30 AÑOS)



⁶⁸ El gráfico es de construcción propia, en base a fuente INDEC, Ministerio de Economía de la Rep. Argentina y serie del tipo de cambio “libre” (operaciones de arbitraje con títulos en el mercado de capitales, operación CCL) obtenido en base a Ámbito Financiero.

⁶⁹Argentina en sus últimos 75 años ha experimentado una elevada inestabilidad económica, quizá la mayor de su historia evidenciando en esos años 4 procesos hiperinflacionarios (1975-1976; 1984-1985; 1989-1990 y 1990-1991), 6 crisis bancarias (1981-1982; 1984-1985; 1989-1990; 1995; 2001-2002 y 2019); 8 crisis de balanza de pagos (1948-1950; 1955-1956; 1958;1962; 1974-1975; 1981-1982; 1989 y 2018-2019) 6 defaults o reestructuraciones de la deuda pública externa (1951; 1956; 1982; 2001; 2014 y 2020) y 5 defaults o reestructuraciones de la deuda pública interna (1982; 1989; 2001; 2007-2009 y 2019) (Ocampo & Cachanosky, 2022). Como bien manifiesta Ocampo y Cachanosky (2022), es un milagro que, en ese periodo de tiempo (75 últimos años), el PIB per cápita creciera entorno al 1% anual promedio, con casi 8 décadas de inflación alta, persistente y volátil, crisis recurrentes de diversas naturalezas, estancamiento económico y severo empobrecimiento social. Pareciera evidente que, de continuar por este camino, el país llegaría a la ruina total.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 30 - SUPERÁVITS FISCALES Y COMERCIALES (%PIB) - ÚLTIMOS 30 AÑOS

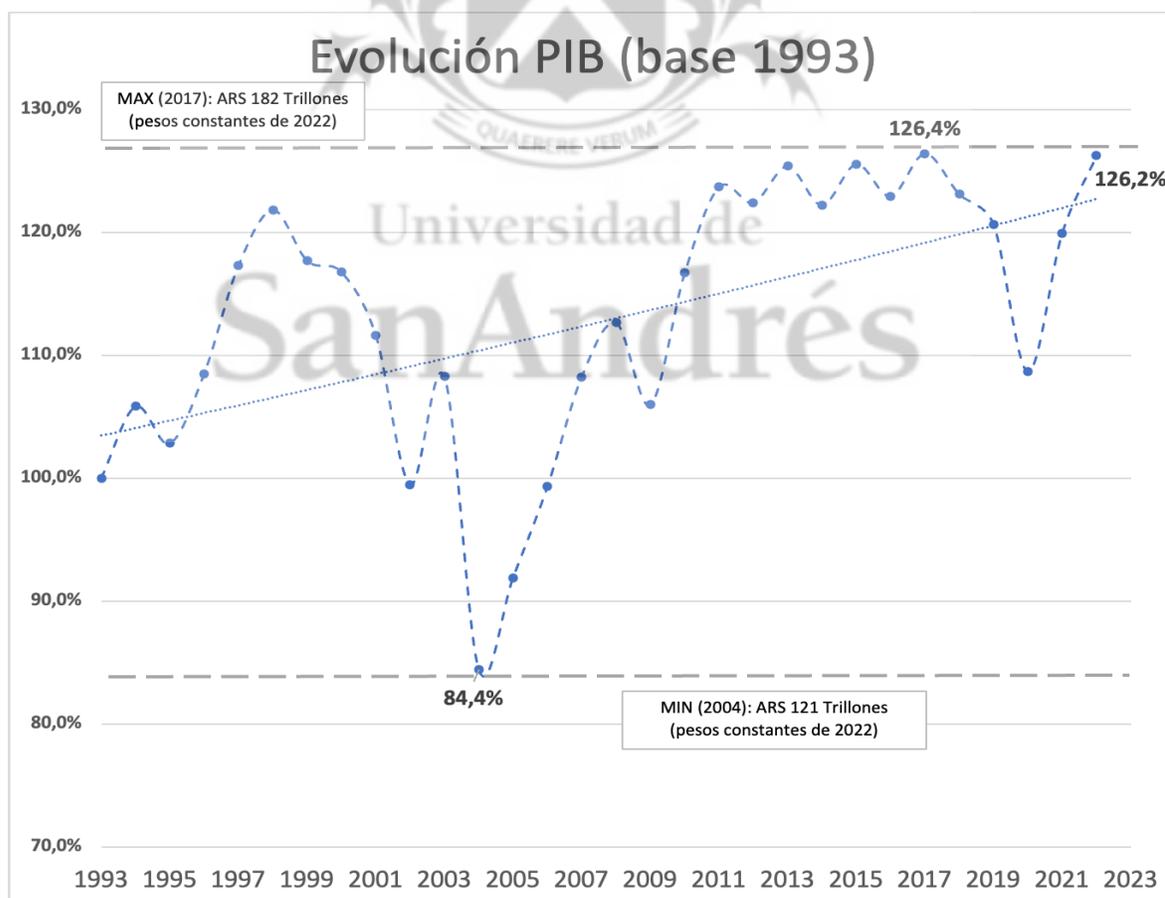


⁶⁹ Gráfico construido en base a datos obtenidos del MECON (Rep. Argentina).

Más precisamente, si miramos los últimos 30 años de la economía argentina, podemos ver que tuvimos 13 años recesivos (de los cuales 6 se concentraron en los últimos 11 años), y solo 8 de esos años evidenciaron superávits fiscales, con 6 de esos años que fueron consecutivos y evidenciaron a su vez superávits gemelos (es decir no solo en términos fiscales, sino también de balanza comercial). Esto último, sucedió entre los años 2003 y 2008, donde la macroeconomía argentina aprovechó (1) la mejor relación hasta ese entonces vista de Términos de Intercambio Externo, (2) blindada por un Tipo de Cambio Real, competitivo y estable y (3) apalancándose en la capacidad instalada ociosa en el mercado de bienes, servicios y del trabajo que había dejado la compleja salida del modelo de Convertibilidad habido durante la década de los noventa.

Mirando los años más recientes, la irrupción de la pandemia originada por el covid-19 con explosión en marzo de 2020, ha generado consecuencias significativas que no han hecho más que agravar la ya deteriorada situación macroeconómica Argentina.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 31 - EVOLUCIÓN DEL PIB, MAX Y MIN (ÚLTIMOS 30 AÑOS)



Las distintas medidas de restricciones sanitarias dispuestas fueron generando, en mayor o menor medida, un impacto casi inmediato en la economía, que vieron caer sus indicadores de producción y actividad rápidamente. En este contexto en Argentina se sancionó la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva, que amparada en la problemática del momento declaró la emergencia pública en materia económica, financiera, fiscal, administrativa, previsional, tarifaria, energética y social. Adicionalmente, la Ley de Presupuesto N.º 27.591 para el año 2021 fue diseñada a efectos de administrar la situación de emergencia económica ya totalmente agravada por la pandemia Covid-19, basándose en dos principios fundamentales: el primero, referente a la estabilización macroeconómica y su estrecha correlación con la recuperación de la actividad económica, y el segundo, atinente a que la sostenibilidad fiscal requiere de esfuerzos consistentes compatibles con un sendero de crecimiento inclusivo. Claro estuvo que todo ello no acarreo ninguno de los impactos buscados, estando a la fecha con niveles de actividad (medidos en PIB a valores constantes de 2022), aún inferiores a los habidos al máximo evidenciado en 2017, con una relación de base monetaria sustancialmente superior, una mayor inflación a la habida por aquel entonces y con relaciones cambiarias sustancialmente atrasadas.

Las consecuencias de la pandemia (fenómeno imprevisible), y las malas medidas y políticas tomadas desde ese período hasta la fecha sobre la economía, afectaron los ingresos de los hogares, las relaciones de trabajo y por consecuencia los niveles de pobreza. Según datos del INDEC en el segundo semestre del 2022, el índice de pobreza llegó al 39,2% (INDEC, 2022) y alcanzando aproximadamente 18.3 millones de personas en todo el país. La métrica no solo resulta alarmante (4 de cada 10 argentinos viven en la pobreza), sino que si miramos la distribución del empleo registrado para fines del 2022, de los 13 millones de empleos registrados⁷⁰, solo 6,29 millones se originan en el sector privado, haciendo que la relación de empleo público respecto de empleo privado sea superior a la unidad.

El escenario social fuertemente deteriorado ya en niveles alarmantes, ha promovido cambios de conducta en los agentes de la economía doméstica. El consumo en particular, comenzó a verse resentido para fines de 2021 y durante el año 2022. Esto además implicó cambios en los patrones de consumo, con fuertes desplazamientos hacia productos sustitutos menos costosos en términos de precio final al consumidor. Este contexto en la plaza local, resulta beneficioso a la empresa bajo análisis, ya que su estrategia de proximidad y fácil acceso pensada hacia el consumidor, los presenta

⁷⁰ Trabajadores registrados, según fuente del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social - MTEySS - (<https://www.economia.gob.ar/datos/>)

como la principal alternativa de escape ante el deseo de consumir los productos que la compañía vende. En términos relativos, la población objetivo de los productos que vende la compañía, ha crecido en términos relativos respecto de productos de consumo discrecionales que durante los últimos años se han mantenido sin crecimientos o incluso con leves contracciones de actividad.

Sin entrar en un análisis exhaustivo de política monetaria, fiscal, cambiaria y/o financiera que hubiera llevado a cabo (pasado) o bien pudiera llevar a cabo (futuro) el estado argentino, cabe observar la evolución de algunas variables en particular, que resultan relevantes para el ejercicio de valoración, en cuanto a lo que identificar el escenario base de proyección respecta. Entre ellas encontramos (1) la evolución de la inflación (evidencia de la pérdida de capacidad adquisitiva de la moneda doméstica), (2) la relación de cambio con el dólar americano (otra cara del poder adquisitivo de la moneda doméstica, y en este caso medida contra la unidad monetaria de mayor aceptación a la fecha en el comercio internacional⁷¹), (3) la existencia o no de restricciones cambiarias que motivasen desdoblamientos cambiarios (en el mercado Argentino, y respecto de su moneda doméstica) y (4) finalmente el riesgo soberano que representa hoy el estado argentino (como acreedor internacional) en tanto y en cuanto este riesgo repercute naturalmente en los activos que tengan mayor o menor exposición a todo lo que al mercado Argentino implique. Respecto de este último punto, también resulta relevante considerar la posición de riesgo soberano de los países del cono sur, dada la existencia de operaciones de venta de la compañía en dichas plazas.

Inflación. Si bien la inflación, como fenómeno monetario, es inherente a todas las economías contemporáneas en tanto estas emplean monedas como medios de pago y unidades de cuenta, no menos cierto es que son pocos los países del mundo que hoy enfrentan este fenómeno con magnitudes desproporcionadas tal que las relaciones relativas de precio se destruyen y la sociedad vive inmersa en una continua ilusión monetaria. Argentina, está dentro de estas pocas economías sintomáticas. Si algo caracterizó al país desde sus orígenes ha sido la constante desvalorización de su moneda y esto se naturalizó como ordinario e irremediable dentro de todos los estratos sociales. De acuerdo a Ocampo y Cachanosky, Argentina muestra desde 1945 ciclos de inflación alta, persistente y volátil como consecuencia del excesivo gasto público (Ocampo & Cachanosky, 2022). Resulta útil,

⁷¹ De acuerdo a CNN, para julio del 2022, el dólar estadounidense, seguía siendo la divisa mayormente aceptada para la compra de bienes y servicios a nivel mundial (<https://cnnespanol.cnn.com/2022/07/26/monedas-divisas-fuertes-inflacion-orig/#:~:text=Al%20ser%20el%20d%C3%B3lar%20la,valor%20de%20las%20otras%20monedas.>). En idéntica línea, sostiene esto un informe de divulgación con fecha de 2019, publicado por Statista, que sostiene que más del 44% de las transacciones (88% sobre 200%, dado que se computa la divisa de entrada y la de salida) se realizan en dólares americanos (<https://es.statista.com/estadisticas/607496/divisas-mas-utilizadas-en-transacciones-a-nivel-mundial/>)

para comprender la magnitud de la problemática de este fenómeno en Argentina, contrastarlo contra sus pares en Latinoamérica. Si tomamos una ventana de tiempo que contemple los últimos 50 años, podemos ver que si bien todos ellos tuvieron períodos con altas tasas de inflación, Argentina, siempre sobrepasó dichas tasas. A su vez y no menos relevante, podemos observar que mientras todas estas economías igualmente jóvenes, comenzaron a abordar el problema (y a obtener resultados favorables) Argentina, no logró resolverlo generando que el deterioro relativo del valor de nuestra moneda en términos de poder de compra respecto de nuestros pares sea cada vez peor. Finalmente, en el gráfico a continuación⁷², se puede evidenciar también que en la actualidad, Argentina enfrenta la peor relación de valor de su moneda respecto de sus pares que hubiera tenido en la historia (por lo menos en la analizada en dicho gráfico – 50 años -), la cual ni siquiera tuvo esa magnitud en los períodos de hiperinflación vividos hacia fines de los 80’.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 32 - INFLACIÓN ARGENTINA EN RELACIÓN A PAÍSES DE SUDAMÉRICA



⁷² El gráfico expuesto en esta página, realiza un cociente entre medias móviles de 5 años, entre la inflación argentina y la inflación promedio de Brasil, Chile, Ecuador, Perú, Uruguay y Paraguay. De esta manera, cuanto mayor sea el ratio obtenido, más elevada resulta la tasa de inflación argentina respecto de la región. Las zonas sombreadas de gris, muestran los años en los que Argentina, evidenció períodos de muy alta inflación (+50% anual) o hiperinflación (+1000% anual). Fuente de datos obtenida del Banco Mundial (<https://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=BR>)

Para el mismo período de tiempo, mientras 7 de cada 10 países tuvieron una tasa de inflación inferior al 10% anual⁷³ (promediando⁷⁴ de 4,93%), Argentina – al igual que Sudamérica - se encontraba dentro de los 3 de cada 10 restantes que tenían problemas severos de inflación, mostrando promedios superiores a 50% anual. No obstante ya en las últimas 2 décadas, mientras que el resto de la región promedió una inflación del orden de 5% (convergiendo a la media del 70% de países en los últimos 50 años), Argentina, promedio 23,6% de inflación anual, demostrando su incapacidad para atacar las causas primarias del problema y su aflicción por no poder preservar el valor de su moneda en el tiempo.

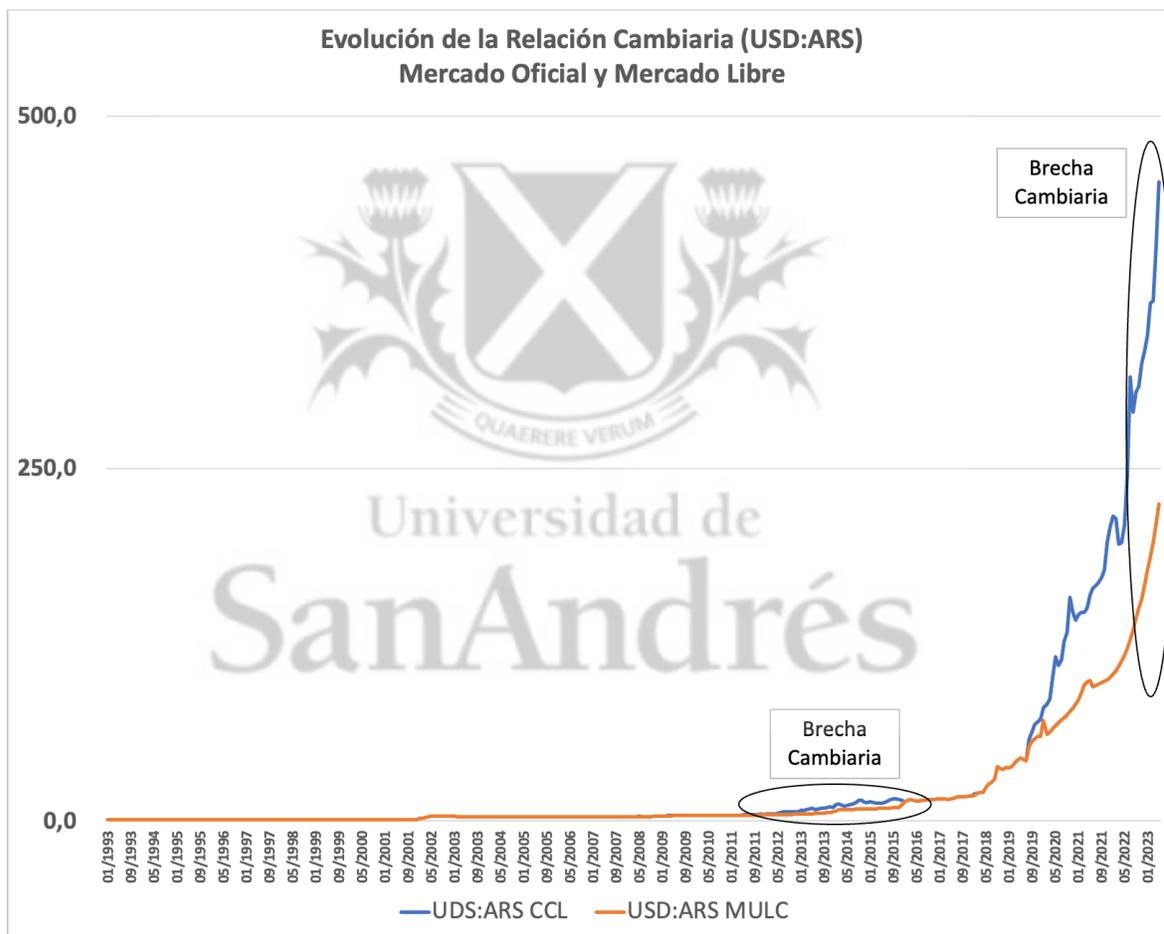
Relación Cambiaria. Ante el fenomenal deterioro de valor de la moneda local (alta y persistente inflación que, como se mostró en párrafos atrás, aflige y afligió al país durante décadas), es inevitable que la relación de cambio de nuestra moneda respecto de otras se deteriore también. Argentina entró en caída libre en un proceso devaluatorio consecuente con su pésimo manejo del fenómeno inflacionario (a excepción del período denotado como Convertibilidad – 1992 al 2001). En relación con esta variable, el problema posee algunos agravantes adicionales. La volátil situación en torno a la inflación doméstica en conjunción con los injertos de política monetaria, cambiaria y de sector externo aplicadas por el gobierno nacional, han generado nuevamente una situación de desdoblamiento cambiario donde a la fecha coexisten 19 tipos de cambio en relación al dólar estadounidense. Este desdoblamiento cambiario nace de restricción que se vuelven a imponer en Argentina para fines de 2019, con elevada probabilidad de que un nuevo gobierno sea electo y con meses antes de materializarse su efectiva elección y posterior asunción. Desde aquel entonces a la fecha, el desdoblamiento entre las relaciones de cambio oficiales (reguladas directamente por el BCRA) y las marginales, comenzó a proliferar entre alternativas de acceso lícitas (ej. arbitrajes bursátiles, conocidos como relaciones de cambio MEP y CCL) y no lícitas (ej. compras de billetes entre privados, a la fecha penalmente sancionado por el régimen legal imperante), más reguladas o menos reguladas (con intervención de órganos de contralor de múltiples fines, AFIP, CNV y el mismo BCRA), pero además fue progresivamente amplificando la brecha entre la relación oficial y las relaciones marginales. Esto claro estuvo, fue consecuencia de lo que quizá fue uno de los peores gobiernos soberanos que se hayan visto en la noble historia Argentina, el cual no solo agravó los problemas de

⁷³ Econometría practicada en base a fuente de datos del banco mundial (<https://datos.bancomundial.org/indicador/FP.CPI.TOTL.ZG?locations=BR>), respecto de todos los países para los que se disponía estadísticas en dicho período.

⁷⁴ Siempre que nos referimos a tasas de inflación, los promedios consignados son geométricos, salvo cuando los mismos implican ponderaciones entre países para componer una tasa representativa de todos ellos en un momento puntual de tiempo.

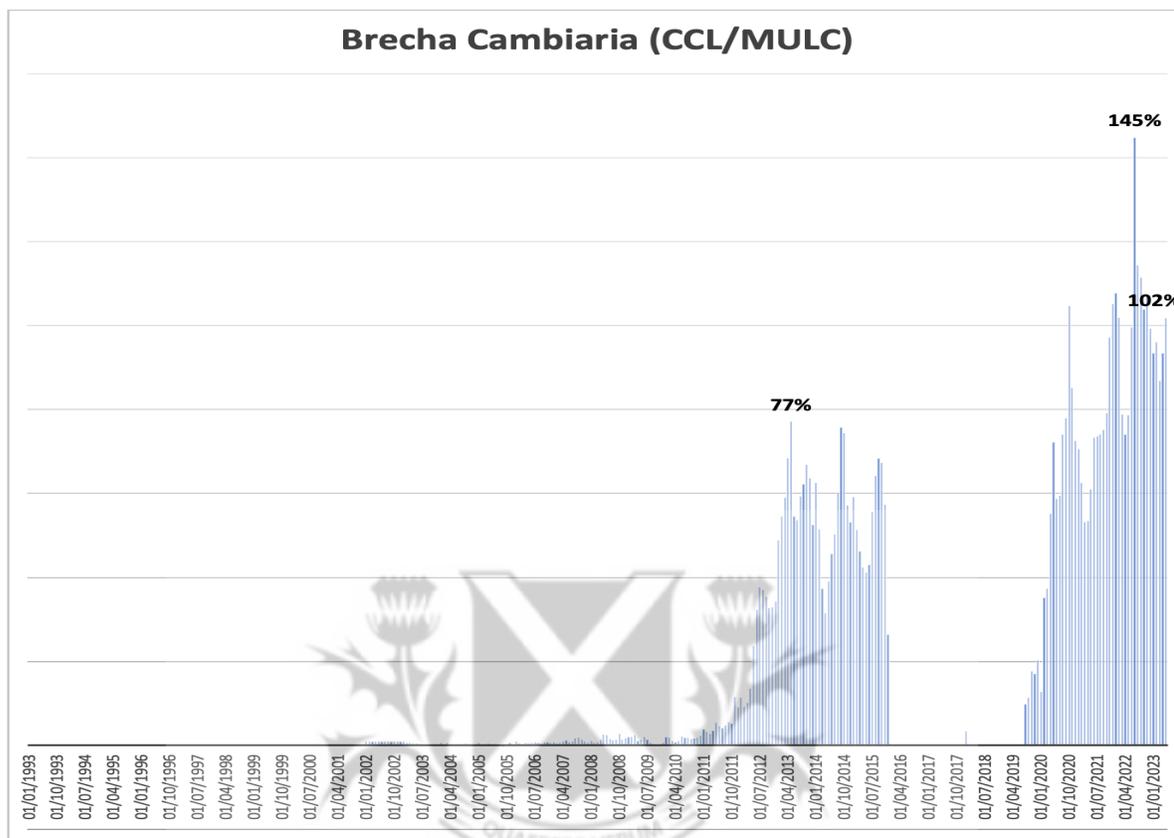
déficit fiscal, sino que agudizó también el déficit cuasi-fiscal, compitiendo en el financiamiento domestico directamente contra el sector privado, en una trampa de liquidez donde absorbió enteramente (o gran parte de) el dinero en circulación en plaza, ante la incapacidad de acceder a financiamiento externo. El gobierno, durante los últimos 4 años, se ensimismo en sostener la nominalidad del tipo de cambio, mientras la nominalidad de la economía comenzaba a volar, cuestión que atrasó sustancialmente el tipo de cambio oficial generando más tensión sobre las brechas cambiarias.

CUADROS, GRAFICOS Y FIGURAS 33 - TIPO DE CAMBIO USD:ARS NOMINAL



Con todo lo expuesto, no es para nada extraño que la población argentina, busque refugio en monedas extranjeras, puntualmente en dólares estadounidenses. Esta situación no hace más que retroalimentar la caída en la demanda de dinero local y una consecuente puja alcista en el precio de la moneda extranjera expresado en pesos argentinos (USD:ARS), acelerando aún más el fenómeno devaluatorio en el que nos encontramos.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 34 - BRECHA CAMBIARIA (CCL/MULC)

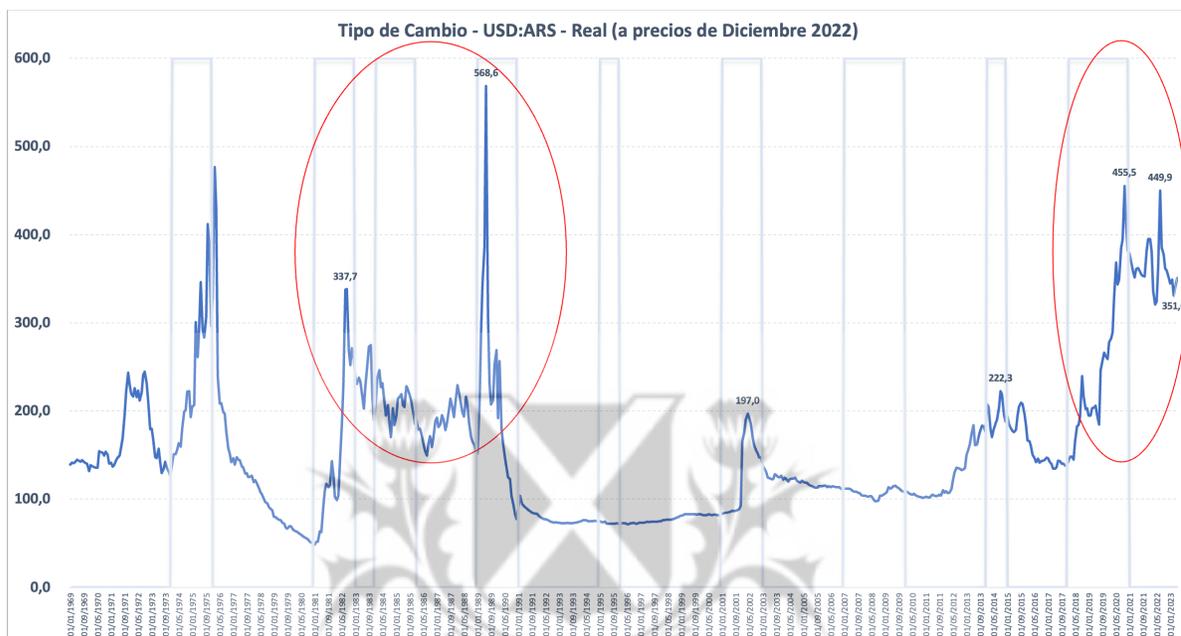


Podemos afirmar, que la economía argentina, de facto ya está dolarizada, como consecuencia de la pérdida de la mayoría de los atributos de la moneda que debería tener el peso, y en efecto, tan prolongado ha sido el período de atraso cambiario oficial y desdoblamiento cambiario vivido recientemente, que los precios de la economía en gran medida ya han corregido por los movimientos habidos en los tipos de cambio libres, ratificando que el tipo de cambio nominal en oficial en USD:ARS 178 pesos, está atrasado sustancialmente contra todas las métricas que se lo analicen (T.C Real en poder adquisitivo de 2022, T.C técnico – en base a relación de activos y pasivos del BCRA, en relación a la balanza comercial invertida, etc.)

En relación a esto último, podemos agregar que en el marco de los controles cambiarios antes referidos, el Banco Central De República Argentina reguló la imposibilidad de acceder al mercado de cambios por numerosos motivos, dentro de los cuales se encuentra, la no liquidación de divisas por exportación, la compra y/o tenencia de moneda extranjera con fines de atesoramiento por parte de personas jurídicas, el repago de capital e intereses de deudas financieras con el exterior cuando el acreedor sea una contraparte vinculada del deudor o bien cuando la liquidación del pasivo no hubiera

a través del mercado regulado por el BCRA (MULC⁷⁵). A la fecha, dichas limitación se mantienen vigentes, generando asimetrías entre iguales, riesgos transaccionales y de operación, como así también oportunidades de arbitraje.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 35 - TIPO DE CAMBIO USD:ARS REAL



Financiamiento Externo y Riesgo País. Actualmente, la capacidad de Argentina de obtener financiación de los mercados internacionales es limitada (por no decir escasa o nula), y ello genera que las perspectivas para que las empresas argentinas puedan acceder a los mercados se vean limitadas en términos del volumen de financiación disponible, sus condiciones y costo de dicha financiación. No obstante ello, cabe destacar que se evidencia un fenómeno anómalo en el mercado doméstico. Mientras que un bono soberano de Argentina con duración de 3 (AL30), está pagando primas por encima de la tasa del tesoro americano del orden de 20% (2000 bp), un bono corporativo de similar duración (Arcos Dorados 2027) paga 2% de prima (200 bp). Esta anomalía, claramente no es sostenible en el largo plazo, tal que o bien un activo está muy castigado (el soberano) o bien el otro activo está muy sobrevalorado (en el ejemplo el bono corporativo de Mc Donalds). Lo concreto es que hay muchos indicios para pensar porque el bono soberano podría estar correctamente castigado, pero no hay tantos indicios para justificar que el bono corporativo argentino deba estar tan sobrevalorado, en tanto que uno de los riesgos existentes para los acreedores de dichos bonos radica en la posibilidad

⁷⁵ MULC, es el acrónimo empleado para referirse al “Mercado Único y Libre de Cambios” el cual es organizado y controlado por el BCRA. Podrá notar el lector, la paradoja del nombre dado a dicho mercado y la realidad circundante de la economía argentina.

de accesos al mercado cambiario para el repago de la acreencia, cuestión que en última instancia depende del gobierno soberano. En otros términos, el riesgo de transferencia pareciera no estar considerado en la valoración del bono corporativo. De sostenerse la situación actual, habría más factores que empujarían la variable a deteriorar el valor de los bonos corporativos (aumentar sus primas) partiendo de esta situación anómala donde el riesgo soberano o de plaza, no estaría siendo copiado de mínima en el precio del activo doméstico expuesto de manera directa a todos los riesgos propios de dicho estado. Como se puede observar, el riesgo de crédito soberano, medido por la prima de riesgo que paga el Argentina por sobre un bono nominado en dólares emitido por el Tesoro de Estados Unidos, está en valores históricamente altos y sustancialmente mayores a los de la región. Como se puede ver en la tabla a continuación, la prima de riesgo soberano⁷⁶ promedio de argentino, en los últimos 15 años ha sido de 10,7% (1000 bp), mientras que la de sus pares de la región fue de 4% (400 bp), siendo a la fecha una métrica extrema, en torno a 25% (2500bp) que refleja el nivel de complejidad que enfrenta el país y lo precario de la situación habida con respecto a las economías de la región.

Déficit Fiscal. De acuerdo con los datos difundidos por la secretaría de Hacienda, el déficit acumulado en los el año 2022 trepó al 3,49% del PIB. Con esto argentina confirma 12 años consecutivos de déficit fiscales sostenidos. Si bien este problema, comenzó un proceso de reversión a la baja entre 2016 y 2019, el mismo no se pudo consolidar como proceso genuino de saneamiento de las finanzas públicas. A su vez, cabe destacar que durante el período 2020, se observó el déficit fiscal en términos de PIB, más elevado de las últimas 2 décadas, afectado por un gasto público récord en el contexto de la crisis sanitaria COVID-19. Si bien se observa una leve contracción relativa en los años posteriores, no menos cierto es que la generación de déficits primarios (15 de los últimos 30 años) y financieros (22 de los últimos 30 años) en el sector público se ha convertido en una constante en los últimos períodos, siendo este el disparador de muchos (sino todos) de los desequilibrios macroeconómicos que fueron mencionados anteriormente.

Déficit Sector Externo y Reservas Internacionales. Argentina posee a la fecha una relación de balanza comercial negativa, en cierta medida agravada por las mismas políticas proteccionistas que pretenden protegerla. De los últimos 30 años, el país solo opero en 9 de ellos con balanza comercial positiva, siendo 7 de estos años concurrentes con los escasos períodos de superávit fiscal (desde 2003

⁷⁶ La prima de riesgo soberano referida se corresponde con el EMBI (*Emerging Market Bond Index*) construido por J.P Morgan Chase, el cual mide la diferencia de tasas entre los bonos nominados en dólares americanos de los estados soberanos emergentes y los bonos emitidos por el Tesoro de Estados Unidos.

a 2009 existieron superávits gemelos). Con un tipo de cambio nominal atrasado, el estímulo a importar ha sobrepasado los de exportar, con el agregado de que las restricciones transaccionales en materia aduanera, han generado escases de ciertos bienes, provocando así que el precio en plaza local – medido en moneda extranjera - se desacople al alza, respecto del precio internacional como consecuencia de la brecha cambiaria existente. Este escenario empuja el recurrente drenaje de divisas que ha sufrido el banco central, tal que las reservas netas se erosionaran, hasta llegar a situaciones de reservas liquidas negativas. En base al promedio histórico de los últimos 30 años del orden de 84 mil millones de dólares anuales contra un consumo promedio por importaciones de 91 mil millones de dólares anuales. Las exportaciones podrían, de sincerarse las variables monetarias y las relaciones cambiarias, rápidamente ubicarse en zona de los máximos históricos que en moneda de diciembre de 2022, representaría 112/117 mil millones de dólares, en tanto que las importaciones, lo que manteniendo las importaciones en el promedio histórico, arrojaría un superávit comercial del orden de entre 21/26 mil millones de dólares al año (con un consecuente alivio para el stock de reservas del BCRA).

En relación a la disponibilidad de divisas del estado soberano (stock), debemos mirar la hoja de balance del BCRA, que para cierre de 2022, tenía un sobredimensionamiento de pasivos remunerados – poco más del doble de la base monetaria existente – y un volumen significativo de activos correspondidos con títulos soberanos contra el mismo estado nacional, pero de carácter subordinado (*deuda junior*) y de poca o nula liquidez. Todo esto permite evidenciar fuertes dolencias en relación a la paridad cambiaria nominal y la problemática de los intereses correspondientes a los pasivos remunerados del BCRA ha adquirido dimensiones alarmantes (déficit cuasi-fiscal). Las reservas internacionales del BCRA están integradas por oro, divisas, colocaciones a plazo y otros. Tomando como dato información oficial del BCRA, las reservas internacionales alcanzaban a diciembre de 2022 un equivalente en dólares de aproximadamente 44.6 mil millones. Esas reservas en términos brutos, se aparean aproximadamente en un 80% tiene como contrapartida pasivos en moneda extranjera provenientes de swaps (China, Banco Basilea y Otros) y encajes bancarios, que requieren autorización para su uso o bien son de los agentes privados de la economía y deben deducirse para llegar a las reservas netas del BCRA. Con el actual escenario de descalce agravado por la poca participación relativa de reservas liquidas, la continua intervención del central en el mercado cambiario como vendedor neto de divisas y la fuerte contracción esperada de ingresos como consecuencia de la sequía que acecho la campaña agrícola 2022-2023, es altamente probable que las relaciones cambiarias deban sincerarse y la multiplicidad de tipos de cambio existentes contra la divisa norteamericana

como así también la brecha cambiaria deban tender a converger a un punto necesariamente superior a los valores hoy observados respecto del tipo de cambio nominal del mercado oficial (MULC).

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 36 – BCRA: HOJA DE BALANCE Y RESERVAS INTERNACIONALES

	en miles (ARS) 31/12/2022	en miles (ARS) 31/05/2023
Hoja Balance BCRA		
Activo		
Reservas Brutas	7.899.644.676	7.898.047.667
TP bajo Ley Extranjera	8.228.212	14.595.048
TP bajo Ley Nacional	14.146.845.693	21.503.754.950
Adelantos Transitorios Gob Nacional	2.793.100.370	3.463.100.370
Derechos por Operaciones de Pase	2.589.520.266	4.523.512.638
Otros Activos	1.102.428.198	1.721.406.039
Total Activos BCRA	28.539.767.415	39.124.416.712
Pasivo		
Base Monetaria	5.203.751.253	5.576.415.359
Medios de Pagos en Otras Monedas	4.274.838	5.470.917
Cuentas Corrientes en Otras Monedas	2.136.795.817	2.631.416.777
Depositos del Gobierno Nacional	1.212.510.504	522.669.945
Otros Depositos Varios	2.561.386	3.593.000
D.E.Gs	75.049.177	101.144.355
Obligaciones con Organismos Internacionales	554.690.932	744.285.710
Titulos Emitidos por el BCRA (Mon Extranjera)	82.870.547	488.442.769
Titulos Emitidos por el BCRA (Mon Local)	10.400.575.230	14.539.280.263
Contrapartida Aportes Gob Nacional Org Internacionales	696.801.440	959.192.598
Obligaciones por Operaciones o Derivados	955.499	7.359.765
Obligaciones por Operaciones de Pase	2.357.640.827	4.110.945.606
Deudas por Convenios Multilaterales de Credito	13.542.996	46.054
Otros Pasivos	3.821.429.781	5.263.008.133
Previsiones	20.091.855	23.526.472
Total Pasivos BCRA	26.583.542.082	34.976.797.723
Total Patrimonio Neto BCRA	1.956.225.333	4.147.618.989
control	-	-
Tipo de Cambio a la fecha de Cierre (MULC Divisa)	USD:ARS 177,13	239,33
Tipo de Cambio a la fecha de Cierre (CCL)	USD:ARS 344,44	453,16



Tomando como corte el cierre más próximo mensual del BCRA con posterioridad a diciembre de 2022, podemos ver no solo el deterioro superlativo que en muy corto plazo sufrió la posición de reservas, brutas como liquidas, sino que además, la posición neta han entrado a zona de valores negativos.

Finalmente cabe destacar que de materializarse las expectativas respecto de la industria extractiva (e.g. litio y/o hidrocarburos), y de darse el contexto climático esperado para ejercicio 2023/2024, (denominado “Super Niño”), la economía Argentina podría gozar de un viento de cola que de ajustarse algunas de las variables macroeconómicas previamente expuestas, podrían retroalimentar positivamente los flujos netos de divisas procedentes del sector externo, dando alivio relativamente inmediato al stock de reservas (y por consecuencia mejorando la hoja de balance del BCRA), permitiendo navegar de manera menos traumática el conjunto de turbulencias que probablemente impliquen las correcciones de los desajustes macroeconómicos existentes (fiscales y cuasi fiscales).

6. SECCIÓN VI - MODELO DE VALUACIÓN

Subsección (1): Construcción de los Flujos de Fondo. Proyecciones.

A los efectos de practicar el ejercicios de valuación fundamental, fue necesario construir flujos de fondos proyectados, correspondientes al negocio y a las decisiones de financiamiento tomadas y por tomar de la compañía. Para ello se trabajó siguiendo la metodología enunciada en los Títulos 3 y 4 de este trabajo. A continuación se describirá analíticamente, como se estimaron y construyeron cada uno de las variables que conforman (1) el flujo de fondos proyectado que se utilizará para determinar el valor de la empresa, (2) el flujo de fondos inherente a la deuda a partir del cual se determinará el valor agregado por las decisiones de financiamiento y (3) el valor del negocio como el de la compañía.

Horizonte Explicito de la Proyección. Unidad Temporal y Nivel de Agregación.

A estos efectos, el primer punto a explicitar, es el horizonte temporal explícito de la proyección. Este punto resulta relevante ya que dentro de este lapso de tiempo, se definirán unidades temporales de estimación y agregación para realizar proyecciones de acuerdo al plan definido por la empresa. A su vez, todo lo que se espera pueda suceder más allá de este punto, será captado por el concepto definido como Valor Terminal (último punto a tratar en esta sección).

Dado que el objeto de la valuación es identificar el valor existente con el negocio funcionando en condiciones equivalentes a las habidas en la última década – es decir en su fase ya madura como punto de partida – e identificar el impacto de la nueva estrategia diseñada para revitalizar el ciclo de vida de la empresa, es que se consideró a nivel corporativo, que el horizonte de estabilización de dicho plan no debía extenderse más allá de 5 a 7 años desde su puesta en ejecución. De esta manera, el horizonte explícito de proyección, considera lo siguiente:

- a. Los primeros 6 años de proyecciones, serán proyecciones cuyo nivel de agregación se resumirá en años pero se construirá en unidades temporales menores, siendo estas unidades temporales **el semestre**. De esta manera se puede evaluar las restricciones y la capacidad genuina de la compañía de abordar la estrategia en cuestión (en materia de producción, capacidad instalada disponible, requerimientos de inversión en activos fijos y fricciones financieras de corto plazo – entiéndase, impacto en el capital de trabajo – dado el marcado componente estacional de la compañía).

Esta apertura de la proyección a nivel de semestres, permite ver cómo se comporta la actividad de producción y ventas, en los momentos de estacionalidad, y justipreciar si el plan de expansión bajo la nueva estrategia cubre uno de los puntos requeridos de el: aplanar la estacionalidad buscando mercados en Latinoamérica con mayores temperaturas promedio y menor amplitud térmica entre las estaciones del año – entiéndase, “verano/primavera todo el año” -. De cumplirse esta premisa, el impacto del crecimiento tendría un derrame positivo en cuanto a riesgo financiero embebido en el ADN del negocio, ya que mitigaría la volatilidad inherente en el ciclo de caja como consecuencia de la ampliación y contracción continua de los stocks mantenidos.

- b. El último año del horizonte explícito de proyección, se convierte en objetivo de estabilización del efecto incremental de crecimiento dado por la nueva estrategia de negocio a la vez que en la referencia para la expectativa de comportamiento más allá del horizonte explícito de proyección. En este punto la tasa de crecimiento, consecuente de la nueva estrategia, se aplanan y tiende a un punto de equilibrio entre los impulsores de crecimiento del negocio (población objetivo, crecimiento de la economía y crecimiento de la industria en particular). De esta manera las relaciones entre las variables de capacidad instalada y capacidad aprovechada – producción, ventas, stocks y disposición de activos fijos – como así también la relación de endeudamiento y posiciones de liquidez, se estiman encontrar en un nivel satisfactorio y no friccional, tal que se pueda asumir se mantengan así en el tiempo más allá del horizonte explícito de proyección.
- c. De esta manera, lo observado en el último período se considera representativo del nuevo patrón de comportamiento de la empresa, razón por la cual, puede ser utilizado como input primario para la construcción del valor terminal.

Los niveles de agregación de las variables contenidas en los flujos proyectados, serán:

1. **Unidades físicas, expresadas en Kilos producto**, respetando la relación estándar que mantiene la compañía de entre kilo y bultos – unidad de estiva - (5,6kg por Bulto). Esta unidad métrica de agregación es necesaria para las proyecciones en términos reales, dado que la misma permite despejar la necesidad de modular incrementos en la capacidad instalada de la planta (tal y como se explicara en la descripción del negocio en la Título 5 de este trabajo). Al trabajar con esta variable en el primer nivel de estimación, se

incorpora la sugerencia del enfoque híbrido de Koller, Goedhart, & Wessels como se expusiera en paginas atrás.

2. **Unidades monetarias en términos reales.** Con base a las estimaciones realizadas en unidades físicas (nivel de agregación anterior) y trabajando con precios de cierre del ejercicio 2022, es factible construir proyecciones de variables contenidas en el flujo de fondos, pero a este nivel, en términos reales. De esta manera, podemos arribar a métricas que resultan impulsoras de nuestro modelo, y que deben validarse en tanto la una resulta restricción de la otra, como unidades a vender, unidades a producir y stocks de unidades terminadas a almacenar para cada unidad temporal. Logramos conformar así proyecciones dentro de todo el horizonte explícito de evaluación de estas variables relevantes. A este nivel, podríamos sintetizar un cuadro de resultados proyectado para cada período, el cual solo nos permitiría evidenciar patrones de comportamiento y testear así la consistencia de nuestro modelo respecto de la historia disponible de la compañía. No obstante, para poder arribar a **proyecciones consistentes de manera integral**, entendiéndose a nivel, Estado de Situación Patrimonial y Estado de Flujo de Efectivo consecuentes con el mencionado cuadro de resultados proyectado, **se hace necesario incorporar hipótesis de evolución de precios** ya que **poseen un impacto sustancial en: (1) necesidades de capital de trabajo, (2) impuestos a las ganancias y (3) necesidad de financiamiento e impacto de su costo.** Esto nos lleva al tercer y nivel de agregación, el cual será el finalmente empleado para el ejercicio de valuación.
3. **Unidades monetarias en términos nominales.** Finalmente, el último nivel de agregación nos permitirá partiendo del segundo nivel y adicionando hipótesis de cambios de precio sostenidos en la moneda empleada para la construcción del modelo – entendiéndose hipótesis de inflación y de cambios relativos en los precios – arribar a todos los cuadros de naturaleza financiera prospectivos que en su conjunto explican y brindan coherencia al plan cuantificado.

Finalmente como se explicitó en la Título 3 y 4 de este trabajo, la moneda a emplear en la construcción del modelo será Pesos Argentinos (ARS), la cual dependiendo del nivel de agregación en el que nos encontremos estará expresada en términos nominales o bien en términos reales, pero siempre respecto de los flujos finalmente empleados para el ejercicio de valuación se corresponderá con pesos argentinos en términos nominales.

Ingresos, Producción y Capacidad Instalada. Crecimiento

La variable principal que impulsa los flujos de fondos esperados **es el nivel de actividad, medido primariamente en ventas** por período de tiempo. Esta variable, ha sido construida considerando tres variables determinantes de ella: (1) la evolución del mercado (industria) – ésta a nivel de producto, de canales de distribución y por regiones – (2) la evolución de la población en las regiones targets objetivo de la compañía y (3) la amplitud térmica media de las distintas zonas dentro de la región target que la compañía opera a la fecha o planea operar en el futuro.

En consecuencia de las proyecciones de las tres variables previamente expuestas, se cuantifico el plan de acción definido por la compañía y se lo dividió en dos niveles: (1) plan de acción en base a actual estrategia y (2) plan de acción en base a nueva estrategia. Mientras el primero, implicaba darlo continuidad con algunos ajustes a la actual dinámica del negocio, el segundo buscaba identificar el impacto marginal de la acción expansiva en la región Latam explotando canales de comercialización poco o nulamente utilizados en la plaza principal de comercialización de la empresa.

Proyección del Mercado de Cremas Heladas y Ventas de la Empresa.

Como se expusiera en el mapeo sobre la industria de cremas heladas, el mercado alcanzaba para fines de 2022, un tamaño equivalente a 11.223 millones de kilos de helado vendidos por año. De todo el mercado, Latam se llevaba cerca del 17% con 1.923 millones de kilos/año, con Argentina concentrando 319M⁷⁷ de los 1.923M de su región.

Lo primero a despejar es **el nivel de kilos de helado por año que se espera sean consumidos en función de las expectativas de crecimiento** expuestas en el título 5, apartado Análisis de la Industria. De esta manera, se tomó un CAGR diferenciado para la industria a nivel global respecto de la industria a nivel regional, donde si bien ambos son positivos, la región se espera crezca levemente por debajo del crecimiento global, explicado por un mayor ritmo expansivo de la región Asia. Esta evolución en kilos expuesta a continuación guarda correlato con la evolución de la población y partiendo de las tasas de consumo anuales per cápita que se evidenciaron en los distintos países que conforman la región Latam (que es objetivo de nuestra empresa), se pudo observar un crecimiento marginal del consumo de kilos por año por persona para 2028. La región Latam que evidenciaba un consumo per cápita de 2,9kg/año, consolidaría 4,2kg año en los próximos 6 años, como consecuencia de una

⁷⁷ "M" en mayúscula, como referencia acotada de millón. De igual forma, podría utilizarse la expresión "k" – en minúscula - seguida de un numero para representar mil.

expectativa de aumentos de temperaturas generalizados en la región, una mejora relativa en las características nutritivas de las cremas heladas y el crecimiento de consumo en países que a la fecha han evidenciado consumos inferiores a los de países como Chile, Argentina y Brasil, cuyos consumos medios per cápita están ya a la fecha muy por encima de la media de la región. Puntualmente para el caso de Argentina, se espera que el consumo per cápita anual, aumente levemente de 6,9kg año para 2022 a 7,9kg año para 2028.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 37 - PROYECCIÓN DEL TAMAÑO DE MERCADO EN TÉRMINOS REALES (KILOS DE CREMAS HELADAS)

Evolución del Mercado (Regiones)	u.m	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	CAGR
Mercado Global	millones de Kg por Año	11.223	11.648	12.090	12.548	13.024	13.517	14.030	3,79%
Mercado Latam	millones de Kg por Año	1.923	1.989	2.058	2.129	2.202	2.278	2.356	3,44%
Mercado Argentina	millones de Kg por Año	319	330	341	353	365	378	391	3,44%

De nuestra proyección base, nuestro mercado objetivo (Latam y Argentina), se mueven a un ritmo promedio geométrico del 3,44% anual. De esta manera, esperamos llegar a 2028, con un mercado Latam de 2.355M de kilos/año, en tanto que Argentina aportará a ese mercado 390M de kilos años. Una vez identificado el tamaño posible de nuestro mercado en base al promedio de estimaciones de crecimiento de la industria, segregamos dicho mercado en función de canales de distribución (Super/Hipermercados – bocas masivas -, Tiendas Dedicadas/Especializadas – ej. franquicias – y Tiendas Generales) y en función de los tipos de productos comercializados en ellos (Helados Industriales Impulsivos, Helados Industriales a Granel y Helados Artesanales). Dado que nuestra compañía objetivo, solo produce cremas heladas industriales, el segmento Helados Artesanales, pierde relevancia, a pesar de ser el que individualmente mayor ritmo de crecimiento anual espera evidenciar en el futuro mediato entre 5,21% y 6,02% anual. Por otra parte, dada la estrategia corporativa, en plaza argentina, el foco es no canibalizar los actuales canales “especializados/dedicados” con los que la empresa logro consolidar su madurez, por lo que el foco está en el comportamiento esperado para ese canal de distribución dentro de la plaza Argentina. En tanto que respecto de la región Latam, el objetivo – si bien circunscripto a helado solo de tipo industrial – ya apunta el mayor concentrador del volumen transaccional anual el cual es canales de

“bocas masivas” como así también “tiendas especializadas”, en tanto que al ser mercados relativamente vírgenes para la empresa, no tienen riesgos significativas de auto-canibalización. De esta manera, nuestro mercado objetivo decanta de la siguiente manera:

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 38 - TAMAÑO DE MERCADO ESPERADO POR REGIÓN, CANALES Y PRODUCTOS

Evolución del Mercado LATAM (Canales)	u.m	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	CAGR
Super/Hiper Mercados - Otras Bocas Masivas	millones de Kg por Año	1.511	1.564	1.618	1.675	1.734	1.794	1.857	3,50%
Tiendas Dedicadas / Especializadas (*)	millones de Kg por Año	364	374	385	395	406	417	429	2,75%
Tiendas Generales (**)	millones de Kg por Año	48	51	55	58	62	66	70	6,18%
Total Mercado Latam	millones de Kg por Año	1.923	1.989	2.058	2.129	2.202	2.278	2.356	
Tasa de Crecimiento mercado LATAM			3,44%	3,44%	3,44%	3,44%	3,44%	3,44%	

Evolución del Mercado LATAM (Productos)	u.m	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	CAGR
Helados Industriales - Impulsivos	millones de Kg por Año	1.247	1.297	1.349	1.403	1.459	1.517	1.578	4,00%
Helados Industriales - Granel	millones de Kg por Año	508	513	519	524	529	534	540	1,00%
Helados Artesanales	millones de Kg por Año	168	179	190	202	214	226	238	5,45%
Total Mercado Latam	millones de Kg por Año	1.923	1.989	2.058	2.129	2.202	2.278	2.356	

Evolución del Mercado Argentina (Productos)	u.m	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	CAGR
Helados Industriales - Impulsivos	millones de Kg por Año	160	163	166	169	173	176	180	2,00%
Helados Industriales - Granel	millones de Kg por Año	96	100	105	109	114	119	125	4,50%
Helados Artesanales	millones de Kg por Año	64	67	71	75	78	82	87	4,98%
Total Mercado Argentina	millones de Kg por Año	319	330	341	353	365	378	391	
Tasa de Crecimiento mercado Argentina			3,44%	3,44%	3,44%	3,44%	3,44%	3,44%	

Es importante destacar que una vez segregada la proyección del tamaño de mercado, en conjunción con el plan corporativo de expansión, podemos identificar soportes y resistencias al

posible crecimiento que la empresa puede evidenciar (a este nivel, aun no circunscribiéndolo a la capacidad instalada de la empresa). Podemos decir entonces que la empresa posee las siguientes resistencias en cuanto a crecimiento máximo posible:

1. A nivel Argentina.

Considerando que a la fecha es su plaza matriz y de mayor peso relativo en su volumen de actividad, resulta relevante observar primariamente, donde está la resistencia - el máximo crecimiento posible - dadas las expectativas de mercado. Si bien ya evidenciamos que el mercado de helados tipifica a nivel mundial como uno de tipo fragmentado, con ausencia de competidores dominantes de la industria, la fuerte presencia de muchos competidores con pocas cuotas de mercado y el dominio relativo de las empresas regionales por sobre las foráneas en sus respectivas plazas, en Argentina esto no es la excepción pero si **la compañía posee a la fecha el 20% del mercado, conformándose individualmente como la empresa de mayor volumen de toda la plaza.**

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 39 - ESTIMACIÓN DE VENTAS EN KILOS PLAZA ARGENTINA

		AÑO BASE						
Ventas de la Compañía Argentina	u.m	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	Participación Mercado	29,40%	30,56%	31,75%	33,00%	34,29%	35,64%	37,04%
Helados Industriales - Impulsivos	millones de Kg por Año	46,9	49,7	52,7	55,9	59,2	62,8	66,5
	Crecimiento Anual Marginal		6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%
	Participación Mercado	20,39%	20,49%	20,59%	20,68%	20,78%	20,88%	20,98%
Helados Industriales - Granel	millones de Kg por Año	19,5	20,5	21,5	22,6	23,7	24,9	26,2
	Crecimiento Anual		5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
Total Ventas de la Compañía en Argentina	Kg por Franquicia/Año	44.161	44.161	44.299	44.439	44.578	44.718	44.859
	Cantidad de Franquicias	1.504	1.590	1.675	1.765	1.860	1.961	2.066
	millones de Kg por Año	66,4	70,2	74,2	78,5	82,9	87,7	92,7
Argentina	Población (millones)	46	47	47	48	48	49	49
Ratio de Atención por Franquicia (Argentina)	RAF	30.743	29.383	28.171	27.009	25.894	24.824	23.798
Participación del Mercado Argentina (Estrategia 1)		20,82%	21,27%	21,74%	22,22%	22,71%	23,20%	23,72%

En estos términos el techo del mercado local, lo encuentra en el volumen total de helados industriales consumidos por año, el cual asciende al 80% del total del mercado, el cual desciende al 50% al tamizarlo por los canales de comercialización empleados en la plaza Argentina (tiendas especializadas/dedicadas y tiendas generales). En línea con esto, y dadas las expectativas de crecimiento no simétricas por tipos de producto en la plaza argentina, logramos estimar que bajo su plan de continuidad de estrategia corporativa, la empresa **podría estabilizar su participación de mercado en zona de 24,71% para el año 2028.**

Se puede observar que si bien la participación consolidada en el mercado Argentina, resulta del 20% al momento base del análisis, la misma es relativamente superior si observamos los segmentos dentro de la industria donde la compañía si compite (dado que no lo hace en el segmento “helados artesanales”). A su vez, el crecimiento de la participación de mercado de la empresa dentro del mercado Argentina, obedece a un ajuste fino sobre la estrategia de proximidad de sus tiendas dedicadas a sus consumidores. Esto permite que la compañía pueda captar un mayor crecimiento anual que el esperado para la industria, como consecuencia de perseguir su objetivo de atención por franquicia el cual en promedio está en el orden de 30.743 habitantes atendidos por una tienda dedicada y su objetivo es de 15.000 habitantes por tienda. Considerando que la media está en zona de target al eliminar del análisis la región Buenos Aires y Litoral, (media ajustada=16.310 habitantes/tienda, Buenos Aires=49.329 habitantes/tienda, Litoral=34.357 habitantes/tienda) y trabajando el asentamiento en dichas plazas rezagadas en el crecimiento local, es que se logrará consolidar una mayor participación de mercado en los próximos 6 años y el ratio promedio de atención por franquicia (tienda especializada) se ubicará en zona de 22.914 habitantes/tienda. De esta manera se espera que la compañía logre el crecimiento esperado en la plaza local (Argentina).

2. A nivel Latam.

A nivel mercado regional, la compañía espera acrecentar su participación, no obstante allí se hace más presente la característica de fragmentado y con dominancia de empresas locales que la industria posee. En este caso, la cuota de mercado de la compañía es para 2022, del 3,62% de la industria (en la región, Argentina incluida) y del 0,34% cuando excluimos la participación de Argentina, siendo un número más que aceptable dadas las consideraciones ya hechas sobre las características competitivas del mercado. Ahora bien, la compañía buscará aquí acrecentar su participación de mercado no solo con su actual estrategia (poco fructífera hasta la fecha) de ventas

con tiendas especializadas, sino también incorporando canales de boca masiva, los cuales concentran más del 79% de las ventas de todo el mercado latinoamericano. Si bien podríamos arrancar aseverando que el techo máximo posible es de 79% del total de mercado, no menos cierto es que eso implicaría subestimar las características inherentes de la industria y a los competidores locales ya asentados en cada plaza de la región. De esta manera, al contrastar dicho techo por el tamaño de mercado cooptado por la empresa más representativa de la región Latam (Froneri), el cual es del 16% de toda la región, podemos aseverar que el techo para nuestro crecimiento posible, se encuentra más próximo a dicho valor que al total de ventas que se canalizan por los canales masivos.

A este nivel veremos en la compañía, dos estrategias coexistir y competir por el crecimiento en la región. A la fecha la cuota de mercado mantenida, se explica enormemente por la estrategia de proximidad con tiendas dedicadas/especializadas (original) y se buscará impulsar dicha participación con la estrategia apalancada en bocas masivas. Estas dos estrategias, que son evaluadas en contraste, terminan por configurar los dos escenarios de valuación del trabajo: (1) entrar finalmente en la madurez del negocio – Estrategia 1, de Continuidad y Estabilización – y (2) Revitalizar el Ciclo de Vida de la Compañía y reingresar en zona de crecimiento maduro, recuperando velocidad y desarrollando nuevas plazas con productos impulsivos.

(A) Plan Continuidad de Estrategia Original.

Esta estrategia nos permite estimar que para 2028, la compañía podría contar con una cuota de mercado de 4,46% (incluida Argentina) y de 0,44% (excluida Argentina), es decir casi 1% adicional a la participación originalmente habida a la fecha. Esto se estima sea posible con el desembarco de tiendas especializadas en plazas como Bolivia, Colombia y Brasil, todos países donde no solo a la fecha la compañía no tiene operaciones (solo incipientemente en Bolivia), sino que en materia de “amplitud térmica media” poseen temperaturas más estables y elevadas que las observadas en los 4 países de la región donde a la fecha ya operan (Argentina, Uruguay, Chile y Paraguay). La estrategia implica el desarrollo de 77 nuevas tiendas especializadas respecto de las 176 tiendas existentes ya a la fecha, con dominancia dentro del total de ellas de los países donde la empresa ya ha penetrado el mercado (Chile, Uruguay y Paraguay). Finalmente, el ratio representativo de atención por franquicia (RAF), pierde relevancia en tanto que la compañía ha validado que dicha estrategia no resulta propicia para desarrollar las plazas extranjeras como si lo hubiera sido en Argentina (de calcular dicho ratio, más conforme incorporamos plazas como Brasil y Colombia, con

super-poblaciones, resultaría en un ratio muy alejado de lógica con la que el mismo fue construido y planteado para alcanzar objetivos de crecimiento en la plaza original – Argentina -).

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 40 - ESTIMACIÓN VENTAS KILOS EN LATAM (SIN ARGENTINA) – CONTINUIDAD ESTRATEGIA ORIGINAL

		AÑO BASE						
Distribución de Ventas Latam (Sin Argentina)	u. m	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Bolivia	Cantidad de Franquicias	0	2	4	6	8	10	12
Brasil	Cantidad de Franquicias	0	3	6	9	12	15	18
Chile	Cantidad de Franquicias	49	51	53	55	57	59	61
Colombia	Cantidad de Franquicias	0	1	2	3	4	5	6
Mexico	Cantidad de Franquicias	0	0	0	0	0	0	0
Paraguay	Cantidad de Franquicias	68	71	74	77	80	84	87
Perú	Cantidad de Franquicias	0	0	0	0	0	0	0
Uruguay	Cantidad de Franquicias	59	61	62	64	66	68	69
Total Franquicias en Latam (Sin Argentina)	Cantidad de Franquicias	176	189	202	214	227	240	253

Ventas de la Compañía Latam (sin Argentina)	u. m	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
	Participación Mercado	0,36%	0,37%	0,39%	0,40%	0,42%	0,43%	0,45%
Helados Industriales - Impulsivos	millones de Kg por Año	3,9	4,2	4,6	4,9	5,4	5,8	6,3
	Crecimiento Anual Marginal		8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%
	Participación Mercado	0,39%	0,41%	0,44%	0,46%	0,49%	0,52%	0,55%
Helados Industriales - Granel	millones de Kg por Año	1,6	1,7	1,8	1,9	2,0	2,2	2,3
	Crecimiento Anual Marginal		6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%	6,00%

Total Ventas de la Compañía en Latam (Sin Argentina) - Estrategia 1	Kg por Franquicia/Año	31.164	31.304	31.594	32.020	32.572	33.242	34.026
	Cantidad de Franquicias	176	189	202	214	227	240	253
	Kg por Año	5,5	5,9	6,4	6,9	7,4	8,0	8,6
Participación del Mercado LATAM sin Argentina (Estrategia 1)		0,34%	0,36%	0,37%	0,39%	0,40%	0,42%	0,44%

Ventas Mercado Local	millones kg/año	66,4	70,2	74,2	78,5	82,9	87,7	92,7
Ventas Mercado Exterior	millones kg/año	5,5	5,9	6,4	6,9	7,4	8,0	8,6
Total Ventas Compañía	millones kg/año	71,9	76,1	80,6	85,3	90,3	95,7	101,3

Ventas Mercado Local	peso relativo	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
Ventas Mercado Exterior	peso relativo	8%	8%	8%	8%	8%	8%	8%

Podemos observar que el plan de crecimiento **bajo la estrategia pre-existente, implica alcanzar un total de 253 franquicias, con presencia en Brasil, Bolivia, Colombia, Paraguay, Uruguay y Chile, y ventas anuales estabilizadas bajo esta estrategia en zona de 8.6M de kilos para 2028.** Bajo este escenario, la compañía **lograría que el 8% de sus ventas se canalicen en mercados externos,** desacoplando parte del riesgo domestico (local-Argentina) y mitigando marginalmente el factor climático que afecta la preferencia de consumo de sus productos sobre los consumidores finales. Si resulta relevante a los efectos de contrastar la evolución esperada en estas plazas, la magnitud de kilos año que se espera pueda comercializar una tienda dedicada. En Argentina, dicha métrica está en promedio en el orden de 41.795kg/año, siendo su target de 45.000kg/año. Para la región Latam, excluida argentina, dicha métrica se ubica en zona de 31.164kg/año y de acuerdo al plan de crecimiento orgánico basada en la actual estrategia se espera ascienda a zona de 34.026kg/año por tienda.

Finalmente, en lo que respecta a la vertical alimentos congelados, en tanto que la empresa no pretende a la fecha, incorporar la producción de dichos alimentos, mientras la misma siga siendo solo una venta apalancada sobre el canal existente de venta de cremas heladas, ha definido no poner foco en desarrollarlo. Por esta razón, la estimación de ventas de esta unidad, se ha mantenido como relación del volumen de ventas estimado de cremas heladas, bajo el supuesto de continuidad de operaciones basado en los datos más recientes y con el argumento de que existe (con evidencia empírica), tracción de venta de dichos productos cuando los mismos son exhibidos en las tiendas especializadas. Respecto de esta vertical de productos, solo se estima sean vendidos bajo la estrategia continuidad, no siendo por lo pronto, parte del plan incorporarlos en la nueva estrategia de ventas a través de bocas masivas, por las mismas razones previamente enunciadas.

(B) Plan desarrollo Nueva Estrategia en Plazas del Exterior.

Bajo este plan la compañía, busca canalizar sus productos en el exterior, a través de bocas masivas, explotando el canal que como se mencionara anteriormente no solo no explotaba bajo su original estrategia, sino que además representa el mayor caudal de ventas del mercado. De esta manera, la compañía, aprovechando su aparato y sistema logístico pre-existente, buscará celebrar acuerdos de negocios conjuntos con entidades de expendio masivo para comercializar (1) su propia marca, (2) marcas blancas a pedido de dichas empresas o (3) marca propia y marca blanca de la

empresa comercializadora. En este escenario, la estrategia pasa por explotar la capacidad instalada existente, no teniendo restricciones significativas por auto-canibalización fuera de la plaza Argentina y buscando plazas que además ofrezcan climas cálidos relativamente constantes a lo largo del año. Parte de la estrategia de ventas por bocas masivas, implica la venta a través de la industria hotelera que en la región Brasil y Colombia, tienen alto impacto por ser zonas de elevada explotación turística con ofertas de tipo “todo incluido”. En este escenario, la compañía buscará obtener entre 1,5% y 2,5% adicional de la plaza Latam en los próximos 6 años, una hazaña para nada desdeñable que implicará afrontar nuevos riesgos incrementales, que deberán ser en la medida de lo posible acotados por tramos condicionados a grado de avance y éxito de la estrategia.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 41 - ESTIMACIÓN DE MERCADO LATAM (SIN ARGENTINA) - ESTRATEGIA CANALES DE COLOCACIÓN MASIVOS -

		AÑO BASE						
Ventas de la Compañía Latam (sin Argentina)	u.m	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Bolivia	millones de Kg por Año	0,2	0,4	0,9	1,4	1,9	2,5	3,1
Brasil	millones de Kg por Año	-	2,2	5,1	8,1	11,1	14,2	17,3
Chile	millones de Kg por Año	-	1,0	2,5	3,9	5,4	7,0	8,6
Colombia	millones de Kg por Año	0,3	0,9	2,2	3,5	4,8	6,2	7,6
Mexico	millones de Kg por Año	-	-	-	-	-	-	-
Paraguay	millones de Kg por Año	-	0,0	0,1	0,2	0,2	0,3	0,4
Perú	millones de Kg por Año	-	0,5	1,2	1,9	2,7	3,5	4,3
Uruguay	millones de Kg por Año	-	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Total Ventas en Latam (Sin Argentina) - Estrategia 2	millones de Kg por Año	0,4	5,1	12,0	19,0	26,3	33,7	41,3
Helados Industriales - Impulsivos - Canal Bocas Masivas de Expendio	Crecimiento Anual marginal (solo de esta E2)		1098,70%	136,23%	59,10%	38,07%	28,25%	22,57%
	Crecimiento Anual Consolidado		12,24%	14,00%	12,75%	11,75%	10,93%	10,24%
Participación del Mercado LATAM sin Argentina (Estrategia 2)		0,03%	0,36%	0,82%	1,26%	1,68%	2,08%	2,46%
Ventas Mercado Local	millones kg/año	66,4	70,2	74,2	78,5	82,9	87,7	92,7
Ventas Mercado Exterior	millones kg/año	5,9	11,0	18,3	25,9	33,7	41,7	49,9
Total Ventas Compañía	millones kg/año	72,3	81,2	92,5	104,3	116,6	129,3	142,6
Ventas Mercado Local	peso relativo	92%	86%	80%	75%	71%	68%	65%
Ventas Mercado Exterior	peso relativo	8%	14%	20%	25%	29%	32%	35%

A los efectos de llevar a cabo esta estrategia, y en vistas a “acotar los riesgos incrementales” a tramos discretos, es que esta variable será primero determinada por la capacidad instalada ociosa que resultare de cotejar el nivel de actividad esperado de acuerdo al plan de continuidad de la estrategia original y la dotación de recursos físicos afectados al negocio con más las inversiones de mínima que el negocio tal cual está definido requiere año a año. En segundo nivel, y ya con el techo definido por la capacidad instalada aún no utilizada, se contrastará con la posibilidad fáctica de desarrollar dichas plazas bajo dicho formato de comercialización admitido por la industria, tal que se acompase el crecimiento, la capacidad habida y la necesidad incremental de recursos que esto pudiera demandar, sin poner en riesgo el actual estadio maduro del negocio en curso. Por todo ello, a continuación se incorporará la relación de aprovechamiento de capacidad instalada medida en Kilos y turnos de producción de la planta matriz de la compañía para así poder volver a cerrar esta sección definiendo niveles de venta incrementales físicamente posibles (por mercado y por capacidad) y financieramente factibles.

Nos resta por definir la atribución temporal de las ventas, las cuales no son equidistribuidas a lo largo del año, sino que tienen una marcada estacionalidad como consecuencia de la reacción de los consumidores a los cambios de estación (estaciones frías versus estaciones cálidas). Para esta distribución, nos valimos de los comportamientos observados en la compañía a la fecha (entre temporada alta y baja) y abrimos las estimaciones de ventas anuales en semestrales para trabajar las proyecciones y luego sobre la base inicial que ponderaba principalmente ventas en plaza Argentina, ajustamos por un coeficiente que normaliza las diferencias de amplitudes térmicas entre las distintas regiones. De esta manera afectamos el factor climático a la dinámica de ventas de la empresa, tal que a menor amplitud térmica y más constantes temperaturas de tipo cálidas, más posible es que las ventas se equidistribuyan durante el año y viceversa. De esta manera afectamos el tercer factor considerado como determinístico del nivel de actividad y riesgo del negocio de la empresa, la temperatura a través de las características climáticas de cada región en materia de temperaturas. En el **Anexo II se sintetizan el total de ventas esperadas por semestre, por año, por país y por tipo de producto de los que la empresa comercializa, tanto bajo la estrategia original (venta a través de tiendas especializadas/dedicadas) como así también bajo la estrategia alternativa de venta en regiones foráneas bajo bocas masivas de expendio.**

Dimensionamiento y aprovechamiento de la capacidad Instalada de la Empresa.

Como bien se expuso en el título 5 de este trabajo al describir a la compañía, la capacidad instalada de la misma es consecuencia de la conjunción de 3 factores: planta y equipos instalados, cantidad de días laborables por período de tiempo año y turnos diarios trabajados (1,2 y hasta 3 turnos posibles de 8 horas cada uno). Dada la actual dotación de equipos y tecnología de la empresa, reducimos la capacidad instalada a la combinación de turnos diarios activos y cantidad de días laborables al año. De esta manera la empresa tiene flexibilidad suficiente para modular su producción a pesar de ser esta de carácter continuo. Como viéramos en el Cuadro 16 (pág. 49) la empresa dispone de una capacidad instalada máxima equivalente a 438M de kilos por año, lo que implica un 23% de todo lo que consume Latam y poco más de 1,4 veces lo que consume toda la Argentina.⁷⁸ Por el contrario, la capacidad mínima instalada se da en el escenario de explotar 1 turno diario de trabajo, durante los 252 días hábiles que en promedio posee un año (no trabajando sábados, domingos, ni feriados), y asciende a 100M de kilos/año. A la fecha, la planta opera con esta última combinación de factores (mínima capacidad instalada posible), y toda la inversión destinada a la compañía en materia de activos fijos productivos, se asocia con la renovación de maquinaria, la incorporación de nuevas tecnologías fabriles en materia de alimentos, equipos que mejoran los testeos de calidad y eficientizan la racionalización de materias primas y la robotización de ensamblado, embalaje y paletizado de los productos finales, entre los más relevantes. Es decir que si bien la compañía invierte recurrente y significativamente (como viéramos en el título 5), dicha inversión en los últimos 3 años se a destinado no al acrecentamiento de la capacidad instalada (porque no lo necesita, ya que está subutilizando capacidad disponible al operar en su tramo más bajo de capacidad instalada) sino que fue orientada a mejorar la dotación tecnológica de la misma permitiéndole ofrecer productos a la vanguardia en materia de calidad y preferencias de los consumidores.

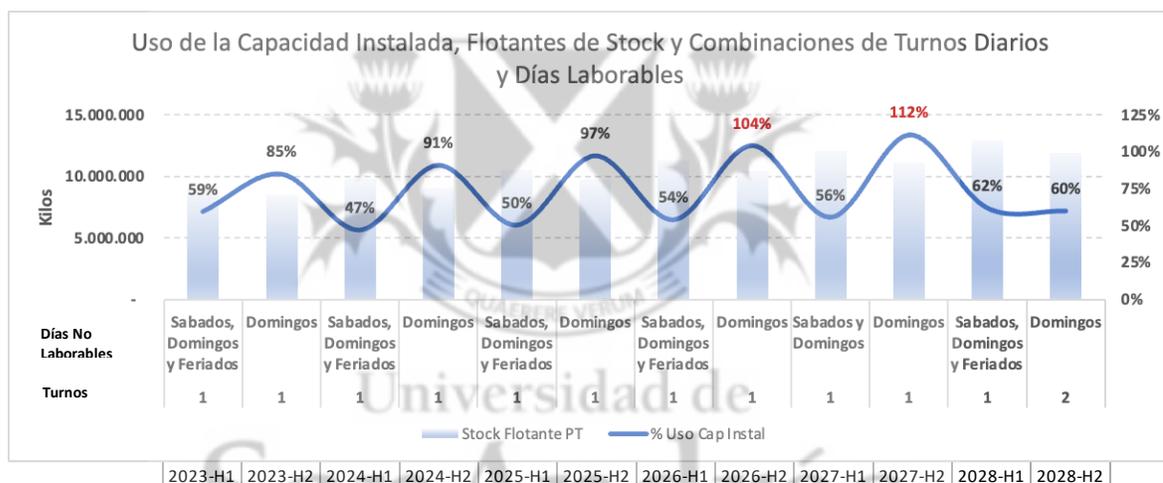
A los efectos de estimar como el nivel de actividad previsto para los años de la proyección se ajusta a las restricciones fácticas de planta y como ello a su vez retroalimenta en la estructura de costos del negocio, es que semestre por semestre se itera el plan de ventas estimado, considerando además el comportamiento del stock como consecuencia de su política de producción y almacenamiento, se refleja a través del ratio de rotación que en temporada baja se comprime a 58

⁷⁸ Claro está por qué caracteriza como la planta fabril de helados más grande de Sudamérica y una de las 5 más grandes del mundo, según fuente IICC (International Ice-Cream Consortium) a través de su web page: <http://www.internationalicecreamconsortium.com/aboutus/ourmembers/>

días mientras que en temporada alta se extiende a 161 días⁷⁹. Las cuestiones relativas a la estimación del ciclo de efectivo y las políticas operativas consecuentes se tratan en apartados posteriores dentro de este título.

De esta manera podemos ver, en el Anexo II, como la capacidad instalada va ajustando a tramos y de manera flexible, en función del (1) plan de ventas, (2) del plan de producción y el consecuente nivel de stocks a mantener y (3) la combinación de días laborables por semestre – extrapolados de los días laborables año, agregando o sacando, sábados, domingos y/o feriados – con la cantidad de turnos activos de la planta. El grafico a continuación sintetiza lo expuesto en el Anexo II como tabla.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 42 - USO DE CAPACIDAD INSTALADA EN FUNCIÓN PROYECCIÓN DE VENTAS



Se puede observar que en solo dos semestres de temporada alta (2026-H2 y 2027-H2), tenemos producciones levemente friccionales respecto de la capacidad instalada (combinación equipos, turnos diarios y días laborables al semestre). Dada la magnitud del desvío, en el modelo no se amplifica a tramos discretos, ni la cuantía de turnos a costear ni la cantidad de días laborables por semestre, sino que se ajusta vía horas extra, a que nivel de modelo sobre costea la actual dinámica de costos fijos evidenciados por dotación de personas en planta productiva. De esta manera, no se agrega un turno adicional (cuyo salto discreto en costos resulta significativo) ni tampoco se obliga a trabajar los domingos de forma continua en los turnos operativos ya existentes, cuestiones que en ambos casos generan saltos abruptos y significativos en la estructura de costos operativos,

⁷⁹ Ver página 54, análisis del ciclo de efectivo y comportamiento irregular de la rotación del stock entre temporada alta y temporada baja.

dotando al negocio de mayor nivel de riesgo operativo en consecuencia. Finalmente puede evidenciarse como recién en el último semestre del 2028, el nivel de actividad esperado en ventas y consecuentemente en producción dado el plan de stocks flotantes de producto a mantener, se eleva a 2 turnos continuos durante todo el semestre.

Cabe concluir que en relación al impacto en ventas estimado de la nueva estrategia, tendríamos una capacidad aprovechable inmediata de costos fijos de operaciones que nos permitiría, solo soportando los costos variables de producción y logística, aprovechar a favor el apalancamiento operativo existente (ver Anexo II). Esto significa, un disponible de kg para producir, de en promedio 17M de kilos por semestre de cada año, con entre 23/26M en los semestres de baja y 9/11M en los semestres de alta, cuestión que sería incluso provechosa, pensando que los esfuerzos principales de la estrategia incremental irían a la región más turística bajo hipótesis de marca blanca de la empresa responsable del expendio masivo y/o concentrado.

Costos de Operaciones.

Los costos de operaciones fueron estimados en función de su relación identificada en base al análisis de la performance económica histórica de la compañía. A este nivel, se segregaron costos en función de su comportamiento por variabilidad respecto del nivel de actividad y de su relación directa o no con el producto de la compañía.

En resumidas cuentas, los costos de operaciones se clasificaron en función de la evidencia empírica de la organización, de manera tal que no solo pudiéramos asociarlos directamente a la función de producción del bien respecto de cualquier otro tipo de actividad inherente a la operatoria del negocio sino que además pudiéramos escindirlos entre variables o fijos (en un rango relevante de capacidad instalada, que se mencionara en el apartado anterior), tal que nos permitiera estimar el comportamiento de dicha estructura de costos en tanto el nivel de actividad de la compañía muta con el tiempo. En base a estas relaciones predefinidas, podemos escindir el comportamiento de precios (cuestiones de nominalidad) y trabajar de acuerdo a la metodología seguida y propuesta por Koller, Goedhart, & Wessels al enunciar como primer paso la estimación de la performance operativa en terminos reales en tanto que esto permite luego avanzar al segundo nivel del modelo que nos permite incorporar las relaciones de precio y finalmente estimar movimientos de dichos flujos por nominalidad en base al escenario macro previsto.

Cabe destacar que del ejercicio practicado sobre la estructura de costos, se puede percibir el nivel de riesgo operativo que posee la compañía, en tanto que se puede dimensionar la magnitud de costos que la misma tiene lanzados, relativamente ajenos al volumen de actividad con el que efectivamente se encuentre (el ejemplo mas nitido es quizá la dotación de personal, en todas sus funciones requeridas). Esto permite que al evaluar crecimiento real por mayor volumen de actividad de la empresa, podamos captar los beneficios (y eventuales perjuicios) del apalancamiento operativo, en tanto que mientras tengamos capacidad instalada aprovechable, los costos marginales de dicho crecimiento obedecen a los costos variables y directos de las unidades incrementales. Por el contrario, cuando superamos dicha relación en umbrales significativos (como vieramos en el apartado anterior, para el semestre H2 de 2028), nos vemos forzados a redimensionar la capacidad instalada, y en consecuencia enfrentamos un salto discreto en la estructura de costos fijos que nos lleva inexorablemente a reconfigurar las relaciones de punto de equilibrio, márgenes de seguridad operativos y riesgos operativos.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 43 - MAPEO DE COSTOS DE OPERACIONES POR CONCEPTO Y VARIABILIDAD

Anexo de Gastos (por Concepto)	Tipificación (V/F)
Consumo de MP-EE	Variable
Retribuciones y Cargas Sociales	Fijo
Gastos del Personal	Fijo
Servicios Públicos	Fijo
Otros Servicios	Variable
Reparaciones y Mantenimiento	Fijo
Gastos de Limpieza	Fijo
Tasa Comercio e Industria (Municipalidad)	Variable
IIBB (Provincia)	Variable
Gastos de Exportación e Importación	Variable
Otros Impuestos	Variable
Librería, Papelería y Útiles	Fijo
Honorarios Profesionales	Fijo
Honorarios a Directores	Variable
Publicidad Propaganda	Fijo
Comunicación y Marketing	Fijo
Alquileres de Camaras y Fletes	Fijo
Seguros	Fijo
Gastos de Seguridad y Vigilancia	Fijo
Gastos de Laboratorio	Fijo
Gastos Generales	Fijo
Donaciones	Fijo
Intereses y Otros Gastos Financieros	No Aplica
Diferencia de Cambio	No Aplica
Depreciaciones PPE	Fijo
Activos Intangibles AI	Fijo
Total de Gastos Período	Tipificación

En relación a los costos operativos de naturaleza variable, tenemos Materias Primas y Envases como el más relevante. En segundo nivel encontramos Gastos de Exportación e Importación que junto a Otros Servicios se corresponden con gastos transaccionales, principalmente de logística de venta a exterior y compra de insumos foráneos. En tercer nivel encontramos los distintos impuestos y tasas municipales, provinciales y nacionales que graban directamente la actividad. Finalmente, la remuneración a directores que está

atada a performances del negocio y por ello se la consideró variable a nivel de actividad.

- En relación a los costos fijos, los más relevantes se corresponden con el costo de personal consolidado, y en su conjunto todos ellos han sido considerados como fijos a rangos relevantes de nivel de actividad. Esta aclaración resulta relevante al modelo. En tanto que asumir que todos ellos son variables, disipa el riesgo operativo a la vez que subestima la potencia de beneficios en los extremos de máxima de los rangos de actividad tolerables, es que se los modeló como semifijos dentro del horizonte temporal de análisis. Esto significa que en el horizonte explícito de la proyección todos estos componentes de costo considerados “fijos”, lo son dentro de cada tramo identificado de capacidad instalada. De esta manera, todos los costos fijos saltan a tramos discretos (sin considerar aún las mutaciones de precios relativos ni los cambios de precios por nominalidad) en tanto la compañía re-escala su capacidad instalada (sea esto al alza o a la baja).

Finalmente cabe aclarar que más allá del horizonte temporal explícito de proyección, todos los costos se mueven de forma variable contra el nivel de actividad, de manera tal que esto implica mantener constantes las relaciones en términos reales de recursos empleados para lograr una unidad de producto finalmente enajenada.

Depreciaciones y Amortizaciones de Activos Fijos.

Las depreciaciones y amortizaciones (D&A) de Activos fijos se estiman en función de la vida útil promedio evidenciada de la actual dotación de activos fijos empleada por la compañía. En su conjunto, la empresa denota una vida útil que promedia 11 años. A los efectos de las proyecciones del cuadro de resultado se presume que el ritmo de consumo promedio de las inversiones que la compañía realiza se ajusta al promedio efectivo que demuestra en sus últimos ejercicios económicos.

De esta manera, se sostienen las D&A existentes, hasta agotarse dada la vida útil promedio observada y se incrementan las mismas conforme la compañía realiza nuevas inversiones en activos fijos en función de su política de inversión.

Precios de Venta y de Costos. Hipótesis de evolución y correlaciones de precio.

Precios de Venta (unidades monetarias)

Los precios de venta, tanto para productos cremas heladas impulsivas, cremas heladas a granel y alimentos congelados, se toman a valores del momento de inicio del análisis. Estos precios se dividen en precios en plaza local y precios en plaza exterior, para lo que corresponde con cremas heladas. Los precios de plaza local, ajustan en sintonía con la inflación esperada respecto de la moneda doméstica (peso – ARS) – corrigen a la misma tasa a la que se espera corrijan los precios de la economía durante dicho período. En tanto que los precios de venta en plaza exterior, se encuentran nominados en dólares estadounidenses (USD) y los mismos ajustan contra inflación esperada en dicha moneda – igual comentario al anterior.

En todo momento los precios de venta expuestos son netos de impuestos trasladables, ejemplo IVA y representan el precio promedio ponderado de los productos comercializados desde fábrica matriz bajo el agrupador que corresponda (Helados Impulsivos, Helados Granel o Alimentos Congelados). En consecuencia este no es el precio que finalmente paga el consumidor final, en tanto que existen no menos de dos eslabones posibles en la cadena: tiendas especializadas o bien distribuidores que luego remesan a tiendas generales y/o bocas masivas de expendio.

Precios de Venta Base	Plaza Local	Plaza Exterior
Cremas Heladas Impulsivos (kg)	ARS 273,67	USD 2,33
Cremas Heladas Granel (kg)	ARS 200,26	USD 1,70
Alimentos Congelados (bulto)	ARS 383,93	NA

Los precios de venta en plaza local, se ajustan semestralmente contra inflación del período sin rezago dado que la compañía ya ha definido como política a implementar desde este año ajustes de frecuencia bimestral y/o mensual ante el evidente ritmo acelerado de evolución general de los precios en la economía doméstica. En tanto que los precios de venta en plaza del exterior se ajustan

al año siguiente en función de la inflación observada en dólares estadounidenses, y siempre que la misma sea superior al 2% anual.

Cabe destacar que el precio promedio mundial de kilo de helado a consumidor final se ubica en torno a los USD 5,56, con una dispersión significativa en un rango que va desde USD 1,20 el kilo hasta USD 23 el kilo.⁸⁰ Puede apreciarse como el precio de venta por unidad física de producto de la compañía se ubica más próximo al extremo de mínima, en sintonía con la estrategia competitiva adoptada (proximidad al consumidor en base a las 3 premisas: geográfica, económica y afectiva)

Costos Variables (unidades monetarias)

En tanto que los costos variables de estos tres grupos de productos se corresponde con gastos nominados en la moneda de plaza local (ARS), predominantemente, en tanto que los insumos importados que utiliza la compañía no representan el 5% del total de costos en insumos y materias primas requeridas para fabricación de sus productos y existiendo alternativa de sustitución vía proveedores domésticos que a la fecha resultan económicamente menos provechosos. De esta manera los costos de naturaleza variable, en lo concerniente a precio ajustan contra la evolución de precios doméstica, que en este caso se ha asumido de comportamiento reptante en promedios móviles de 2 períodos (t-1 y t) de las tasas de inflación en pesos esperada en el horizonte de proyección. Este comportamiento asumido, obedece a que los costos incurridos, en su gran mayoría, se corresponden con insumos, materias primas y envases, muchos de los cuales son adquiridos con anterioridad a su consumo en el proceso productivo (almacenados como materia prima en si mismo), en tanto que su formato de compra admite oportunidad por ventanas de tiempo (caso de frutas) o bien volúmenes significativos (caso de azúcar, leche en polvo y cacao). Finalmente para el caso de la nueva estrategia de crecimiento vía bocas masivas, se estima un costo variable unitario por kilo de helado vendido, del orden de USD 0,25 en concepto de logística y otros servicios directamente atribuidos al volumen transaccional.

Costos Operativos	Crema Heladas (Kg)	Alimentos Congelados (Bulto)
Costo Variable de Producción	ARS 190,78	ARS 288,37

⁸⁰ Según relevamientos realizados ad-hoc por la compañía, estos son los extremos de precio que se observan entre casi 25 países tomados en la muestra por ellos solicitada.

Otros Costos Variables	ARS 1,39	NA
Nuevos Costos Variables (Estrategia 2)	USD 0,55	NA

A diferencia de los precios de venta, que disocian entre precios de plaza local y plaza foránea, los costos variables, en cuanto a valor monetario, son homogéneos cualquiera sea el destino del producto (local o exterior), por lo que a este nivel existe un riesgo de moneda adicional al modelo de negocio que desacopla la moneda de nominación de parte de sus ventas respecto de la moneda de nominación de los costos variables y directos necesarios para obtener el producto desarrollado.

Costos Fijos (unidades monetarias)

Para el caso de los costos fijos, el valor unitario de base tomado como referencia se corresponde con el evidenciado al cierre del ejercicio 2022, el cual a su vez era consistente con un nivel de actividad dimensionado para el rango de capacidad instalada de 1 turno diario con 252 días de trabajo. Para la fecha de cierre de ejercicio, este valor representaba semestralmente 923M de pesos. Este valor se trabajó, como se mencionara en el apartado “Costo de Operaciones”, con dos componentes mutables pero sintetizados en una única variable monetaria (a diferencia de los costos variables que segregaron en cantidad y precio). De esta manera, el modelo simplifica el comportamiento de estos elementos del costo a rangos, ajustando dos factores de cambio en una única variable por período de tiempo de la siguiente manera:

(A) Cambios por Capacidad Instalada. Estos cambios son de tipo discreto y por períodos semestrales completos, es decir, íntegros dentro de la mínima unidad temporal de agregación. De esta manera, por cambios motivados en redimensionamiento de la capacidad instalada, **todos los costos fijos, saltan en rangos relativos a la relación de turnos adicionales**. A modo de ejemplo, si la compañía trabaja 1 turno y de pronto debe pasar a trabajar dos de ellos, en el período inmediato siguiente, compone la base de costo inmediata anterior por una relación de 2:1, duplicando la estructura de costos fijos. Ahora bien, si de pronto pasara de 2 a 3 turnos, la relación de composición se estima en 3:2, es

decir de 1,5x ya que el marginal de crecimiento de dicha capacidad se corresponde con un 50% de la estructura de costo preexistente.

(B) Cambios por mantener Actividad en Niveles Friccionales. Cuando el modelo evidencia niveles de actividad por encima del volumen máximo de operaciones dado por la capacidad instalada (entiéndase: equipos * turnos diarios * días laborables año), el mismo ajusta dicho desvío de manera marginal en una relación de sobre costo equivalente al desvío evidenciado. A modo de ejemplo, tomemos el período estimado de ventas 2026-H2 de nuestro escenario base. En dicho período se puede observar una sobreproducción del orden del 4% respecto del máximo admisible por la capacidad fija dada. En dicho caso, el costo fijo se ajusta en una relación de 1,04 respecto del habido en el período inmediato anterior. Cabe destacar que este factor de cambio se valida en cada semestre proyectado dentro del escenario base.

(C) Cambios motivados por inflación. A este nivel se realizan cambios asumiendo una correspondencia con la inflación observada para un cierto período respecto de los valores monetarios correspondientes con los recursos de comportamiento fijo (dado el rango relevante). Dado que más del 75% de los costos de naturaleza fija se corresponden con gastos del personal y que la evidencia muestra que los mismos corrigen con rezago (cualquiera sea la unidad temporal tomada, pero más marcadamente cuanto más acotadas o pequeñas son dichas unidades de tiempo – ej. día, semana, mes, semestre, año, etc.), es que la corrección por nominalidad de estos gastos se realiza en base a la inflación esperada del período $t-1$ (inmediato anterior), a diferencia del resto de las variables monetarias que se ajustan en sintonía con la inflación esperada para el mismo período de tiempo (t en t).

Finalmente respecto a la dinámica de precios, se exponen al final de este título las hipótesis de inflación en moneda doméstica (ARS), en moneda foránea (USD) y las relaciones de tipo de cambio esperadas (no solo tipo de cambio oficial estimado, sino la expectativa en función del escenario base identificado de comportamiento de la brecha cambiaria y la convergencia de múltiples tipos de cambio entorno al oficial con el devenir del tiempo). El modelo en tanto pretende una construcción libre de arbitraje, plantea un escenario de convergencia de las variables macro que ex ante han sido identificadas como en desequilibrio (a nivel macroeconómico local, Argentina) y en

búsqueda de un nuevo equilibrio más sostenible (a nivel macroeconómico mundial, principalmente con referencia a Estados Unidos).

Políticas Operativas y Ciclo de Conversión de Caja.

Como bien se expusiera en la descripción de la empresa, su ciclo de conversión de caja es naturalmente positivo y tiene fuertes cimientos en la dinámica con la que rota el stock. En términos generales, la compañía ha ido eficientizando su proceso de cobro a los clientes (canales intermedios, sean tiendas especializadas o no) hasta llevarlo a un promedio de casi una semana vista contra venta de productos. A su vez, ha logrado consolidar un plazo de pago que se ubica en promedio, en 26 días y resulta muy por debajo de los 60 días promedio que para la industria manufacturera de alimentos se evidencia (Lynch & Coleman, 2016).

Componentes del Ciclo por Temporada		Estrategia Original	Estrategia Nueva
Temporada Baja	Antigüedad de Stocks (Días)	161	30
	Plazo de Cobranza (Días)	8	60
	Ciclo Operativo Bruto	169	90
	Plazo de Pago (Días)	(26)	(26)
	Ciclo de Caja	143	54
Temporada Alta	Antigüedad de Stocks (Días)	58	30
	Plazo de Cobranza (Días)	8	60
	Ciclo Operativo Bruto	66	90
	Plazo de Pago (Días)	(26)	(26)
	Ciclo de Caja	40	54

En relación al factor más crítico del ciclo de caja, la antigüedad de stocks, como bien se manifestó encontramos que la misma opera como un “resorte”, al comprimirse (como consecuencia de la

aceleración abrupta en ventas y el ritmo relativamente continuo de producción) en temporada alta y expandirse por acumulación de stocks en temporada baja.

En virtud de esto, el modelo a estimado la inversión en capital de trabajo en función de la compresión o extensión que sufre el ciclo de efectivo durante el año. En este sentido, el escenario base asume constante las políticas y los plazos consecuentes para la estrategia de continuidad, mientras que para la estrategia incremental de ventas en bocas masivas, asume un plazo plano de stocks e inferior a 30 días al trasladar la carga del inventario en canal de venta masiva, en tanto que el plazo de cobro se espera sea del orden de 45 a 60 días, de acuerdo a lo pre consensuado con los potenciales clientes. Lo relativo a plazos de pago, en principio no sufriría cambios de una a otra estrategia corporativa.

Como se puede apreciar, mientras la actual estrategia corporativa, que le permitió crecer a ritmo anual promedio del orden de 25% desde sus inicios hasta la fecha (ver pág. 44), consumo excesivo capital de trabajo por cada unidad marginal que vende, la nueva estrategia permite con un menor consumo relativo correspondido a un ciclo de caja menor y estable durante el año (dada las regiones, sus climas y el cliente-canal a través del cual se comercializará), alisar los requerimientos y descomprimir riesgo de liquidez al actual esquema de negocio mientras que en simultaneo persigue crecimiento.

La amplitud evidenciada entre el ciclo de efectivo de la temporada baja y el ciclo de efectivo de la temporada alta, bajo la actual estrategia, genera una fuerte exposición a la compañía al financiamiento externo o al autofinanciamiento con elevadas restricciones para la distribución de utilidades, en tanto que genera consumos netos de efectivo a nivel de flujo de fondos libre que luego son recuperados con el cierre de la campaña. No obstante ello esta situación genera tensiones en el management y dada la realidad macroeconómica Argentina, sitúa en una posición poco confortable a la compañía que históricamente ha optado (o mejor dicho ha tenido qué) usar las fuentes de financiamiento externo disponibles que se reducen mayoritariamente a financiamiento bancario de cortísimo plazo.

Ciclo de Conversión de Caja y Determinación del Capital de Trabajo Neto

**Cuentas a Cobrar → Dentro
de Activos Operativos**

**Variable Flujo →
Ventas en t**

**Rotación expresada en
Días base 365**

Inventarios → Dentro de Activos Operativos	Variable Flujo → Consumos en t	Rotación expresada en Días base 365
Pasivos Operativos → (todos los vinculados a la Operatoria)	Variable Flujo → Gastos Erogables en t	Rotación expresada en Días base 365

En materia de determinación de la inversión en capital de trabajo neto, una vez identificados los ratios de rotación (plazos de antigüedad implícitos) de cada variable relevante, se correlacionan con las variables de flujo correspondientes a los fines de estimar la magnitud de dinero que se mantendrá, recuperará o requerirá sea invertido para el desenvolvimiento ordinario del negocio. A estos efectos se trabaja de la siguiente manera:

Finalmente, una vez determinado el valor de activos operativos y pasivos operativos, que de mínima (en base a su evidencia histórica) debería mantener la compañía para desarrollar normalmente sus operaciones y de acuerdo a sus planes y políticas operativas, es que se determina por diferenciales, la inversión o recupero de capital de trabajo neto que cada semestres (y por consecuencia año), requiere la compañía.

Política de Inversión en Activos Fijos.

Como se expusiera en apartados y títulos anteriores, la compañía ha tenido desde sus orígenes una enorme vocación expansionista. Dicha vocación, ha sido reflejada en su continua reinversión de recursos autogenerados dentro del negocio. Si tomamos como referencia las variables de flujo, tales como EBITDA de períodos anteriores, podemos ver que el volumen de inversiones en activos fijos ha promediado en los últimos años el 48% de dicha métrica. En otras palabras, por cada 2 unidades monetarias de resultado operativo susceptible de convertirse en efectivo operativo, la compañía reinvertía en activos productivos 1 de ellas.

A su vez, la elevada inversión en la compañía, se correlaciona con un elevado nivel de reinversión, medido por su opuesto en términos de tasa promedio de distribución de utilidades, el cual se encuentra en 75% la primera y 25% la segunda. Finalmente podemos ver que respecto del volumen de ventas de los últimos años, la compañía ha invertido en activos fijos el equivalente al 6,22% en promedio, cuestión que ratifica la relevancia conferida a la reinversión al contrastarla con

la incidencia marginal que posee, por ejemplo el impuesto a las ganancias corporativas respecto de esa misma métrica (en promedio en los últimos años asciende a 3,2%)

En función de esto, es que en el modelo se ha trabajado asumiendo el siguiente comportamiento respecto a la inversión en activos fijos:

Plan de Continuidad de la Estrategia Original

Para la proyección relacionada a esta dinámica de comportamiento, se asumió que la empresa invertía el mínimo valor entre: (a) el 35% del EBITDA y (b) el 4% de las ventas. Como se puede observar, al tratarse de una estrategia ya robusta que pretende terminar de penetrar y consolidar su posición, la inversión prevista si bien se corresponde con métricas relativamente elevadas o bien de resultados operativos o bien de ingresos por ventas (el menor), no menos cierto es que se prevé sea marginalmente inferior a la acontecida en el decenio pasado, en tanto que la tasa de crecimiento promedio a buscar se estima prácticamente en la mitad de la habida en el mencionado período. Por esta razón tanto la relación de inversión a EBITDA, como de inversión a ingresos por venta tomada como cotas requeridas al sostenimiento del negocio, se comprimen a razón de un 0,80 de su valor original.

Plan de Nueva Estrategia de Crecimiento

Dado que la nueva estrategia de crecimiento busca revitalizar el ciclo de vida del negocio y que se cimienta predominantemente en productos de tipo impulsivo, es que la compañía necesitará enfrentar inversiones de equipamiento incremental que deberá incorporar en su planta matriz (a la fecha con capacidad suficiente para hacerlo bajo ampliaciones modulares). Entre la lista de inversiones incrementales que deberá realizar se encuentran: (a) nueva máquina palitera (que adiciona a la ya existente), (b) máquina para fabricar cucurucho helado “servido” (esta es una máquina que además tiene el condicionante de ser customizada), (c) nueva planta de reciclado y tratamiento de efluentes, (d) ampliación de la planta de osmosis, y (e) desarrollo de por lo menos 3 nuevas cámaras de fríos en inmuebles arrendados o de terceros fuera de plaza para amortiguar los stocks a ser consumidos luego por los clientes (esta inversión mitiga los costos de logística y facilita la planificación y consolidación de lotes de envió y despacho de plaza).

De acuerdo a este plan, la compañía aportó los datos de cuanto necesitaría invertir, y con que temporalidad debería realizarlo, condicionado a ciertos hitos, tal que pueda modular y acotar el nivel de riesgo asumido por la inmovilización de recursos líquidos en dichos activos fijos. La tabla a continuación expone los siguientes datos:

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 44 - PLAN DE INVERSIONES INCREMENTAL NUEVA ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO

Plan de Inversión Nueva Estrategia		TOTAL
Maquina Palitera	USD	2.500.000
Maquina Helado en Cucurucho	USD	7.500.000
Nueva planta de reciclado y tratamiento de efluentes	USD	3.000.000
Ampliación planta de Osmosis	USD	550.000
Camaras de Frio Necesarias	USD	10.500.000
Otras Inversiones (Instalaciones, equipos menores, etc)	USD	1.000.000
Total Inversiones Plan Incremental	USD	25.050.000

Los nuevos activos incorporados bajo esta modalidad, serán depreciados en promedio a razón de 5 años, dado que si bien muchos de ellos son maquinaria o equipamiento específico, todos ellos comparten la particularidad de ser inmuebles por accesión una vez instalados en sus respectivos espacios de planta. Por esta razón, no se castiga con la vida útil promedio de 11 años a las nuevas inversiones, pero si se las deprecia a ritmo razonable de consumo que el fisco pudiera tolerar (dado que tienen impacto en ahorros fiscales por impuesto a las ganancias) y que en simultaneo resulten representativas de en promedio el ritmo de consumo del activo.

Política de Dividendos.

La política de Dividendos, se define como dependiente del comportamiento concurrente de las siguientes variables determinadas por el modelo: (1) la evidencia de flujos de fondos libres para el patrimonio neto⁸¹ que acumulados resulten positivos, (2) que se configure la temporada de alta tal que en general resulta ser el momento del año de menor consumo de fondos y por el contrario de liberación neta de efectivo y (3) que exista resulta neto distribuible positivo. Con todo ello, el modelo normaliza la tasa de distribución de utilidades en el orden del 25% del resultado neto

⁸¹ Se enfatiza que no refiere al flujo de fondos libre para el negocio, comúnmente demoniado “free cash flow” - a secas – sino que se corresponde con el flujo de fondos libre para el accionista que luego de reinversión consolidada, y movimientos netos de deuda, resulta la versión ampliada del flujo que podría disponer potencialmente como dividendos. Para mayor profundización de este modelo y enfoque leer, Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2012, Capítulo 14.

esperado en cada período de tiempo, cuando se sucedan simultáneamente los 3 eventos que se mencionaron.

Política de Endeudamiento: dinamismo y volatilidad del nivel de endeudamiento.

A los efectos de realizar la valuación, pero también en vistas a darle integralidad a la proyección empleada como base del ejercicio de valoración, resulta crítico exponer la política de endeudamiento seguida por la compañía y estimada dentro del horizonte explícito de análisis. En la sección de determinación del valor terminal, se expone la hipótesis de endeudamiento que se asumirá más allá del horizonte explícito de proyección.

La compañía, como ya se expuso, operó predominantemente con financiamiento del mercado interno, en particular con financiamiento bancario de corto plazo. No obstante a ello, en los últimos años, como consecuencia de la progresiva profesionalización del management de la compañía⁸², el atesoramiento de recursos líquidos en plaza foránea en cabeza de los socios y el cada vez más incipiente desarrollo del mercado exterior, las alternativas de financiamiento comenzaron a ampliarse. Hoy la compañía cuenta con la posibilidad de tomar financiamiento con garantías o colaterales en el exterior, arbitrando líneas de crédito con condiciones (plazos, tasas y moneda) que hasta no hace mucho tiempo atrás no eran opción.

En primer lugar, cabe segregar la proyección de flujos de deuda (amortizaciones e intereses) correspondientes a financiamiento preexistente, de la proyección de flujos de deuda (captación, amortización e intereses) de nueva deuda que resultara necesaria en la iteración del modelo. Respecto de esta segunda, se destaca nuevamente la importancia de la integralidad en la proyección en tanto que de no mirar el impacto colectivo de las decisiones planteadas como parte de la estrategia, muchas veces se pierde de vista, por ejemplo, el sobregiro de caja que en un período se podría generar, cuestión que anularía cualquier discusión ulterior. De esta manera, el nivel de deuda a evidenciarse período a período (como stock) resulta consecuencia de la iteración de los planes operativos, de inversión y de financiación consecuente con las hipótesis expuestas.

En relación a los flujos de deuda asociados a deuda preexistente, se trabajó con datos provistos por la compañía en relación a plazos y montos de devolución, con su correspondiente costo

⁸² Lo que podríamos decir, la conversión de “empresa familiar” a “familia empresaria”.

financiero (interés a pagar). En este caso, se trata de un flujo con elevado (por no decir total) grado de certeza.

En resumidas cuentas, y respecto del endeudamiento incremental, el modelo trabaja con las siguientes hipótesis de endeudamiento:

- **Financiamiento de Capital de Trabajo.** El claro shock de requerimiento de capital por la estacionalidad que le es propia al negocio y sostenida por la estrategia corporativa originaria, se financiará como hasta la fecha ha sido financiado, con financiamiento bancario en la plaza local, donde el producto es elaborado. Este financiamiento se presume de corto plazo con devoluciones bullet en el semestre inmediato siguiente y con costos equivalentes a tasas variables de tipo BADLAR. A estos efectos no se le adicionan puntos básicos por encima de la tasa variable utilizada como referencia, en tanto que en la evidencia de la compañía, lo máximo que ha soportado por dicha razón ha sido del orden de 200 puntos básicos y ello pierde entidad en el actual contexto de tasas nominadas en pesos. Cabe enfatizar, que este punto es quizá una de las razones principales, de porque resulta poco útil realizar un ejercicio de valoración empleado el modelo WACC, en tanto que el nivel de deuda (y consecuente nivel de endeudamiento), resulta muy dinámico de período a período como producto de la estacionalidad inherente al negocio y de la estrategia corporativa de la compañía. Respecto de esta fuente dispone a la fecha hasta 4.500M de pesos (ARS). Este límite de crédito se ajusta periodo a periodo por nominalidad (inflación).
- **Financiamiento de Inversiones en Activos Fijos.** Cuando se trate de inversiones en activos fijos consecuentes con la manutención de la capacidad instalada, entonces se prevé apalancar el mismo con financiamiento de mediano plazo, bancario de características barbell, y garantido por el mismo giro del negocio corporativo. Dado que estas inversiones redundan en eficiencias operativas, en mejoras de procesos productivos, etc.; resulta una política corporativa financiarlo por lo menos con créditos bancarios en plaza local (las inversiones se radican allí) con plazos superiores a 3 años, de manera tal que su duración efectiva sea superior al año.⁸³ Para este tipo de líneas se consideraron plazos de préstamos promedios a los que la compañía a la fecha de análisis

⁸³ Considerar que en la plaza local (Argentina), es muy infrecuente, la alternativa de financiamiento bancario con devoluciones de capital diferidas en el tiempo, y prácticamente inexistentes las alternativas de financiamiento con devolución del capital al final de la vida útil del mismo (bullet).

accede del orden de 4 años, con amortizaciones bajo sistema alemán, y tasas variables de tipo BADLAR con más 50 puntos básicos. En este caso se consideró relevante agregar el spread estático de 50 bp, dado que las líneas no se amortizan en cortísimo plazo (semestre) y resultan sujetas a variaciones de tasa sobre el stock de capital mantenido. La moneda de nominación de estos préstamos, es en esencia, igual que para el financiamiento de capital de trabajo, pesos (ARS). Respecto de esta fuente de financiamiento dispone a la fecha de 2.500 M de pesos (ARS). Este límite de crédito se ajusta periodo a periodo por nominalidad (inflación).

- **Financiamiento de Necesidades Incrementales.** Como parte de la política corporativa, el financiamiento de necesidades de fondos adicionales, no explicadas por (1) inversión de capital de trabajo por estacionalidad o (2) inversión en activos fijos con fines de mantenimiento de la capacidad instalada, serán financiadas con el uso de líneas en plaza del exterior, nominadas en moneda extranjera, dólares estadounidenses, con devoluciones bullet y garantidas con activos líquidos de los propietarios. De esta manera, no dependen de capacidad crediticia endógena de la empresa a la vez que resultan lo suficientemente prolongadas (comparativamente con las alternativas históricamente exploradas) como para oxigenar el flujo de fondos y darle espacio de desarrollo a la acción a financiar (ej. inversiones para la nueva estrategia de crecimiento). Con este tipo de líneas se logra, además, cambiar progresivamente el perfil de la deuda, el cual como se evidenciara, ha sido predominantemente de corto plazo, por el uso casi exclusivo de financiamiento bancario para financiamiento de capital de trabajo y el destino de recursos autogenerados al financiamiento de crecimiento en capacidad instalada (activos fijos). Respecto de esta última fuente disponible de endeudamiento la compañía posee línea de financiamiento por USD 22M. Este límite de crédito no se ajusta por nominalidad, siendo estático durante toda el horizonte de proyección.

Como se puede apreciar en el Anexo IV, el nivel de endeudamiento es muy dinámico y el mismo resulta consecuente de las estrategias corporativas seguidas. Bajo la hipótesis de continuidad con la estrategia corporativa actual, no solo que el crecimiento del negocio ya empieza a ralentizarse sino que además, la tan marcada estacionalidad demanda mucha rotación en el volumen de deuda mantenido. En cambio, al incorporar el plan de crecimiento bajo la estrategia de venta por canales masivos y en plazas de menor amplitud térmica, con incluso mayor tamaño de mercado potencial

que el actualmente cubierto, resulta evidente, como se morigera la necesidad de fondos externos, al cubrir parte del requerimiento de capital de trabajo la operatoria incremental desarrollada bajo esta nueva estrategia.

En función a estos supuestos y asunciones, se construye el flujo neto espera por las decisiones de endeudamiento corporativo (preexistentes y a tomarse), correspondiente a cada período de proyección.

Hipótesis y Asunciones sobre Inflación y Relaciones Cambiarias.

Dado que nuestro modelo pivotea entre construcciones en términos reales y términos nominales, para finalmente practicar el ejercicio de valuación en términos nominales, es que resulta relevante exponer las hipótesis y asunciones sobre inflación y relación cambiaria que el modelo contempla.

A estos efectos se parte de una situación de desequilibrio en fiscal, externo y con atraso cambiario (agravado por desdoblamiento de tipos de cambio) en Argentina⁸⁴, y a nivel mundial contexto de brote inflacionario en EEUU (y en general en muchas de las principales economías del mundo), con esfuerzos de política monetaria destinados a reencausar dicho fenómeno hasta controlarlo en zona de 2%-2,5% anual con alarmas de recalentamiento de la economía dadas por muy bajos índices de desempleo, elevados niveles de índices de producción manufacturera y sostenimiento de sendas positivas de crecimiento del PIB.

Con todo esto a nivel mundial, podemos esperar se recrudezcan las políticas monetarias restrictivas y con ello que las tasas de interés de referencia para bonos soberanos continúen al alza a la vez que la oferta monetaria se comprima y con ello se encauce la tasa de inflación. Todo esto se espera redunde en enfriamientos relativos y relajación de las variables macroeconómicas hoy recalentadas. De esta manera, la hipótesis de inflación relativas al dólar estadounidense como referente de moneda de transacción internacional, se asume decreciente a lo largo de todo el horizonte explícito de proyección, y estabilizando en zona de 2,65% anual para el año 2028. De allí en más (fuera del horizonte temporal explícito de análisis) se presume constante en zona de 2,53% anual (en función del promedio anual de inflación observado en los últimos 38 años, tomado desde la última vez que Estados Unidos enfrentó un brote inflacionario en la década de los 80' y que

⁸⁴ Ver paginas 74 a 88.

gracias a las políticas impulsadas por Paul Volcker como presidente de la FED logro encausar la misma).

En tanto que a nivel argentina, la expectativa es de dos a tres semestres más de elevada inflación (incluso creciente y en zona de 3 dígitos anualizada), como consecuencia de los problemas estructurales agravados por la coyuntura y el escenario electoral del período 2023. En tanto que respecto de los años posteriores a las elecciones, se asume el país, sea por buenas o malas, ajusta en forma de shock cuestiones de política monetaria y política fiscal, logrando ralentizar la inflación, buscando convergencia de los tipos de cambio, aliviando al sector privado de la carga tributaria hoy generada y recomponiendo los niveles de reserva como consecuencia del sinceramiento cambiario y la recuperación de la actividad agrícola golpeada en los últimos 3 años por secas. De esta manera las hipótesis de inflación doméstica se esperan en zonas de hiperinflación para los primeros 3 semestres de la proyección (108%, 191% y 147% respectivamente), para luego comenzar a descender rápidamente a zona de 76%, 45% y finalmente 30% anual para 2025. De darse este escenario, para los años 2026 a 2028, la inflación bajaría progresivamente hasta encausarse en zona de 1 dígito y entorno al 9,62% anual. Esta hipótesis es consecuente con la evidencia Argentina del tiempo que llevaron en el pasado generar los efectos perseguidos con los planes anti-inflacionarios, donde nunca lograron efectos de manera inmediata e inclusive en el caso más próximo de evidencia disponible (la Convertibilidad), el impacto deseado del plan llevo entre 12 y 18 meses para su cabal manifestación.

Finalmente y en relación al tipo de cambio entre el peso (ARS) y el dólar estadounidense (USD), como bien planteamos, partimos de un escenario de desequilibrio con tipos de cambio doméstico atrasado y desdoblamiento cambiarios. La primera asunción fuerte es que el tipo de cambio libre (entiéndase el de mercado, que es de legal y libre acceso), se corresponde con el tipo de cambio bursátil procedente de las operaciones de arbitrajes con títulos (CCL o MEP dependiendo la dinámica de la operación), y que dicho tipo de cambio refleja a la fecha el piso de equilibrio al que de converger hoy los tipos de cambio debería de mínima ir a buscar. La segunda hipótesis, es que el escenario de convergencia cambiaria, es inminente, sea de derecho (porque el gobierno decide ejecutar tal política de manera coherente y sincerar la variable) o bien de facto (porque el mercado lo ajusta a través de alguna crisis del sector bancario y/o cambiario). Como ambos escenarios son posibles dentro de no más de 12/18 meses vista (sea por el cambio de gobierno en función de las elecciones presidenciales del año 2023 o bien porque la relación de stocks y flujos en moneda

extranjera no resiste más allá de ese lapso), es que se presume la convergencia de forma discreta entre el semestre 3 y el semestre 4 de la proyección, tal que la brecha subsiste pero en razón de 3/4%, cuestión consistente con la diferencia histórica habida entre un tipo de cambio oficial y otro resultante de arbitrar con títulos la relación de monedas. De esta manera, lo que se comprime es la brecha, convergiendo el tipo de cambio oficial al tipo de cambio de mercado. El tercer y último supuesto es que, el tipo de cambio oficial es dependiente de la brecha y el tipo de cambio de mercado, por lo que dado el supuesto 1 realizado (que el tipo de cambio de equilibrio se encuentra en zona de mínima del tipo de cambio de mercado), es que este último se mueve período a período asumiendo paridad en el poder de compra del peso y del dólar, de manera tal que el mismo obedece a la relación de $TC_{USD:ARS}(t+1) = TC_{USD:ARS}(t) * (1 + \pi_{ARG}(t+1)) / (1 + \pi_{USD}(t+1))$; donde π_{ARG} es la inflación Argentina y π_{USD} es la inflación de EEUU, para esperadas para el período t+1 por el cual se pretende estimar el tipo de cambio ($TC_{USD:ARS}$). Fuera del horizonte explícito de proyección, la inflación Argentina se presume estabilizada en zona de un dígito pero del orden del 5% anual, y la paridad cambiaria contra la divisa de mayor aceptación en comercio internacional (USD), se asume en equilibrio y consecuente con las relaciones de poder de compra de ambas monedas.

Las variables estimadas resultan sintetizadas en el cuadro expuesto a continuación:

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 45 - HIPÓTESIS DE INFLACIÓN Y RELACIONES DE CAMBIO. ARS Y USD

Variable	2023H1	2023H2	2024H2	2024H2	2025H1	2025H2	2026H1	2026H2	2027H1	2027H2	2028H1	2028H2
Inflación USA (π_{USD})	7,78%	6,74%	5,71%	4,69%	3,67%	2,91%	2,65%	2,65%	2,65%	2,65%	2,65%	2,65%
Inflación ARG (π_{ARG})	108,28%	191,13%	147,20%	76,85%	45,43%	30,39%	23,63%	17,05%	11,71%	9,62%	9,62%	9,62%
USD:ARS Oficial	188,31	321,01	611,57	934,93	1065,00	1184,63	1282,62	1350,74	1395,81	1442,39	1490,52	1540,25
USD:ARS Mercado	336,30	573,29	786,42	968,49	1103,23	1227,16	1328,66	1399,23	1445,92	1494,16	1544,02	1595,54
Brecha Cambiaria	78,59%	78,59%	28,59%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%	3,59%

Integralidad de los supuestos para la proyección: ERDOS, ESP y EFE.

En vistas a dotar de coherencia los planes y las hipótesis desarrolladas respecto del futuro mediano de la organización, resulta crítico como bien enfatiza Pablo Fernández (201 Errores en Valoración de Empresas, 2008), dotar de integralidad a los flujos, tal que en un todo, la proyección resulte consistente. De esta manera, existe conexidad “de arriba-abajo” y de “izquierda a derecha” en los cuadros de resultados, los estados de situación patrimonial y el consecuente estado de flujo,

estimado para cada período (arriba-abajo) como lo esperado período a período (izquierda a derecha). Validada la integralidad en el modelo, en base a la estimación del flujo de efectivo dentro de la compañía, tomar dichos datos como inputs y obtener el flujo de fondos para practicar la valuación.

Subsección (2): Tasa de Costo del Capital.

A los efectos de practicar la valuación, se procedió a trabajar con el modelo de valuación de la compañía por enfoque indirecto denominado APV. De esta manera, podríamos llegar al valor del negocio segregado del impacto de las decisiones de financiamiento, y adicionarle el efecto de estas últimas de manera separada. Esto, con las particularidades ya expuestas de la compañía, resultaba útil en tanto permitía segregarse el valor creado por el negocio del valor agregado (o no) por las decisiones de financiamiento. De haber trabajado con cualquier otro enfoque de valuación por flujos descontados, se habría perdido dicha segregación (sea bien porque el enfoque es de tipo directo arribando al valor compañía o bien porque subsume en la tasa de descuento hipótesis de endeudamiento y costos relativos). Cabe tener presente que uno de los objetivos de la valuación resulta el empleo de esta última como ejercicio prospectivo de planificación estratégica y consecuente control de cumplimientos. En tal sentido emplear una metodología de valuación que basándose en los fundamentos del negocio (consecuentes con el plan) permita identificar las causas fuente del valor creado resulta fundamental para poder luego trabajar sobre ellas a nivel de planificación no solo estratégica sino también directiva y eventualmente táctica.

Las tasas de costo que se determinarían en este nivel se corresponden con la tasa de costo del capital propio como así también la tasa de costo de la deuda, en tanto esta última, si bien podría ser obtenida a mercado en condiciones normales, no resulta así de representativo ni mucho menos sencillo hacerlo en las condiciones macroeconómicas circundantes del país de atracción de la compañía.

Tasas de Costo de Capital Propio (k_e), desapalancada (k_{e_u}) y apalancada (k_{e_l}).

La tasa de costo de capital propio no resulta ser un dato directamente observable a mercado. Por otra parte, si podríamos de manera indirecta observar diversos elementos que exteriorizan la relación de riesgo y retorno que tipifican a un activo en particular, pudiendo de esta manera construir dicha tasa de costo. Esta tarea, resulta mucho más sencilla cuando la compañía objeto de

la valuación hace oferta pública de sus títulos de patrimonio neto, en tanto los mismo tienen precio observado que fuera determinado por el mercado en su conjunto.

En este ejercicio valuación, nos encontramos ante una compañía que no solo no hace oferta pública (por lo que no disponemos de datos directamente observables a mercado correspondientes a ella), sino que además opera predominantemente en Argentina razón por la cual tampoco contamos con un mercado lo suficientemente grande (cantidad de empresa haciendo oferta pública), liquido (volumen de operaciones diarias y spreads), profundo (cantidad de operadores de mercado) y desarrollado (instrumentos disponibles para operar un mismo activo en diversos sentidos – a favor o en contra), de manera que difícilmente podamos construir dicha tasa de costo haciendo anclaje directo contra evidencia observada de compañías locales.

Por estas razones para determinar la tasa de costo del capital propio k_e , se ha trabajado con la base de un modelo de “un solo factor de rendimiento esperado”, denominado CAPM, el cual implica construir la tasa en base a la identificación de la industria equivalente y/o compañías similares con operaciones en mercados que aproximen a la hipótesis de mercado eficiente⁸⁵. De esta manera, podemos construir la tasa de retorno esperado para el activo de riesgo (compañía) bajo la hipótesis de que el mismo depende de: (1) el rendimiento libre de riesgo⁸⁶ al cual denominaremos (R_f); (2) el rendimiento del mercado al cual denominaremos (R_m); y (3) el factor de riesgo beta (β). La tasa de retorno esperado construida para nuestra compañía, dependerá entonces de la siguiente relación basal:

$$\text{Expresión (1)} \quad R_e = R_f + \beta_e(R_f + R_m)$$

Reordenando los términos de la expresión (1) obtenemos:

$$\text{Expresión (2)} \quad (R_e - R_f) = \beta_e(R_f + R_m)$$

⁸⁵ Es importante destacar que la hipótesis de mercado eficiente (HME), resulta basal en los modelos más comúnmente empleados de determinación de tasas de retorno/costo relativo al capital. Esto es así dado que todos ellos parten de la premisa que el mercado se comunica únicamente vía señales de precio, que la información es perfecta y disponible por todos los agentes y en tanto que estos últimos son racionales, los precios reflejan en todo momento sus juicios de valor por lo que precio es “igual” a valor del activo. Si así no lo fuera (por culpa de agentes poco racionales no compensados entre ellos), el arbitraje resulta ser el mecanismo de corrección de las anomalías del mercado, de forma tal que el precio siempre convergería a valor y reflejaría a este último.

⁸⁶ El rendimiento libre de riesgo, es solo libre de riesgo crediticio, en tanto que no es ajeno a riesgos de tasa, de volatilidad, de reinversión ni mucho menos de moneda, entre los más relevantes. Esto resulta relevante en tanto que nuestro activo de riesgo tiene “elevado riesgo de no cumplimiento de los flujos estimados, entendiéndolo como ellos “el pago” que podríamos esperar en un activo de renta fija. En tanto que el riesgo de crédito refleja en gran medida el riesgo de contraparte (de incumplimiento de pago), resulta lógico que dicha tasa de retorno esperado sea base de retorno esperado para un activo que si adolece de este riesgo.

El término de la izquierda de la expresión (2), se denomina prima de riesgo de la compañía o simplemente ERP (por su denominación en inglés, *Equity Risk Premium*), mientras que el término de la derecha de la expresión, es denominado prima de riesgo del mercado o simplemente MRP (por su denominación en inglés, *Market Risk Premium*). Como se puede observar el factor de riesgo (β) correspondiente al activo riesgoso (compañía), habla de la relación de riesgo existente entre el mercado y el activo en cuestión, no incorporando ningún otro concepto de riesgo adicional. En resumidas cuentas, solo refleja los riesgos de un negocio con cierta estructura de financiamiento, en relación al riesgo del mercado. Entonces, este factor de riesgo, beta (β), puede asumir diversas magnitudes, en tanto contemple el riesgo exclusivo al negocio subyacente de la compañía (siempre respecto al mercado) o bien adicione el riesgo financiero inherente al nivel de endeudamiento con el cual se financia dicho negocio (otra vez, siempre respecto al mercado). En caso del primero, hablaremos de un beta desapalancado (β_u), mientras que de referirnos al segundo estaremos ante un beta apalancado (β_l). Si bien el mismo siempre refiere al factor de riesgo respecto del mercado correspondiente al costo del capital propio de una compañía, este asume su mínima expresión cuando el mismo no contiene nivel de endeudamiento alguno y coincide con el beta desapalancado (β_u), en tanto que conforme la compañía introduce deuda a su mix de financiación, el nivel de endeudamiento resulta distinto de cero, en consecuencia el riesgo relativo a la compañía crece por adición a riesgo financiero por encima del riesgo de negocio inherente al mismo, haciendo que el beta de la compañía sea beta apalancado (β_l), creciente cuanto mayor nivel de endeudamiento sostenga la entidad.

$$\text{Respecto de una Compañía (i) } \beta_{i_u} \leq \beta_{i_e} \leq \beta_{i_l}$$

Donde:

$$\beta_{i_u} = \beta_{i_e} \text{ cuando } D/E \text{ es cero (anula el riesgo financiero)}$$

$$\beta_{i_l} = \beta_{i_e} \text{ cuando } D/E \text{ es } \neq \text{ de cero (incorpora el riesgo financiero)}$$

Para construir nuestra tasa de costo de capital entonces, comenzamos por identificar nuestra tasa libre de riesgo y nuestra tasa de retorno de mercado. En tanto que el mercado principal de nuestra compañía no posee (1) títulos de deuda soberanos de largo plazo en su propia moneda, (2) un mercado de capitales líquido, profundo y desarrollado, y (3) tiene bastos antecedentes de

default⁸⁷, es que se toma como referencia de tasa libre de riesgo a la correspondiente a los títulos de deuda emitidos por el tesoro americano en su propia moneda (USD). Por esta razón, también se toma como referencia de mercado que aproxima un mercado eficiente y en consecuencia diversificado, liquido, profundo y desarrollado, al mercado estadounidense, en este caso tomando como representación del mismo el comportamiento medido a través del índice S&P500 el cual considera en su composición las acciones de las 500 compañías más importantes y de todas las industrias que componen a dicho mercado. Las tasas se expresan en términos nominales, tal cual se las obtiene de las métricas observadas de mercado y las mismas, cuando refieren a tasas promedio de períodos prolongados de tiempo, son trabajadas como promedios geométricos.

En vistas a definir la tasa libre de riesgo esperada, se consideró representativa la tasa de los bonos soberanos de EEUU de largo plazo, en este caso 10 años. En relación a esta tasa y más allá de que dada la actual curva invertida de los bonos americanos y la expectativa de corrección de 50bp más durante el resto del año en curso, se asume, se toma el valor de referencia spot al momento de la valuación observado para dicho bono soberano. Esta hipótesis se presume consecuente con la sugerencia metodológica de los evaluadores. Por otra parte, la misma no resulta significativamente diferente de la que se hubiera construido de mantenerse la hipótesis de contracción progresiva de la inflación en Estados Unidos y consecuente expectativa de suba de tasas. Más allá del horizonte explícito de la proyección, se tomará como referencia de tasa libre de riesgo, la observada como tasa de retorno promedio geométrico de los bonos del tesoro de 10 años en los últimos 95 años (1928-2022) – a los efectos de determinar el valor terminal del negocio -.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 46 - TASAS SPOT DE LOS BONOS DEL TESORO AMERICANO

Tasa de Retorno de los Bonos del Tesoro US - Nominales					Tasa de Inflación Anual Esperada	Tasa de Retorno de los Bonos del Tesoro US - Reales				
US - Treasury Curve		Terminos Nominales				US - Treasury Curve		Real Terms		
Nombre/Bono	Maturity	Cupon	Precio	TIR		Nombre/Bono	Maturity	Cupon	Precio	TIR
GB3:GOV	3 Month	-	0,01	5,13%	4,29%	GB3:GOV	3 Month	NA	NA	0,81%
GB6:GOV	6 Month	-	0,03	5,17%	4,29%	GB6:GOV	6 Month	NA	NA	0,85%
GB12:GOV	12 Month	-	0,04	5,26%	4,29%	GB12:GOV	12 Month	NA	NA	0,93%
GT2:GOV	2 Year	0,13	99,95	4,75%	4,29%	GT2:GOV	2 Year	NA	NA	0,45%
GT5:GOV	5 Year	0,75	99,83	4,01%	4,29%	GT5:GOV	5 Year	NA	NA	-0,26%
GT10:GOV	10 Year	1,63	100,45	3,77%	4,29%	GT10:GOV	10 Year	NA	NA	-0,49%
GT30:GOV	30 Year	2,38	102,19	3,85%	4,29%	GT30:GOV	30 Year	NA	NA	-0,42%

Con respecto a las tasa de retorno del mercado, tomaremos la tasa de retorno observada por el índice S&P500, en tanto que el mismo cumple consecuentemente con dos condiciones: (1) se

⁸⁷ Ver página 76.

encuentra nominado en la misma unidad monetaria que el bono considerado como activo libre de riesgo (de donde extrajimos la tasa libre de riesgo) y (2) se corresponde con un índice lo suficientemente diversificado en materia de industrias y cantidad de compañías contenidas dentro de una macroeconomía que si bien no califica como Mercado Eficiente, lo aproxima de mejor manera que la que lo haría un índice bursátil correspondiente a una economía emergente (caso es el ejemplo de Argentina⁸⁸). Para esto tomamos la serie de valores evidenciados al cierre de cada año del índice mencionado y calculamos los retornos año a año, de la serie de tiempo disponible desde 1928 hasta la fecha.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 47 - SÍNTESIS DE TASAS DE RETORNOS HISTÓRICOS

MRP and ERP Base											
Periodo Tiempo	Años	Retornos Historicos Anuales Promedios Geometricos - Nominales				Tasa de Inflación	Retornos Historicos Anuales Promedios Geometricos - Reales				
		S&P 500	US T-Bill (3m)	US T-Bond (10y)	Baa Corp Bond	Annual Implícita	S&P 500	US T-Bill (3m)	US T-Bond (10y)	Baa Corp Bond	
1928-2022	95	9,64%	3,28%	4,57%	6,68%	3,04%	6,40%	0,23%	1,49%	3,53%	
1973-2022	50	10,24%	4,34%	6,12%	8,43%	3,96%	6,04%	0,36%	2,07%	4,30%	
2003-2022	20	9,70%	1,20%	2,68%	5,97%	2,51%	7,02%	-1,27%	0,17%	3,38%	
2013-2022	10	12,44%	0,78%	0,12%	3,45%	1,44%	9,59%	-1,78%	-2,42%	0,82%	
2018-2022	5	9,33%	1,28%	-0,84%	1,34%	1,97%	5,34%	-2,41%	-4,46%	-2,36%	

Periodo Tiempo	Años	Retornos Historicos Anuales Promedios Aritméticos - Nominales				Annual Implied Inflation Rate	Retornos Historicos Anuales Promedios Aritméticos - Reales			
		S&P 500	US T-Bill (3m)	US T-Bond (10y)	Baa Corp Bond		S&P 500	US T-Bill (3m)	US T-Bond (10y)	Baa Corp Bond
1928-2022	95	11,51%	3,32%	4,87%	6,96%	3,04%	8,27%	0,31%	1,88%	3,91%
1973-2022	50	11,73%	4,40%	6,59%	8,77%	3,97%	7,56%	0,40%	2,63%	4,74%
2003-2022	20	11,16%	1,21%	3,07%	6,30%	2,81%	8,43%	-1,26%	0,64%	3,75%
2013-2022	10	13,59%	0,78%	0,51%	3,81%	2,06%	10,78%	-1,76%	-1,91%	1,29%
2018-2022	5	11,09%	1,28%	-0,26%	1,88%	3,09%	7,14%	-2,38%	-3,68%	-1,66%

Con dichos retorno pudimos componer geométricamente el retorno por las ventas de tiempo que nos resultaran relevantes. De esta manera, y en virtud de que consideramos nuestro período de proyección explícito es de 6 años y los últimos 5 años resultan representativos de la problemática a nivel de mercado financiero mundial (exceso de liquidez, bancos central combatiendo brotes inflacionarios, mercado lateralizando y con movimientos abruptos en pequeñas y cortas ventas de tiempo, etc.), es que tomamos como tasa de referencia del retorno anual de mercado la correspondiente al período de los últimos 5 años del S&P500 (promedio geométrico). Esta tasa se asume constante a lo largo de los años del período explícito de proyección, en tanto la misma se corresponde con el promedio geométrico que sintetiza lo sucedido en los 5 años previos y se emplea como proxi de la esperanza de rendimientos del mercado para los 6 años inmediatos siguientes. Cabe destacar que la tasa observada y empleado en la proyección como esperanza de retorno del mercado (9,33%), es significativamente menor a la tasa de retorno promedio de los últimos 10 años (12,44%), y más próxima a las tasas promedio de los últimos 20 años (9,70%) y en

⁸⁸ Si bien Argentina, ha recibido una degradación crediticia como mercado a mercado frontera, a los efectos vamos a englobarlo en esta categorización binaria de desarrollados y emergentes.

general de toda la serie de tiempo considerada (9,64%). Mas allá del período explícito de proyección, la tasa de mercado esperada se sintetiza en la tasa anual promedio ⁸⁹geométrica observada para el índice S&P en los últimos 95 años, la cual asciende a 9,64%.

Hasta acá, lo expuesto nos permite establecer la relación de prima de mercado (MRP), la cual dada nuestra hipótesis arranca en valores del orden de 5,56% y se mantiene constante durante nuestro horizonte explícito de proyección para estabilizar en zona de 5,07% para la determinación del VT (período más allá del explícitamente proyectado), como consecuencia de la subida de tasas y estabilización de la tasa libre de riesgo de la hipótesis de retornos del mercado constantes durante el horizonte de la proyección.

Ahora bien, nos queda por definir el factor de riesgo, beta. Lo primero a enfatizar es que dado que nuestro modelo de valuación se circunscribe al enfoque APV, nuestra tasa de costo del capital, lo es en todo momento respecto de la compañía bajo hipótesis de apalancamiento financiero nulo (es decir nivel de endeudamiento no considerado en el factor de riesgo). Esto es así, ya que bajo nuestro modelo, el nivel de endeudamiento se adicionará al concepto de valor del negocio por separado y de manera autónoma, una vez considerado el flujo de neto de deuda que la compañía espera mantener y la tasa de costo de mercado para dicha deuda. Ante esta premisa, el beta de la compañía en nuestro modelo de determinación del retorno esperado para la compañía, se corresponderá con el beta desapalancado (β_u), o sencillamente el beta “del negocio”.

Para determinar el beta desapalancado (β_u), se realizaron dos trabajos que sirvieron de cotejo referencial para enmarcar el rango razonable en el que se podría ubicar el mismo. Por un lado, al identificar a nuestra compañía como una empresa de la industria manufacturera alimenticia, podemos rápidamente buscar betas correspondientes a dicha industria. En este caso, tomamos la relación de riesgo de dicha industria en el mismo mercado para el cual hemos tomado como referencia la tasa libre de riesgo y la tasa de rendimiento del mismo, de esta manera, evitamos riesgo de moneda adicional y descalce por riesgos de mercado, país o plaza no considerados en ellos. Por otro lado, identificamos compañías que siendo de dicha industria (manufacturera alimenticia), hicieran oferta pública de sus títulos de patrimonio, tal que pudiéramos despejar o construir la relación de riesgo contra el mercado de manera directa para cada una de ellas. Las

⁸⁹ En la tabla se exponen los retornos promedios anuales, obtenidos de distintas ventanas temporales para los activos consignados. Nótese que los retornos promedios aritméticos sobrestiman los retornos en todos los casos y además, no convalidan paridad cuando se los deflacta y expresa en términos reales (o viceversa), como si lo hacen las tasas de retorno promedio geométricas.

compañías seleccionadas, tenían todas en su mix de verticales de negocio, una vertical correspondiente a cremas heladas, siendo en su gran mayoría modelos de tipo producto impulsivo con ventas por bocas masivas de expendio. De esta manera el primera paso para la determinación del beta desapalancado fue identificar la industria y seleccionar empresas que operaran con la vertical cremas heladas (como parte o como su totalidad de negocio), para identificar el factor de riesgo que a ellas se les estaba contemplando contra el mercado⁹⁰. Cabe aclarar, que el factor beta desapalancado, se corrige por la relación de caja respecto del valor de la empresa, en tanto que el beta de la caja es cero. Esto se determina como $\beta_{uAjCaja} = \beta_u / (1 - Caja/Valor Empresa)$. El siguiente cuadro, sintetiza los factores de riesgos determinados y observados.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 48 - β_u Y β_l DE INDUSTRIA Y COMPARABLES

β (Comparables)		Cierre Mes - Calculo Corrido			D/E	Tasa de Imp. Efectiva	Serie de 7 años/Diario		Serie de 7 años/Diario
		20 años diario	7 años diario	2 años diario			β Desapalancado	Cash/Firm Value	
β Apalancado									
β Comparables (Compañías Americanas)									
Alimentos Diversificado	Kellogg	0,43	0,47	0,41	33,95%	18,2%	0,37	1,28%	0,37
Alimentos Diversificado c/UNH	General Mills	0,43	0,47	0,44	35,98%	15,4%	0,36	5,45%	0,38
Alimentos Diversificado c/UNH	Nestle	0,54	0,57	0,50	12,83%	24,2%	0,52	1,52%	0,53
Alimentos Diversificado c/UNH	Unilever	0,65	0,73	0,67	20,95%	24,0%	0,63	3,61%	0,66
Alimentos Focalizado (Lacteos)	Danone	0,72	0,77	0,70	40,61%	30,6%	0,60	1,16%	0,61
Alimentos Focalizado (Helados)	Campina	NA	0,87	0,86	0,00%	22,5%	0,87	31,38%	1,27
Alimentos Focalizado (Helados)	DNKN	NA	NA	0,92	34,41%	24,0%	0,73	7,18%	0,79
Industria Alimentos	Industria	NA	NA	0,64	33,01%	8,6%	0,49	3,64%	0,51

Del anterior cuadro, podemos limpiar la información y extraer las conclusiones, que nos permitirán definir el beta más representativo del riesgo correspondiente a nuestro negocio y con ello a la compañía. En primer lugar podemos observar que la media (representada por la industria de alimentos) converge a un factor de 0,51% desapalancado (β_u) y 0,49% apalancado (β_l). Esto nos habla de por lo menos dos cosas. Una, en relación a cómo en términos generales la industria alimentos es menos riesgosa que el mercado en su conjunto, cuestión que tiene sentido en tanto pensamos la industria alimentos como un todo y consideramos que la gran mayoría de ellos (alimentos) son a diario consumidos por un individuo para subsistir (esto último, bastante mas independiente del devenir del mercado a nivel macro). Segundo, nos habla también de un nivel de endeudamiento relativamente bajo en tanto que no hay casi diferencias entre el factor de riesgo desapalancado (β_u) y el factor de riesgo apalancado (β_l). En tanto nuestra compañía, si bien opera

⁹⁰ En casi todos los casos, se realizó del Beta para distintas ventas de tiempo, eligiendo siempre observaciones diarias de precio para mejorar el tamaño de la muestra. Sin perjuicio de ello, el caso de DNKN (Baskin-Robbins), el dato expuesto es el extraído de Yahoo! Finance, cual es de observaciones diarias, pero de una ventana de 3 años de observaciones (se consigna en la columna de 2 años de observaciones) mientras que el de Industria Alimentos, es dato directamente obtenido de la base construida y compartida por el Prof. Damodaran a cierre del año 2022, y el mismo se corresponde con una ventana de 5 años de observaciones semanales de precio y es calculado contra el índice NYSE Composite (también está consignado en la columna de 2 años diario, solo a los efectos de la tabulación).

en la industria manufacturera de alimentos, no se caracteriza por compartir en una vertical del negocio de consumo no discrecional, no podemos tomar como proxy representativo del riesgo de la compañía el beta de la industria, pero si podemos considerarlo una soporte o piso a donde podría eventualmente converger si el negocio mutara o se diversificara lo suficiente en el futuro más lejano.

Por otro lado, tenemos los betas correspondientes a las empresas seleccionadas individualmente. Notemos que de todas las empresas seleccionadas (Kellogg, General Mills, Nestlé, Unilever, Danone, Campina y Dunkin Brands – DNKN-), una (Kellogg) no opera la vertical cremas heladas, otra (Danone) no opera la vertical cremas heladas pero si opera yogurt y lácteos – segmento con algunos atributos de proceso fabril y de comercialización similar -, cuatro compañías (General Mills, Nestlé, y Unilever y Dunkin Brands) que siendo diversificadas con distintas verticales de alimentos, si operan una vertical cremas heladas (algunas con impulsivos vía canales de boca masiva y otras con granel e impulsivos por canales especializados – caso Baskin-Robbins de DNKN), y finalmente una sola compañía llamada Campina⁹¹ que es totalmente dedicada a la industria de cremas heladas, produciendo impulsivos y helado a granel, con ventas en tiendas dedicadas y en tiendas generales.

En función de estas aclaraciones, podemos ver que si tomamos las compañías que no operan verticales de helado o haciéndolo, lo hacen como parte no mayoritaria de su modelo de negocios (grupo 1), sus betas tienden a ser más bajas que las que son totalmente dedicadas a helados (Campina) o con fuerte incidencia de su vertical helados en el modelo de negocios (Baskin-Robbins) – grupo 2-. Nótese que si realizáramos un promedio simple de los beta de las compañías del grupo 1 el mismo sería prácticamente idéntico al de la industria, lo que resulta consistente al tratarse de compañías de significativo nivel transaccional, con fuerte peso relativo en la industria y sumamente diversificadas. Si a su vez distinguimos dos segmentos dentro del grupo 1, el A (1A) que tiene menor incidencia o nula de la vertical helados a su negocio y el B (1B) que tiene mayor incidencia en el mix de negocio de la vertical helados, podemos ver que el primer segmento queda descartado de pleno, en tanto su factor de riesgo resulta inferior al promedio de la industria ya definido como piso de mínima representativo del factor de riesgo de la compañía. En tanto que el segmento 1B, tiene factores de riesgo por encima de la media de la industria, cuestión que quedaría captada dentro del

⁹¹ Esta compañía, es miembro del International Ice Cream Consortium (IICC), del cual también forma parte la compañía objeto de la valuación (cuestión previamente mencionada en apartados anteriores).

rango razonable de betas que podrían representar el riesgo de la compañía. Ahora bien, notemos que si el beta de estas compañías, que además de ser de tamaño significativo individualmente (dentro del mercado e industria alimentos), al poseer relevante peso del negocio cremas helados, demuestran factores de riesgo por encima del promedio de la industria, nos vemos forzados a levantar nuestro mínimo previamente establecido hasta dicho valor. A estos efectos el mínimo valor definido, se corresponderá con el máximo valor observado para las compañías del grupo 1B (Unilever, con un β_u ajustado por caja del orden de 0,66). Por el lado contrario, tenemos el grupo 2, que se conforma de dos compañías, con fuerte o total peso de la vertical helados en su modelo de negocio. Cuando miramos la compañía con todos su riesgo comprado en la vertical helados (Campina), vemos que el β_u es el más elevado de todos (0,87), cuestión que no resulta extraña a la naturaleza del negocio, la especificidad de su producto, lo discrecional de su consumo y lo relativo al riesgo estacional que tanto caracterizan a este modelo de negocios. Este factor, resulta incluso superior cuando le ajustamos el exceso de caja con el que opera la compañía, que como se puede ver, mitiga su riesgo financiero estructural por estacionalidad, con exceso de caja (nótese que el nivel de endeudamiento era nulo al momento del análisis realizado). Finalmente al observar DNKN, vemos que su factor de riesgo desapalancado está más próximo a 0,79 (una vez ajustado el exceso de caja), lo que nos ratifica que el piso de 0,66 es quizá en un escenario muy lejano de diversificación y que el 0,79 correspondiente a esta compañía con unidades de negocio adicionales a las relativas a helados (ej. Dunkin Donuts), resulta ser un mejor testigo del piso de riesgo que podría eventualmente enfrentar la compañía.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 49 - SÍNTESIS BETAS DESAPALANCADOS AJUSTADOS POR CAJA

β_u Industria/Comparables (Aj por Caja)	Promedio	Máximo
β_u Grupo 1A	0,38	0,37
β_u de la Industria	0,51	NA
β_u del Grupo 1B	0,60	0,66
β_u del Grupo 2	1,03	1,27

Por todo lo anteriormente expuesto, el factor de riesgo considerado como más representativo de la situación de riesgo de nuestra compañía respecto del mercado, se aproxima con el factor de riesgo desapalancado de Campina, luego de ajustarlo por el exceso de liquidez con el que dicha

compañía opera. A lo largo del horizonte explícito de la proyección, se asume este factor es constante y en el orden de 1,27. Mientras que fuera del horizonte explícito se toma al mismo como el promedio simple del grupo 2, el cual es igual a 1,03.

De esta manera, logramos construir la tasa de retorno esperado para nuestra compañía, habiendo anulado el efecto del apalancamiento financiero (k_u), cuestión necesaria para poder proceder al ejercicio de valuación con metodología APV. Hasta este punto, la tasa a la que hemos arribado se encuentra expresada en dólares estadounidenses (USD), en términos nominales y solo contempla los riesgos inherentes a una compañía equivalente a la nuestra bajo la hipótesis de que la misma opera en un mercado equivalente al norteamericano.

De esta manera, en tanto la tasa de retornos esperados hasta aquí construida (costo de capital), nada dice de la exposición a riesgo de/los país/es de nuestra compañía, es que necesitamos ampliar el modelo de un único factor de rendimiento esperado, a uno de “dos factores de rendimiento esperado” (Damodaran, Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies, 2009, pág. 15)⁹². En línea con esto usaremos el “Enfoque Lambda” (Damodaran, Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies, 2009, pág. 15), por sobre el “Enfoque Beta” (Damodaran, Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies, 2009, pág. 14), en tanto que el factor de riesgo beta (β) mide la exposición de riesgo de un activo respecto del mercado (exposición a riesgos macroeconómicos no diversificables o sistémicos) no siendo necesariamente una medida de riesgo de las condiciones operativas, transaccionales ni de jurisdicción, de una país. De esta manera nuestra tasa de costo del capital propio (desapalancado para el caso), nos quedaría de la siguiente forma:

Modelo de 2 Factores para determinar tasa de costo del capital propio

$$\text{Tasa Costo } k_u \rightarrow K_u = R_f + \beta_u(R_f + R_m) + \sum_i (\lambda_i * \sigma_i)$$

Nuestro segundo factor dentro de nuestro modelo de determinación del retorno esperado, busca incorporar el riesgo del país donde la compañía realiza sus operaciones. Desde que nuestra compañía, no opera solo en un país, resulta primero relevante identificar en que países opera y

⁹² En vistas a respetar la cita textual, el autor habla de “one single-factor expected return model” para referirse a modelo de un solo factor de rendimiento esperado y de “two-factor expected return model” para referirse al modelo de dos factores.

luego bajo que criterio computaremos dichas operaciones para poder así ponderar el peso de cada país y finalmente componer el riesgo de todos ellos en un único factor.

Por un lado, debemos definir que métrica tomaremos como representativa del riesgo correspondiente a cada país al cual tenga exposición, la cual daremos a llamar como sigma (σ). En relación a ello podríamos emplear, (1) métrica de riesgo determinada por una calificadora de riesgo respecto del riesgo de cumplimiento del estado soberano, (2) un cociente de desviaciones estándar entre los retornos del mercado de nuestro país y el retorno del mercado tomado como referencia en la construcción de nuestra tasa (para nuestro caso, el mercado USA), o (3) calcularla como el diferencial entre tasas, de nuestro país respecto del país de referencia usado de base en nuestro modelo. Para el caso, este primer elemento se corresponderá con la alternativa (1), empleando el indicador calculado por JP Morgan, basado en el comportamiento de la deuda externa emitida por cada país denominado EMBI (Emerging Market Bond Index), correspondiente a cada uno de los países donde la compañía tiene operaciones. De esta manera tendremos tantos sigma como países en los que la compañía tenga exposición de riesgo (σ_i).

En relación a este factor, la compañía durante el último ejercicio, mantuvo operaciones en Argentina, Chile, Paraguay y Uruguay, pero ya para el primer semestre de proyección, estima tener operaciones en Bolivia, Colombia, Perú y Brasil. De esta manera, todos estos países debe ser considerados en cuanto a su riesgo propio de operar en ellos. En relación a esta variable, todos los estados mencionados, excepto Argentina, se encuentra en zonas de mínimos históricos de riesgo país, como consecuencia de situaciones macroeconómicas, sociales y políticas más robustas y equilibradas que las observadas en Argentina. Respecto de todos ellos, la hipótesis es que se mantienen constantes durante el horizonte explícito de la proyección y también más allá de él. Ahora bien, el caso particular es el riesgo Argentina. En este caso, el país se encuentra en zonas de máximos, y la asunción consecuente con nuestra estimación del comportamiento macro general para dicha economía, es que conforme se avance hacia un equilibrio y luego a un escenario de mayor estabilidad cambiaria, de sector externo y finalmente de sector público, dicha métrica de riesgo va a comprimirse. A estos efectos, se inicia con el riesgo soberano spot observado al momento de la valuación (2219 bp), se asume una subida hacia el valor Max observado en los últimos 20 años (3000 bp) y desde allí comienza a comprimirse hasta converger para 2025 a zona de su promedio histórico de los últimos 20 años (1070 bp), para continuar su contracción hasta 2028 y estabilizar allí en su valor mínimo de los últimos 20 años (356 bp).

El segundo elemento a definir es precisamente el factor lambda (λ), el cual es un factor de atribución de dicho riesgo soberano al riesgo de la compañía. En otras palabras, si nuestra compañía operara con exposición total y única, al mercado Argentina, nuestro segundo factor en el modelo de determinación de retornos esperado se correspondería con:

*Segundo Factor = $\lambda_{Arg} * \sigma_{Arg}$; donde $\lambda_{Arg} = 1$ por tener total exposición a dicho país*

En tanto que nuestra compañía no opera, solo con exposición a riesgo a un único país (y de hecho se espera y proyecta que dicha exposición continúe mutando en los próximos años), es que deberemos determinar cuál es el lambda correspondiente a cada país, tal que la suma de todos los lambda sea siempre igual a la unidad ($\sum_i \lambda_i = 1$)

La cuestión aquí radica en que variable debe ser a partir de la cual se va a evidenciar dicha participación en cada país (y en consecuencia de exposición a sus riesgos) para luego construir el lambda correspondiente a cada país (λ_i). A estos efectos podremos optar entre dos de tres alternativas posibles de acuerdo a Damodaran (The Dark Side of Valuation, 2010, pág. Capítulo 4): (1) atribuir en función de las fuentes de ingreso, lo que implicaría reconocer la exposición a riesgo en cada país como consecuencia de la participación de ventas (nivel de actividad) en cada uno de ellos mantenido respecto del total de ventas de la compañía o (2) atribuir en función de la ubicación geográfica de los activos fijos, tales como propiedad, planta y equipo, críticos al negocio.

Considerando lo anteriormente expuesto se ha determinado el lambda para cada uno de los países (λ_i), tanto por el enfoque de la fuente de ingresos como por el enfoque de ubicación de los activos fijos. Este factor de atribución del riesgo, claro está se retroalimenta con la dinámica proyectada del negocio, en tanto la compañía amplía y cambia su nivel de radicación de ingresos o activos fijos en una u otra plaza. De esta manera este factor es dinámico para cada país en donde la compañía tiene operaciones a lo largo del horizonte explícito de la proyección, y recién se considera constante y equivalente al factor de radicación del último período explícito en todo el horizonte posterior al explícitamente estimado. De esta manera, logramos componer el segundo factor, contemplando para cada período no solo la exposición a riesgo que posee la compañía a cada país sino que además la magnitud que dicho riesgo (sigma) posee.

Se aclara enfáticamente, en relación a este punto que el criterio tomado para el trabajo del riesgo país, principalmente de Argentina, es de tipo heterodoxo, en tanto no toma el riesgo país

vigente (como si lo hace con el resto de países de la región) al momento de la valuación de manera constante, por considerarlo excesivamente elevado y poco representativo para todo el horizonte de la proyección. Por esta razón, es que respecto de este factor de riesgo (país Argentina), se siguió un criterio de convergencia hacia la media histórica en tanto se prevé en el escenario base de la proyección movimientos de escenarios de desequilibrio hacia escenarios de equilibrio.

Hasta aquí, logramos construir nuestra tasa de costo del capital, desapalancado y con reconocimiento de los riesgos que nuestra compañía posee por operar en los países que a la fecha y durante el horizonte explícito de proyección operará. Sin embargo, esta tasa, se encuentra expresada en dólares estadounidenses (USD), en términos nominales. En tanto que nuestra moneda funcional y por consecuencia de construcción de los flujos de fondos proyectados de la compañía es el peso (ARS), necesitamos convertir estas tasas expresadas en dólares nominales a pesos nominales correspondientes a cada período de tiempo de la proyección. Al igual que se mencionara en el apartado de “Hipótesis y Asunciones sobre Inflación y Relaciones de Cambio”⁹³, para movernos de una moneda de nominación a otra, empleamos la teoría de la paridad de las tasas de interés y la teoría de paridad del poder de compra de la moneda. De esta manera, a cada período se le deflacta la inflación esperada de la moneda de nominación de la tasa construida (inflación USA), y se compone con la inflación esperada correspondiente a la moneda en la cual se nominan los flujos a ser descontados (inflación ARG). De esta manera, arribamos a las tasas de descuento correspondientes a cada período, para proceder a avanzar con el modelo de valuación bajo el enfoque APV.

Por último, pero no menos relevante, luego de iterar el modelo de descuento por APV, al poder determinar el valor razonable del Patrimonio Neto, estamos en condiciones de superar una de las restricciones para apalancar la tasa de costo de capital, la cual se corresponde con la posibilidad de medir el nivel de endeudamiento a valores de mercado (en tanto que el valor del patrimonio neto no es observable, se determina con el modelo y se convierte en endógeno del mismo). Es a este nivel que podemos determinar la tasa de costo apalancado (k_l), y testear nuestro modelo de descuento de flujos con enfoque indirecto contra el modelo de descuento de enfoque directo basado en el “flujo de fondos libres hacia el patrimonio neto”⁹⁴ (Damodaran, Investment Valuation:

⁹³ Ver página 116.

⁹⁴ Damodaran lo da a llamar “Free Cash Flow to Equity” y lo simboliza en su libro citado como FCFE, desarrollando su alcance en el capítulo 14. La traducción literal es responsabilidad del autor.

Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2012), enfoque superior y más comprensivo que el modelo de dividendos y el modelo de dividendos ampliados.

Todas las tasa determinadas se encuentra expuestas, en forma secuencial de acuerdo con el proceso de construcción, en el Anexo V.

Tasas de Costo de la Deuda (*kd*)

Respecto de la tasa de costo de la deuda, nos encontramos ante dos escenarios distintos y concurrentes. El mismo tiene que ver con la característica de la deuda (línea de crédito) a la cual la compañía puede acceder, que en síntesis se corresponden con (1) líneas colateralizadas (con garantías – deuda senior -) o (2) líneas sin garantía directa (no colateralizada – deuda junior o subordinada). Mientras que la primera, al estar garantida directamente por activos ajenos a la compañía, posee una tasa de mercado no representativa del riesgo de crédito corporativo, la segunda línea, se corresponde con financiamiento conferido en el mercado Argentino, de en general corto plazo (duraciones en promedio del orden de 2 a 3 años) y nominado en pesos, que difícilmente represente una tasa razonable de costo de endeudamiento representativa del riesgo crediticio (financiero) de la compañía. Por esta razón, es que la tasa de costo de la deuda se determinará como consecuencia del costo promedio ponderado resultante de la magnitud de deuda relativa contraída bajo el formato (1) y la magnitud de deuda relativa contraída bajo el formato (2), siendo la tasa de mercado correspondiente al formato (2) una tasa de costo teórica construida de acuerdo a lo expuesto a continuación.

La tasa de costo de la deuda, podría ser directamente observada para el financiamiento al que accede la compañía y/o las condiciones crediticias que le fueran pre-calificadas. No obstante, dada la ausencia de calificaciones crediticias (entiéndase calificación/rating de crédito) y la inexistencia de bonos corporativos emitidos en el mercado con oferta pública, se ha optado por construir la tasa de costo de la deuda como consecuencia de las variables observadas a la compañía, en tanto la tasa en pesos de las líneas actuales (y estimada como consecuencia de la evolución de la inflación domestica) no resulta representativa del costo de la deuda que la compañía debería soportar dado sus niveles de riesgo crediticio. En otras palabras, la contra cara del mercado poco desarrollado de deuda en Argentina (y las escasas alternativas de financiamiento) es la existencia de tasas económicamente subsidiadas que en términos de moneda dura (dólar estadounidense) resultan

negativas o sustancialmente bajas y por consecuencia no representativas del costo que la empresa debería asumir.

De esta manera, la determinación de la tasa de costo de la deuda que debería asumir la compañía en condiciones de mercado normales, se determina en función de: (1) la tasa libre de riesgo crediticio, (2) el spread que debería asumir la compañía por encima de dicha tasa como consecuencia del nivel de riesgo crediticio - el cual se define paramétricamente en función del Índice de Cobertura evidenciado período a período, y (3) el factor de riesgo país que por ser un deudor sujeto a los riesgos domésticos de una plaza distinta a la norteamericana, no resultaría por la ley de un solo precio, razonable atribuir la misma tasa de costo de deuda que pagaría una compañía con riesgo de crédito equivalente radicada en el mercado estadounidense. Esta tasa se itera como consecuencia del ejercicio de proyección realizado. Aquí se vuelve a destacar la relevancia de la integralidad en el ejercicio de proyección, en tanto nos permite cruzar variables y determinar el nivel de riesgo financiero/crediticio consecuente con la proyección a cada período de tiempo y como resultado de ello determinar el rating teórico que le correspondería y la magnitud de spread que debería asumir por encima de la tasa libre de riesgo.

En tanto que nuestra tasa libre de riesgo se corresponde con la tasa de los bonos soberanos del tesoro americano, las mismas se encuentran nominadas en USD, y por consecuencia nuestro spread y la tasa de costo de financiamiento teórica determinada para deuda de la compañía también. De esta manera obtenemos la tasa representativa del costo financiero de la deuda no colateralizada o subordinada a la que puede acceder la compañía.

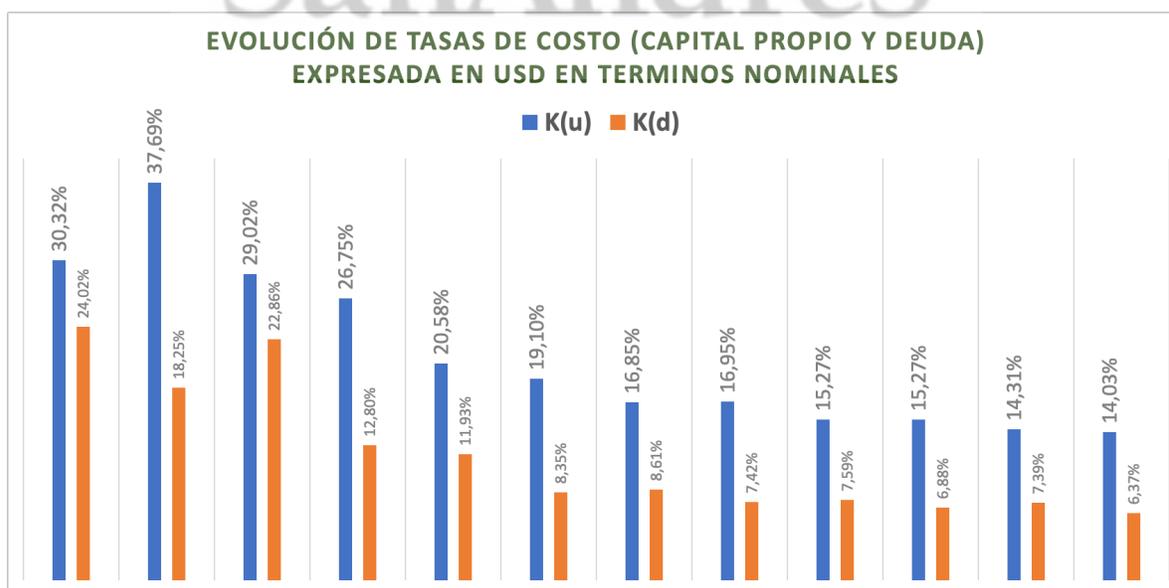
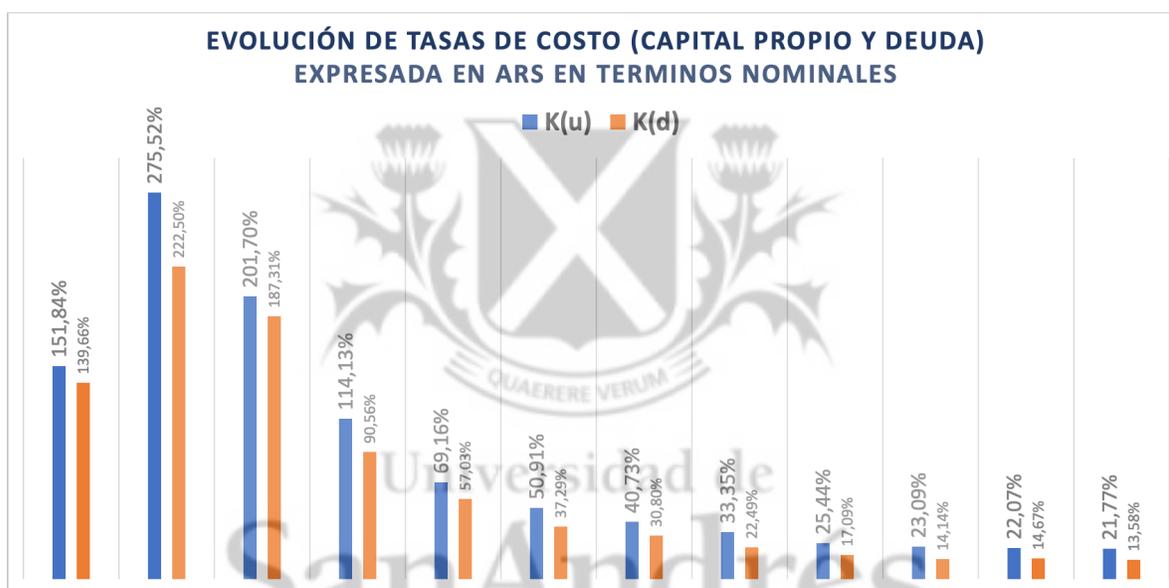
Una vez ponderadas las dos tasas de costo de la deuda, por su peso relativo en el mix de financiamiento externo con acreedores, se practica la misma metodología descrita en las páginas anteriores para movernos de la moneda de nominación de la tasa determinada (USD) hacia la moneda de nominación de los flujos (ARS).

En este punto vuelve a adquirir relevancia el modelo APV empleado. En tanto el nivel de deuda de la compañía ha sido muy dinámico como consecuencia de su estacionalidad y de la elevada tasa de crecimiento promedio que evidenció durante toda su historia, a través de este enfoque de valuación, podremos ver en qué momentos de tiempo, el financiamiento tomado por la compañía conlleva un deterioro de valor en tanto su magnitud resulta significativamente elevada exponiendo

a la empresa a riesgos crediticios excesivos y en consecuencia llevando las tasas de costos de la deuda a valores superiores a la tasa de rendimiento del negocio (ROCE).

A continuación se exponen las curvas de tasas para cada uno de los períodos explícitamente proyectados. En dos cuadros, uno nominado en ARS y otro en USD, se exponen las tasas que equilibran las expectativas de inflación y relaciones cambiarias entre ambas monedas, tal que podamos movernos desde una tasa hacia la otra de manera inequívoca.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 50 - TASAS DE COSTO DEL CAPITAL PROPIO Y DE LA DEUDA (ARS Y USD)



Todas las tasa determinadas se encuentra expuestas, en forma secuencial de acuerdo con el proceso de construcción, en el Anexo VII.

Subsección (3): Valor Terminal.

Finalmente, nos resta por determinar el Valor Terminal del negocio al final del horizonte explícito de la proyección para poder cerrar el ejercicio de valuación a 2022. Para realizar esta estimación, debemos hacer previamente dos menciones.

La primera de ella, es que la determinación del valor terminal, resulta ser un ejercicio de “valuación dentro del proceso de valuación”. Esto implica que a la ya compleja tarea de valorizar las acciones corporativas dentro de un horizonte explícito analizado y considerando un plan concreto de acción, se le adiciona la labor de determinar el valor potencial del negocio una vez concluido el periodo por el cual se evaluaba el plan corporativo. Resulta relevante en relación a este punto poder evidenciar cuanto representa sobre el valor del negocio el valor terminal.

La segunda cuestión, se corresponde con las dos grandes metodologías que podríamos emplear para determinar este valor, por descuento de flujos o por relativos. A los efectos de determinar un rango razonable de valores terminales, es que resulta útil abordar ambas metodologías.

Valor Terminal Basado en Descuento de Flujo de Fondos y Perpetuidades

Por un lado, podríamos realizar este ejercicio descontando los flujos de fondos que se espera la compañía genere período a período en el futuro no explícitamente proyectado. La dificultad con esta metodología radica en, por lo menos, los siguientes puntos:

1. En tanto las compañías no tienen plazo de vencimiento ni extinción cierto resulta difícil prever cuanto tiempo debe proyectarse a futuro. Si bien esto matemáticamente se resuelve con la hipótesis de comportamientos a perpetuidad que se sintetizan en un número finito, no menos cierto es que este valor sería el **máximo posible** dada las mismas hipótesis, pero asumiendo que la compañía de hecho no duraría jamás hasta el infinito (la evidencia empírica así lo ha demostrado salvo excepciones⁹⁵).

⁹⁵ Existen casos muy particulares de compañías que tienen una longevidad muy superior a 100 años y a la fecha siguen en funcionamiento. Caso de ellas son The Royal Mint – de 886 - (británica) y Staffelter Hof – de 862 DC - (alemana) (ver <https://www.xataka.com/magnet/empresas-antiguas-mundo-funcionamiento-ilustradas-estos-magnificos-mapas>). Lo relevante

2. En tanto las organizaciones crecen o decrecen, naturalmente no se puede prever que dicho comportamiento sea constante a perpetuidad. No siendo admisible asumir decrecimiento “a perpetuidad” en tanto bajo ese escenario no sería más empresa en marcha y entraríamos en valuación por liquidación, solo resta por **asumir crecimiento** (positivo). Al pensar en crecimiento debemos validar que el mismo contemple patrones razonables relativos al: (i) crecimiento poblacional, (ii) crecimiento macroeconómico regional y/o global y (iii) evolución de los precios en tanto las proyecciones son en términos nominales.
3. La simplificación de la dinámica de generación de caja del negocio (y de la compañía) en un único flujo de fondos representativo de todo lo que sucederá más allá del plazo explícitamente proyectado. Esto se complementa con una única tasa de descuento relativa a dicho flujo de fondos.

En línea con este enfoque, primero se definió como flujo representativo del flujo más allá del horizonte explícito de la proyección, al flujo evidenciado en el último año de la proyección. Dado el objetivo perseguido por la compañía y el plan trazado para los próximos 6 años, la cuota de mercado total a la que aspira la empresa debería estabilizarse. Dado esto, es que se asume los esfuerzos por crecimiento ulterior a dicho evento, serían correspondientes a mantener la cuota de mercado ya lograda y no a incrementarla. Por otra parte, el flujo de fondos considerado, no contempla la posibilidad de que la compañía vuelva a plantear una revitalización de ciclo de vida sea porque incorpore una nueva vertical de negocio y/o busque crecimiento de tipo inorgánico (entiéndase, adquiera una compañía), sino que asume continuidad del negocio tal cual ha sido definido en la proyección.

$$FCF Negocio_{(VT)} = FCF Negocio_{2028}$$

Definido, el flujo, se determinó el ritmo de crecimiento del mismo. Al mantenerse la cuota de mercado, el mismo debería crecer al ritmo poblacional o de crecimiento de la economía (real), delimitando así un rango con piso y techo el cual asume que el nivel de consumo de la población respecto de los bienes que vende la compañía, se mantiene constante y relativo a la evolución poblacional y/o de la economía en su conjunto.

aquí es que son más los casos de extinciones de compañías menores a 100 años de vida que la subsistencia de compañías con longevidad superior a dichos años.

$$g_{\text{población regional}} \leq g_{(VT)} \leq g_{\text{economía regional}} ; \text{tasas reales}$$

donde, regional implica, el área de operaciones que a la fecha (2028), la compañía se encuentre trabajando. Como el flujo está construido en términos nominales, componemos dicha tasa de crecimiento con la inflación esperada en la moneda de nominación de los flujos (ARS) más allá de la proyección. Estas tasas, se encuentran en el rango de 1,03% (g poblacional) y 2,43% (g economía)

Dado que nuestro modelo trabaja con valuación bajo enfoque APV, es que también debemos asumir el comportamiento de los flujos de la deuda para este periodo no explícito de proyección. En tanto que la compañía, financia parte de su crecimiento con deuda (así se expuso y determino el modelo y así se evidenció en el pasado), es esperable que en la posteridad cada incremento marginal de actividad esté financiado: en parte con recursos autogenerados (ganancias no distribuidas) y en parte con deuda incremental. Este crecimiento en deuda incremental, se asume manteniendo las relaciones de costo y el mix (con garantía y sin) de financiamiento. Esto finalmente implica mayores de intereses a pagar, y con ello incremento de los ahorros fiscales. Con este flujo definido, luego podemos determinar el valor que específicamente agrega la deuda a la compañía, básicamente por los escudos fiscales del costo financiero. Para definir este flujo realizamos la siguiente relación

$$FF \text{ Deuda}_{(VT)} = FF \text{ Deuda}_{2028} * (1 + g_{\text{Deuda}_{VT}})$$

Donde

$$g_{(\text{Deuda}_{VT})} = g_{(VT)} * (1 - ROCE_{(2028)} * \text{Tasa Reinversión}_{(2028)})$$

Definido, el flujo, se determinó el ritmo de crecimiento del mismo. Al mantenerse la cuota de mercado, el mismo debería crecer al ritmo poblacional o de crecimiento de la economía (real), delimitando así un rango con piso y techo el cual asume que el nivel de consumo de la población respecto de los bienes que vende la compañía, se mantiene constante y relativo a la evolución poblacional y/o de la economía en su conjunto.

Nos resta definir la tasa de descuento correspondiente al costo del capital propio desapalancado (k_u) y al costo de la deuda (k_d). En ambos casos las premisas e hipótesis empleadas por fuera del horizonte temporal, fueron expuestas en la sección de Tasa de Costo del Capital. En forma de síntesis, se expone a continuación los elementos que fueron empleados:

Componentes de las Tasas de Costo (VT)		Tasa/Valor		Hipótesis		
(k_u)	R(f) – Tasa libre de riesgo	4,57%		Tasa promedio geométrica serie últimos 95 años		
	R(m) – retorno de mercado	9,64%		Tasa promedio geométrica serie últimos 95 años y representativa de los últimos 20 años (9,70%)		
	MRP	5,06%				
	β_u (factor de riesgo desapalancado)	1,27		No se asumen cambios en el riesgo del negocio.		
	ERP	6,44%				
	k_u (retorno desapalancado)	11,01%		USD en términos Nominales		
	$\Sigma (\sigma^*\lambda)$ en función Ingresos	3,16%		Se asume que el mix de origen de ingresos como así también el de instalaciones de propiedad, planta y equipo se mantiene equivalente al estimado para 2028		
	$\Sigma (\sigma^*\lambda)$ en función PPE	4,50%				
	k_u (retorno desapalancado efectiva)	14,17%	15,52%	USD en Términos Nominales		
	Inflación (ARS)	5,00%		Se asume se encuentra estabilizada en rangos equivalentes a los observados en la región Latam ya estabilizados		
	Inflación (USD)	2,53%		Se asume equivalente al promedio habido en los últimos 20 años		
	k_u (retorno desapalancado efectiva)	16,92%	18,44%	ARS en términos Nominales		
(k_d)	Tasa libre de riesgo, Tasas de riesgo país y Tasas de inflación (ARS y USD), son equivalentes a las expuestas para k_u . El mix de financiamiento (con garantía y sin garantía) se mantiene en 43% sin garantía y 57% con garantía.					
	Spread por Riesgo Crédito	1,23%		Equivalente al del último período (2028) estimado, y consecuente con un rating crediticio tipo A+ y Ratio de Cobertura 11,48		
	k_d sin colateral	8,96%	10,31%	USD en términos Nominales	k_d sin colateral	4,93%
	k_d (tasa efectiva de costo de la deuda)	6,94%		USD en Términos Nominales		
	k_d (tasa efectiva de costo de la deuda)	9,52%		ARS en términos Nominales		

Estamos en condiciones de determinar el VT basado en el descuento de flujo de fondos bajo hipótesis de perpetuidad. En vistas de evidenciar el efecto de la simplificación de asumir la subsistencia de la compañía “a perpetuidad”, es que se incorporan los Valores Terminales, también asumiendo rangos discretos y finitos de vida útil de la empresa (con las condiciones antes expuestas) hasta su extinción.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 51 - VALOR TERMINAL A (EN BASE A FLUJOS DESCONTADOS)

Criterio de Construcción	Valor Terminal				
Valuación Fundamental	Perpetuidad	40	30	20	10
VPN Negocio Desapalancado	205.559.354.870	205.323.306.341	204.277.067.736	198.593.582.606	167.719.169.185
VPN de la Deuda	536.860.740	522.731.323	488.574.657	409.313.167	244.450.863
VPN Negocio Apalancado	206.096.215.610	205.846.037.665	204.765.642.394	199.002.895.773	167.963.620.049
Diferencial de VT respecto de perpetuidad	0,0%	0,1%	0,6%	3,4%	18,5%

Del cuadro podemos extraer dos conclusiones:

1. Cuanto más acotamos el rango de tiempo por el cual asumimos el comportamiento “estabilizado” a la dinámica en la que la compañía genera fondos, más pequeño es el valor terminal. No obstante, puede evidenciarse como el valor marginal entre la hipótesis de continuar “en perpetuidad” (máx. valor) y la hipótesis más acida de extinción del negocio a los 10 años posteriores al período explícitamente proyectado (min valor) es del orden del 18% cuando miramos el Valor Presente Neto (VPN) del Negocio Desapalancado. Implica que podemos identificar cuanto podría caer el valor actual del negocio por hipótesis más realistas en cuanto a la vida potencial más allá de la proyección explícita que tiene la compañía. También nos permite una vez identificada la contribución del VT sobre el valor de la compañía, rápidamente extrapolar cuanto menos puede ser dicha contribución bajo los escenarios de vida discreta y finita por sobre vida perpetua del negocio.
2. En tanto la deuda genera valor como consecuencia de un flujo que implica: nueva deuda, amortizaciones, intereses y ahorros fiscales, cuanto más allá en el tiempo nos movemos mayor resulta ser valor actual de dicho flujo neto y más se comprime el valor neto del stock de deuda habido al cierre del ejercicio. En otras palabras, cuanto menos tiempo tiene el stock actual para ser amortizado y costado (pago de intereses), menos valor actual tiene su ahorro fiscal en tanto se asume se extingue la deuda (amortización de capital) más rápido en el tiempo.

Valor Terminal Basado en Valuaciones a Múltiplos.

En relación a este segundo enfoque se trabajaron con las empresas evidenciadas como comparables al momento de identificar el comportamiento de la industria. Estas mismas compañías, en tanto operan en la industria alimenticia, poseen alguna vertical directa o indirectamente relacionada con la vertical de negocios de nuestra compañía, o son totalmente dedicadas al mismo segmento de negocios (cremas heladas), son consideradas luego para contrastar el valor obtenido de la compañía con respecto al precio con el que el mercado en términos relativos está valorizando (de manera objetiva por transacciones abiertas y públicas) a dichas empresas.

En este caso, el ejercicio es similar al realizado anteriormente, con la particularidad de que resulta más sencillo y práctica su construcción, una vez (1) construida las variables de performance del negocio esperadas para el final del horizonte explícito de la proyección (entiéndase ventas, resultados operativos, netos, EBITDA, valor patrimonial – contable -, etc.) y (2) mapeadas la industria y compañías de referencia que hacen oferta pública y a partir de las que con sus respectivos múltiplos podemos relativizar (valuación a relativos) el precio de mercado para así extrapolarlo al valor que debería tener nuestra compañía en dicho momento de tiempo.

Para practicar esta metodología, se seleccionaron los siguientes múltiplos: PER (*“Price Earning Ratio”*), EV/EBITDA (*“Enterprise Value-EBITDA Ratio”*), EV/Sales (*“Enterprise Value-Sales Ratio”*) y PBV (*“Price to Book Value”*). De los cuatro múltiplos seleccionados, podemos ver que dos de ellos refieren a la relación directamente habida contra el Negocio – EV - (el cual en todos los casos al ser respecto de empresas y datos de mercado, está apalancado) y los otros dos contra el Valor de la Compañía. Para los múltiplos relativos al valor del negocio, la relación obtenida contra la métrica EBITDA o Ventas, respectivamente resultan ser directamente considerados como el VT de nuestro negocio apalancado. En cambio, para los múltiplos relativos al valor de la compañía, la relación obtenida contra la métrica Ganancia Neta o Valor Contable, resulta ser el VT de la Compañía, por lo que a dicho valor, debemos sumarle el valor de la Deuda y detraerle el valor del Efectivo disponible al cierre del período de proyección 2028. Para ver los múltiplos y las compañías seleccionadas dirigirse al Anexo VIII.

De esta manera podemos sintetizar en el siguiente cuadro un rango de Valores Terminales, construidos bajo metodología descripta.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 52 - VALOR TERMINAL B (EN BASE A MÚLTIPLOS)

Criterio de Construcción		Variable de la Empresa en 2028		Elementos Adicionales		Valor Terminal	
Valuación Relativos	Industria/Compañías			Deuda Financiera	Efectivo	Importe Construido	Detalle de la métrica
PER	13,79	Resultado Neto (EAT)	17.866.495.981	49.088.539.839	52.015.413.039	243.452.106.372	VPN Negocio Apalancado
EV/EBITDA	8,10	EBITDA	33.979.199.532	no es necesario	no es necesario	275.231.516.208	VPN Negocio Apalancado
EV/Sales	1,40	Ventas	221.277.524.804	no es necesario	no es necesario	309.788.534.726	VPN Negocio Apalancado
PBV	1,87	Valor PN Contable	110.238.780.418	49.088.539.839	52.015.413.039	206.587.474.503	VPN Negocio Apalancado

Podemos ver como el rango de valores terminales de la compañía, de acuerdo a nuestra proyección e hipótesis construidas, se encuentra en un rango que va desde 167MM⁹⁶ hasta 309MM de pesos de 2028. La media del intervalo se corresponde con 238MM siendo la amplitud equivalente al 46% del máximo valor posible, y el mismo considera los enfoques fundamentales y relativos para su determinación. De esta manera, vemos que incluso asumiendo el VT como un flujo descontado a perpetuidad (206MM), no estaríamos sobre estimando el valor al final del horizonte explícito de proyección en tanto el mismo está próximo a al promedio de nuestro rango de valores terminales construidos bajo distintas metodologías y diversos enfoques.

Finalmente, en relación a la incidencia del VT sobre la Valuación a cierre de 2022 de la compañía, se hará mención en el análisis de la valuación desarrollado en el título siguiente.

En el anexo VIII, se pueden apreciar las tablas en orden secuencial, con el cual se fueron construyendo los valores previamente sintetizados y explicados.

⁹⁶ MM, refiere a mil millones.

7. SECCIÓN VII - VALUACIÓN

En esta sección se expondrá el valor razonable obtenido del proceso de proyección basado en los planes corporativos, las expectativas de contexto (macro y micro) relevantes y la dinámica en la que la compañía ha evidenciado generar efectivo.

En segundo estadio, se analizará el valor razonable obtenido para el escenario planteado, y en vistas a los objetivos del ejercicio de valoración, se segregarán sus componentes para comprender los impulsores del mismo y la importancia que tiene para nuestra compañía objetivo la revitalización de su ciclo de vida. En relación a este análisis, se enfatizará en la importancia que tuvo el uso de APV por sobre otra metodología de valuación fundamental, en tanto la misma nos permitió segregar el efecto del financiamiento a la vez que no complejizar el modelo considerando que el nivel de endeudamiento a valores de mercado no era observable (por el patrimonio neto) y la relación de deuda se evidenció cambiante significativamente, período y período.

En tercer lugar, se tomarán los valores obtenidos para el negocio (ya con el efecto del apalancamiento incluido) y de la compañía, y se los relativizará a las variables endógenas de la compañía (ventas, resultados, patrimonio neto contable, etc.), para así obtener los múltiplos que nuestro ejercicio de valuación arroja. Estos múltiplos serán cotejados contra los identificados de la industria y de las empresas seleccionadas como referentes, para buscar contrastar contra dichas medidas de síntesis la razonabilidad del ejercicio de valuación practicado.

En cuarto y último lugar, expondremos algunos cuadros con escenarios hipotéticos, que nos permitirán identificar áreas de valor donde el impulsor principal es el contexto macro económico y dentro de dichas áreas mejores o peores valoraciones ante buenas o malas expectativas de performance de la compañía. Finalmente, sobre este ejercicio, descartaremos los escenarios que resulten, a priori, remotos, poco probables o incluso probables poco representativos de la realidad más inmediata de la compañía.

Subsección (1): Valor Razonable de la Compañía

La compañía objeto de la valuación presenta un valor razonable de acuerdo a nuestro modelo del orden de USD 3,95 por acción o ARS 830 por acción a la fecha de cierre de ejercicio de 2022, lo que dada la cantidad de acciones en circulación⁹⁷ de la compañía, determina un valor de USD

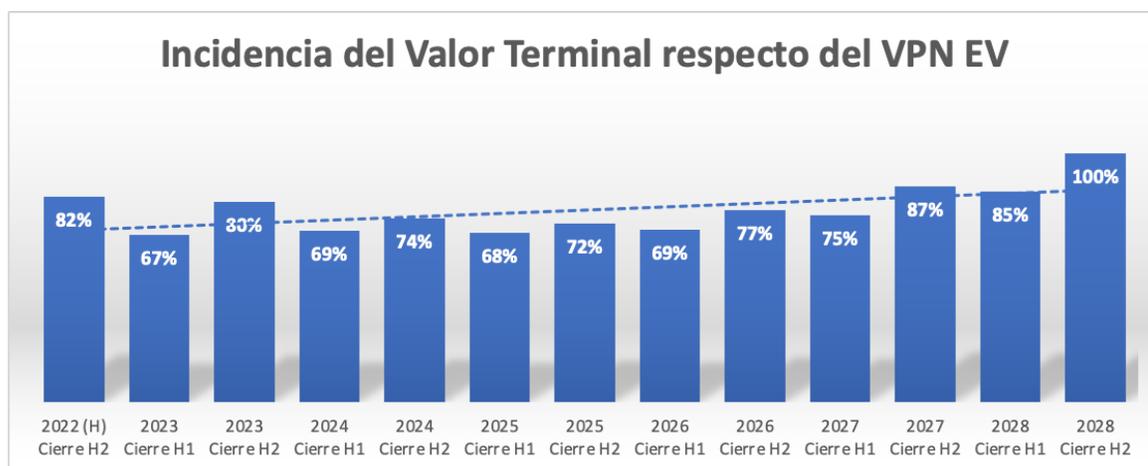
⁹⁷ La compañía a la fecha posee acciones ordinarias y todas están en posesión de personas físicas.

39.486.989 o su equivalente a dicho momento de tiempo a ARS 8.300.165.131. Este valor resulta de considerar el impacto de la nueva estrategia corporativa, la cual buscaba aprovechar su actual capacidad instalada disponible para crecer en volumen de actividad de manera más eficiente en tanto que explotaría el canal de distribución de la industria más empleado por toda la competencia (bocas masivas de expendio).

A estos efectos, lo primero a observar es que este valor razonable identificado a la compañía al cierre del ejercicio 2022, se explica en un 82% por el VT conferido a nuestra compañía al finalizar el horizonte explícito de análisis. La relación del VT respecto del valor compañía, a cada momento de tiempo considerado en la proyección, converge hacia el final del horizonte al 100% de ella explicado por el VT, pues este último representa la síntesis de valor más allá de nuestro horizonte explícito de previsión. Claro está que cuanto mayor es la explicación del actual valor (a la fecha de nuestro ejercicio) dada por el VT, mayor dependencia de lo que suceda en la posteridad tiene nuestra compañía, y la hipótesis de valor del negocio empieza a ser endeble o poco robusta, en tanto la compañía demuestra en su proyección explícita, la incapacidad para crear valor (ROCE) por encima de su costo de capital, tal que se evidenciaría una dificultad del modelo de negocio a ser considerada por la dirección en el proceso de planificación estratégica.

En el cuadro expuesto a continuación, podemos ver la incidencia al momento de nuestro ejercicio de valoración del VT respecto del valor de la compañía y también como este evoluciona con el tiempo hasta converger progresivamente hacia el 100% del valor al final del horizonte de la proyección.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 53 - VT E INCIDENCIA EN EL VALOR RAZONABLE DE LA COMPAÑÍA



En resumidas cuentas, cuanto mayor incidencia tenga el VT sobre el valor actual de la compañía, más énfasis debería hacer la dirección en revisar los planes de mediano y largo plazo, en tanto ellos no estarían contribuyendo a la generación de valor en favor de los accionistas. En función de lo observado, se considera consistente que, dado que la compañía no tiene fecha cierta de “vencimiento” y que el VT concentra toda esa incertidumbre en cuanto al tiempo, magnitud y dinámicas en las que la compañía generará dinero, casi el 20% del valor razonable de la acción se explique por el plan concreto, presente y posible que el directorio y los accionistas tienen como norte para la compañía en un horizonte claro de tiempo (para el caso 6 años).

Ahora bien, en vistas a las razones de porque se realizó la valuación de la compañía expuestas en la Introducción del trabajo, con este primer dato, logramos anclaje para (1) evaluar la incorporación de nuevos socios, que de manera minoritaria y bajo un esquema de circuito cerrado ofrecido solo a los dueños de tiendas dedicadas a la comercialización de los productos de la compañía pueda acceder e (2) identificar el valor creado a la fecha por la compañía en favor de los accionistas.

Respecto del primer punto, bajo la hipótesis de realizar valor por el 10% de las acciones en circulación, la compañía podría incorporar Socios nuevos realizando valor en favor de los socios fundadores, por una magnitud equivalente a USD 3.948.699. Ante esta hipótesis, tenemos dos partes que resultarían “ganadoras” de la transacción. Por un lado, los vendedores que se verían realizando parte del valor creado, sin esfuerzos superlativos de colocaciones en mercado regulados (oferta pública) en tanto solo participan a su círculo cerrado de tiendas dedicadas de comercialización, sin cambios sustantivos en exigencias en materia de divulgación regular de información, auditorías y controles externos, sin afectar las finanzas del negocio en tanto el dinero no fluiría hacia él ni desde él, y manteniendo en todo momento el control corporativo.

Por el otro lado, tenemos el comprador (los compradores) que se corresponden con las tiendas dedicadas⁹⁸ que conforman una masa crítica de rápido y fácil acceso que tiene la compañía. Este círculo cerrado estaría estimulado por adquirir las participaciones en tanto:

- i. Conocen la industria desde su rol en la cadena comercial,

⁹⁸ En un relevamiento que la compañía comenzó a hacer hace 1 año y medio, con frecuencia semestral y con vistas a evaluar el apetito de esta acción, más del 65% de la red aseveró que de poder, invertiría ahorros en la compañía “ciegamente”.

- ii. El nuevo plan de crecimiento se enfoca a explotar un formato comercial que a ellos no los derrama y
- iii. La inversión de acceso sería bajo la cualquier hipótesis razonable relativamente baja. A modo de ejemplo, si el 10% de la más crítica total de tiendas dedicadas accediera a esta transacción, la inversión que cada una de ellas debería hacer sería del orden de USD 23.504, convirtiéndose así en una inversión accesible⁹⁹.

Como veremos en la sección a continuación, el valor de la compañía previamente expuesto, se corresponde con el nuevo plan de revitalización del ciclo del negocio, que combina crecimiento bajo la actual estrategia (1) y la nueva estrategia (2) definida por la dirección. Este plan que si bien no permite recuperar las tasas de crecimiento promedio que tuvo la compañía a lo largo de su vida (25% anual real), pero lo levanta en zona de 10% anual, mejora la hipótesis de valor de la compañía bajo el escenario de “continuidad de la estrategia actual sin cambios”, ya que el 83% del valor es explicado por el actual modelo de negocio siendo el 17% restante atribuido a la incorporación de la nueva estrategia. A continuación, se expone un cuadro que sintetiza esta relación, en términos del valor de una (1) Acción de la compañía.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 54 - VALOR EMPRESA Y COMPAÑÍA (EXPRESADO POR ACCIÓN)

Valor de la Empresa			Valor de la Deuda + Valor de la Compañía	
Efectivo		USD 0,12	VALOR DEUDA	USD 0,77
Valor Negocio (apalancado) E1	VN (E1) (u)	USD 1,27	VALOR COMPAÑÍA (Acción individual)	USD 3,95
	Valor Agregado Deuda	USD 0,26		
Valor Negocio (apalancado) E2	VN (E1) (u)	USD 2,15		
	Valor Agregado Deuda	USD 0,92		
VALOR DE LA EMPRESA (APALANCADA) E1+E2		USD 4,72	VALOR DEUDA + VALOR COMPAÑÍA	USD 4,72

⁹⁹ Cabe considerar que los inversores potenciales (los miembros de la red), en su gran mayoría (más de 1.500) son de plaza Argentina, lo que implica que no solo conocen de la realidad macro local, sino que también saben de las restricciones y dolencias que representan pensar en el atesoramiento, inversión y ahorro a largo plazo en el país. Considerar la opción de invertir en la compañía que les provee a ellos de manera exclusiva el producto que venden en su negocio, es una forma de invertir en un “activo conocido” desde otra dimensión o posición.

Expuesto este punto, podemos adentrarnos a la parte más rica de nuestro análisis y ejercicio de valuación, la cual obedece a identificar los impulsores de valor y los elementos que drenan valor a la compañía como consecuencia del ejercicio realizado.

Subsección (2): Segregación del Valor Razonable.

Como se expusiera en distintos pasajes del trabajo, la metodología de valuación empleada obedecía a descuento de flujo de fondos, empleando APV, que más allá de las falencias técnicas que se le pudieran atribuir a los métodos alternativos¹⁰⁰, la compañía objeto de la valuación y el propósito de la misma hacían propicio el uso de esta herramienta por sobre otra.

A través del empleo de APV, logramos trabajar de manera segregada el componente deuda, de manera tal que lo primero que logramos identificar es el valor creado por el negocio *per se*, y luego cuanto valor le agrega el endeudamiento. Esto resultaba relevante en tanto el comportamiento de la deuda no solo era muy variable con el tiempo como consecuencia de la estacionalidad muy marcada del negocio, sino que además tenía mucha carga de financiamiento doméstico con las escasas alternativas locales y ausencia de curvas de tasas más allá de 2 o 3 años (tanto en moneda local como en moneda extranjera). De esta manera logramos segregar el valor del negocio desapalancado, el valor aportado por la deuda y finalmente componer el valor apalancado del negocio sobre el cual posteriormente nos permitimos determinar el valor de la compañía.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 55 – SEGREGACIÓN VALOR RAZONABLE DE LA COMPAÑÍA (1): APORTADO POR EL NEGOCIO, APORTADO POR LA DEUDA (FLUJO Y STOCK) Y EFECTIVO

Segregación de Valor de la Empresa entre Negocio y Deuda	Estrategia (1+2)	Estrategia (1)
VP Negocio (u) - desapalancado	74%	93%
VPN Agregado por la Deuda	26%	7%
VP Negocio (l) - apalancado	100%	100%
Deuda Financiera (-)	-17%	-22%
Efectivo (+)	3%	3%
VP Compañía	86%	82%

Como puede verse, si bien la deuda tiene una contribución significativamente distinta en los dos escenarios planteados. Bajo el plan de crecimiento de la compañía (Estrategia 1+2), tiene más incidencia en la contribución de valor total de la compañía. Esto se explica en que el crecimiento

¹⁰⁰ Ver título Marco Conceptual, Metodologías de Valuación.

buscado es financiado con más deuda incremental respecto del escenario solo bajo Estrategia (1), aumentando marginalmente el peso relativo de la deuda con el tiempo sobre todo durante los primeros años del plan. Esta situación, hace que el valor agregado por la deuda sea en términos netos favorable al accionista en tanto al detraer el stock de deuda al cierre del ejercicio para determinar el valor compañía, en el Escenario Estrategia 1, el crecimiento de la deuda no resulta tan significativo, como si lo es en el escenario E1+E2, como para sobrepasar el peso de deuda actualmente mantenido (que como se viera en materia de riesgo crediticio y en el análisis financiero, resulta elevado en términos de ratio de cobertura y en términos de estacionalidad). Cabe enfatizar, que la E1+E2, se permite el aumento de deuda sin un correlato de aumento o sostenimiento del elevado riesgo de crédito, cuestión que no sucede en la E1

Ahora bien, vamos un paso más hacia adentro y nos focalizamos en el escenario Estrategia (1+2), donde podemos ver de manera segregada, como se compone el valor de la Empresa desapalancada. Es aquí donde el uso de APV como método, nos permite “no ensuciar” con el efecto de las decisiones de financiamiento el aporte de valor de una acción corporativa u otra. En tanto nuestro ejercicio obedecía a evaluar el aporte de valor de la nueva estrategia competitiva, podemos extraer los componentes para comparar la potencia de valor de cada una de ellas cuando operan combinadas (Estrategia 1+2).

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 56 - VALOR RAZONABLE DE LA EMPRESA (U) APORTE ESTRATEGIA (1) Y (2) COMBINADAS

Contribución al VP Empresa (u)	Estrategia (1)	Estrategia (2)
EBITDA	100%	100%
Impuesto a las Ganancias	(30%)	(28%)
Inv. Capital de Trabajo Neto	(38%)	(24%)
Inversión en Activos Fijos	(21%)	(24%)
VPN EV (u)	11%	25%

Nótese como la Estrategia 2, apalancada en las condiciones de la compañía y su contexto tienen marginalmente mucha más potencia de crear valor que la Estrategia 1, en una relación de casi 2,5 a 1. Por otro lado, esta nueva estrategia solo llega a representar el 35% del total de ventas (en volumen físico) para el final del horizonte explícito de proyección, dándose un “balanceo” entre la potencia marginal de una y el volumen relativo de la otra. Finalmente, la estrategia 2, es en su totalidad dirigida al mercado externo, donde cada venta marginal de una unidad de producto, tiene más potencia por arbitrar relaciones de precios domésticas (costos) y foráneas (precios de venta) a favor de la compañía en el mediano y largo plazo. En tanto los precios externos están definidos y a la fecha no son genuinamente captados por la asimetría cambiaria y el atraso existente, la expectativa de corrección macroeconómica, el sinceramiento de variables y la convergencia esperada hacia equilibrios, reposiciona como provechosa la exportación de estos productos mejorando su contribución de valor. Por su parte, del cuadro podemos ver y concluir los siguientes puntos:

1. El impuesto a las ganancias, si bien resulta bastante homogéneo, es menor en la Estrategia 2, en tanto los activos fijos a incorporar directamente asociados a ella, tienen vidas de consumo en promedio más acotadas que las de la empresa en su conjunto (que engloba la Estrategia 1). Por esta razón, habría un ahorro marginal por aceleración de depreciaciones correspondientes a las nuevas inversiones en Activos Fijos, (escudo por depreciaciones) que la estrategia 2 requiere.
2. En relación a la inversión en capital de trabajo, resulta relevante la diferencia de detracción en la creación de valor de una versus otra Estrategia. Esto es consecuencia de que la nueva estrategia busca aplanar el ciclo, mitigando estacionalidad ante la búsqueda de destinos con menor amplitud térmica y a través de canales masivos que empujan el consumo (particularmente en esta industria, más del 70% de la misma se canaliza por estas vías). Con todo esto, la estrategia 2 requiere menos esfuerzo en capital de trabajo y con ello más eficientemente crea valor respecto de la Estrategia 1.
3. En relación a la inversión en activos fijos, se nota aquí como el apalancamiento operativo en la capacidad instalada existente y la tecnología disponible para producir los bienes a colocar en las bocas masivas, mitiga la necesidad de inversión incremental de la Estrategia 2. En pocas palabras, la posibilidad de “enchufar y prender” que confiere el actual estado de la compañía, hace que el esfuerzo relativo en inversión de activos fijos para la nueva estrategia sea marginalmente más relevante respecto de la estrategia original. Por otra parte, la

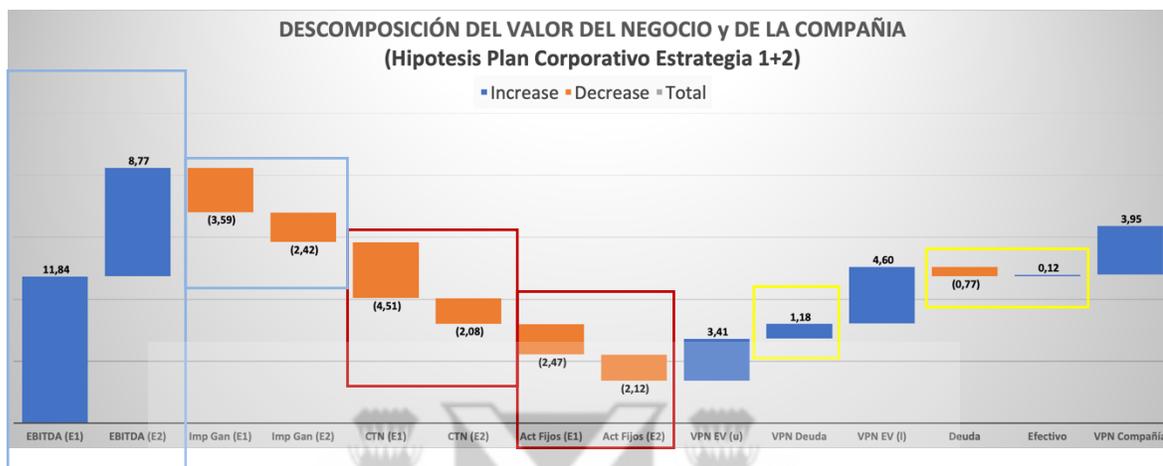
estrategia original (1), tiene hundido el esfuerzo estructural de invertir en el mantenimiento del negocio más allá del crecimiento orgánico que pudiera darse por esta u otra razón. De tal manera que no resulta una opción “mitigar” el esfuerzo de inversión en la estrategia 1, pero si resulta posible lanzar la estrategia 2 montada sobre el funcionamiento ordinario de la empresa aprovechando este beneficio de menor detracción relativa de valor por inversión.

Por otro lado, cabe destacar que la conjunción de ambas estrategias tiene efectos sinérgicos cruzados. Dado que la incorporación de la segunda, se monta sobre costos estructurales ya absorbidos por la primera, la relación de márgenes resulta ser “mejor” respecto de esta última (absorción mejor de costos fijos). Por otra parte, el primer período de la nueva estrategia, resultan ser financiado predominantemente por el flujo neto generado por el negocio basal (estrategia 1), esto alivia los esfuerzos para ejecutar el plan y mejora la potencia de la estrategia 2. Al mismo tiempo, conforme la estrategia dos se va estabilizando, resulta evidente como el nivel de deuda se comprime (ver Anexo V), en tanto la menor amplitud y estacionalidad relativa del modelo bajo estrategia 2, financia parte de la estacionalidad del modelo bajo estrategia 1, alisando las necesidades de fondos y mejorando la dinámica de generación de caja dado el mismo negocio núcleo. Al final de cuentas, el negocio, resulta marginalmente menos riesgoso, desde su dimensión financiera y crediticia en cuanto la incorporación de la estrategia 2, ya que no solo mejora la potencia de crear valor por cada unidad marginal de producto generada, sino que además comprime el riesgo de repago de la deuda al permitir oxigenar el negocio con fondos procedentes de esta nueva unidad. Con todo ello, se ratifica lo expuesto párrafos atrás de como la Estrategia 2, tiene más potencia para crear valor a través de la incorporación de deuda, al hacer esto de manera menos riesgosa y mejorar en simultaneo la capacidad crediticia de la compañía vía aplanamiento de flujos por más estable nivel de actividad.

A través de un cuadro en cascada podemos ver como la Compañía, crea valor desde su actividad principal, abierta por sus dos estrategias en curso y el mismo comienza a escurrirse por razones de impuesto e inversiones (operativas y estructurales) necesarias al crecimiento y mantenimiento del negocio, para luego ajustar el efecto del financiamiento con deuda y arribar al Valor razonable de

la empresa apalancada. Finalmente, como de allí se arriba al valor de la compañía. El cuadro a continuación muestra esto mismo, expresado en “valor por acción” (una acción de la compañía).

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 57 - GRAFICO EN CASCADA DE COMPOSICIÓN DEL VALOR DE LA COMPAÑÍA



Como se puede apreciar, cuatro de cada cinco (4:5) pesos del valor que crea el negocio por su potencia económica y operativa (observado en el EBITDA), se filtran en impuesto, inversiones en capital de trabajo y activos fijos. En tanto los impuestos difícilmente puedan ser evitados, otra situación tenemos respecto de las inversiones. En un escenario donde se pudiera eficientizar la relación de stocks de la estrategia 1 o se pudiera morigerar las exigencias de inversión en activos fijos para cualquiera de las dos estrategias, (sin afectar con ello el potencial crecimiento), la compañía podría capturar una mejor relación de valor ya dada por el negocio en su faz económica. De manera más precisa, si la compañía logra eficientizar el plan de inversión en activos fijos para el período explícito en la proyección, dispone de hasta (máximo) USD 2,12 por acción para capturar. Esto implicaría respecto del valor razonable determinado para la compañía un impulso de hasta 53% incremental. A este nivel interviene el área de operaciones, de planta y de almacenamiento de la empresa, con gestiones directas sobre la variable (adquisiciones, negociación y contrataciones).

Subsección (3): Múltiplos Implícitos en el Valor Razonable.

En base al ejercicio de valuación realizado, se construyeron múltiplos que permitieron normalizar respecto de las variables de la compañía la hipótesis de valor sintetizada en dicha métrica. A continuación, se exponen, múltiplos contruidos tomando el valor empresa o compañía (dependiendo del que se trate), en relación a las variables stock o flujo, históricas (último ejercicio,

2022), bajo ambas hipótesis: Nuevo Plan de Crecimiento (E1+E2) y Continuidad del plan original (E1). En este caso la metodología es “de arriba hacia abajo”, en tanto que lo que buscamos es cotejar el valor razonable obtenido, con las métricas de la compañía de su último ejercicio económico, y poder compararlas contra la industria y las empresas comparables.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 58 - MÚLTIPLOS EN FUNCIÓN DEL EJERCICIO DE VALUACIÓN Y MÚLTIPLOS DE COMPARABLES

MULTIPLIO		Estrategia (1+2) Plan de Crecimiento	Estrategia 1 (continuidad)	Industria Alimentos (EME)	Industria Alimentos (EUR)	Campina (Comparable 1)
PER	veces	13,5	9,9	13,8	16,8	33,9
EV/EBITDA	veces	3,97	3,06	8,10	7,32	7,54
EV/Sales	veces	0,51	0,39	1,40	0,85	1,01
P/S	veces	0,44	0,32	1,16	1,24	0,87
PBV	veces	1,33	0,98	1,46	1,26	1,55

Lo primero que podemos observar es que la compañía tiene un Valor Razonable 1,33 veces su valor contable. Dado que nuestra compañía es de tipo industrial, y sus activos más críticos están en la hoja de balance, tales como Inventarios, Cuentas por Cobrar y PPE, resulta un buen indicador de la creación de valor por encima del valor de los activos netos de la compañía. En otras palabras, esto implicaría decir que, por cada unidad monetaria de patrimonio neto al cierre del ejercicio, la compañía ha creado 0,33 unidades monetarias de valor. Aquí se ve desde otra óptica la potencia del plan de crecimiento, que no solo rejuvenece el ciclo de vida de la compañía, sino que implica mayor valor en favor de los accionistas, tal que de continuar su estrategia corporativa tal cual estaba, su valor creado a hoy sería prácticamente nulo y equivalente a su valor contable de activos puestos a producir.

En segundo lugar, podemos apreciar que, en todo momento, las métricas relativas de la compañía, se encuentran por debajo de sus comparables, en este caso contra múltiplos de su industria, de región Emergentes y Europa, y contra los múltiplos de la compañía considerada el benchmark más directo de nuestra empresa (con oferta pública). En líneas generales, esto era esperable, al punto de que pareciera ratificar la hipótesis de valor determinada. El contexto macroeconómico imperante de la plaza donde la compañía concentra la mayoría de sus operaciones, no hace más que erosionar valor. Sea por la elevada inflación, la existencia de desdoblamiento y atraso cambiario, la enorme antijuridicidad o la dificultosa transaccionalidad dentro y fuera de la plaza que el sector público propicia con sus políticas, el valor de la compañía argentina, resulta en términos relativos inferior al de sus pares.

En tercer lugar, podemos ver que la compañía mitiga su efecto de plaza, al incorporar la estrategia 2 apalancada en su modelo actual de negocio. Esto es ni más ni menos, que mejorar su valor y en consecuencia aproximar los relativos implícitos al de sus comparables. Si tomamos la métrica EV/EBITDA, que implica relativizar el valor de la empresa (apalancado) contra el resultado operativo del negocio (sin depreciaciones, amortizaciones e impuestos), podemos ver que la estrategia actual lanzada en continuidad, implica una relación de valor contra sus comparables de entre 38-42%, es decir que exterioriza un valor castigado en más de la mitad de lo que en condiciones de normalidad, podría valer. Al incorporar la estrategia 2, corrige en parte con crecimiento y en parte con diversificación de plaza, la relación de valor se aproxima a zona de 49-54%, cuestión que termina dependiendo más de la compañía y su gestión que del contexto (ya muy hostil y adverso a la fecha del análisis).

En relación al PER (precio contra ganancias netas), cabe destacar que en ambos casos la distancia contra sus comparables, no solo no es tan significativa (en promedio), como si lo es en el caso del múltiplo anteriormente mencionado, sino que ante la estrategia nueva el mismo resulta en sintonía (x13,5) que el de la industria (x13,8) (a pesar de seguir siendo significativamente inferior al de su comparable – Campina x33). El punto crítico aquí, es que este indicador al igual que el indicador de PBV (precio contra valor de libros), nos están hablando de un nivel de endeudamiento elevado para la compañía. El PER, lo capta principalmente en la sustracción de los intereses respecto del resultado operativo (cuestión medida por el índice de cobertura), que cuanto mayor estos sean respecto del segundo, menor resultado neto genera el negocio, y al final de cuentas nos habla del peso relativo que el endeudamiento tiene sobre el negocio. En relación al PBV, sucede lo mismo, y se observa esto en el comportamiento del múltiplo que indica en el mismo sentido ubicarse por encima de sus pares, ahora si, en todos los casos comparados. El nivel de endeudamiento elevado de la compañía se puede ver en la relación expuesta en el Apéndice A, de este trabajo, donde se muestran métricas de endeudamiento de distinta naturaleza, para enfatizar en el dinamismo que el nivel de endeudamiento (deuda en términos relativos a diversas variables de la compañía) presenta.

Por último, y en relación a estas métricas, podemos hacer una simulación de cómo se comportarían las mismas en un escenario de normalidad macroeconómica. Si bien pensar dicha relación en el actual estado de contexto, no tiene si quiera cabida fáctica más allá de un ejercicio meramente teórico o conceptual, si podemos ver estos mismos múltiplos lanzados en un momento

futuro dentro del horizonte temporal explícito de la proyección. En tanto nuestro modelo asume convergencia hacia el equilibrio, de manera progresiva, si tomamos por ejemplo la posición corporativa bajo el escenario de Revitalización del Ciclo de Vida (E1+E2) para 2026, (es decir 4 años vista a la fecha posicionada de la valuación), podemos ver que la empresa, aproxima todas las métricas a valores equivalentes a los de nuestros comparables, lo que redundará en ratificar las razones no controlables por las que a la fecha están tan deprimidas.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 59 - MÚLTIPLOS DENTRO DE UN CONTEXTO "DE NORMALIDAD" Y COMPARABLES

MULTIPLIO		En función de Múltiplos parados a 2026				
		Estrategia (1+2) Plan de Crecimiento	Estrategia 1 (continuidad)	Industria Alimentos (EME)	Industria Alimentos (EUR)	Campina (Comparable 1)
PER	veces	25,1	11,1	13,8	16,8	33,9
EV/EBITDA	veces	7,22	3,47	8,10	7,32	7,54
EV/Sales	veces	1,21	1,16	1,40	0,85	1,01
P/S	veces	0,94	0,83	1,16	1,24	0,87
PBV	veces	3,18	1,08	1,46	1,26	1,55

Subsección (4): Rangos de Valor Razonable.

Finalmente, podemos sensibilizar algunas variables, dentro de nuestros escenarios, tal que nos permitan evidenciar la respuesta de valor de la compañía ante dichos cambios. Básicamente, podemos sensibilizar las hipótesis de crecimiento, las hipótesis de valor terminal, las algunas de las hipótesis macroeconómicas (con claros impactos en las finanzas de la compañía) como inflación, relaciones de cambio, brecha cambiaria, riesgo soberano, etc.

Para simplificar estos análisis, trabajaremos en cambios pareados de dos variables por vez, manteniendo el resto de las variables del modelo constante.

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 60 - RANGOS DE VALOR RAZONABLE (1): CRECIMIENTO Y

Precio Acción	Valor Terminal (2028)								g (E2) segregado				
	USD	3,96	166.937.934.644	185.486.594.049	206.096.215.610	255.199.270.961	283.554.745.512	315.060.828.347					
1,19%	USD	2,54	USD	2,87	USD	3,23	USD	4,09	USD	4,59	USD	5,15	2,09%
1,69%	USD	2,78	USD	3,11	USD	3,47	USD	4,35	USD	4,86	USD	5,42	2,90%
2,19%	USD	3,01	USD	3,35	USD	3,72	USD	4,61	USD	5,12	USD	5,70	3,69%
2,69%	USD	3,24	USD	3,58	USD	3,96	USD	4,86	USD	5,38	USD	5,96	4,44%
3,19%	USD	3,47	USD	3,81	USD	4,20	USD	5,11	USD	5,64	USD	6,22	5,17%
3,69%	USD	3,69	USD	4,04	USD	4,42	USD	5,34	USD	5,88	USD	6,47	5,88%
4,19%	USD	3,90	USD	4,25	USD	4,64	USD	5,57	USD	6,11	USD	6,71	6,56%

Penetración Mercado
Latam Bocas Masivas

Crecimiento
Real Anual

Lo primero que sensibilizaremos será el valor de la compañía ante distintas hipótesis de penetración a lograr con la nueva estrategia (E2) y en consecuencia de crecimiento anual, en relación al valor terminal que puede asumir la compañía de acuerdo al rango expuesto en la sección valor terminal (cuadro anterior)

De este cuadro podemos extractar la región de VT, que se encuentra en la zona del promedio de VT expuestos anteriormente (pág. 145-146) – columna 4 a 6 de la matriz – para barrerla a lo largo de todos los rangos de crecimiento marginales que confieren la estrategia 2 al montarse sobre la estrategia 1 (columna en gris de la derecha), descartando los extremos en tanto ya validamos los rangos posibles de VT por múltiples hipótesis. Luego, nos paramos en el piso de crecimiento anual (2,5%), lo que sería consecuente con una hipótesis de que la compañía crece al ritmo de la economía Latinoamericana, una suposición de piso en la que estaríamos convalidando que la performance se parece más con una “madurez estabilizada” que con una compañía en “crecimiento maduro”. En ese escenario, el valor razonable de la acción, se ubica como máximo en un 80% (USD 3,23) por debajo del valor determinado (USD 3,96). Por el contrario, vemos incluso creciendo a un ritmo levemente superior al de la economía regional, pero inferior al definido como objetivo en base al plan de penetración de mercado, el valor de la acción seguiría estando en zona de 3,95 y podría inclusive asumir valores levemente por encima, a razón de 5-15% (USD 4,20 - USD 5,11).

Una vez barrido el crecimiento corporativo y su expectativa de valor al final del horizonte explícito de proyección, resulta útil ver cuál es la reacción del valor de la compañía ante distintos rangos de tasa de costo del capital propio, otra vez también contra el mismo factor de crecimiento.

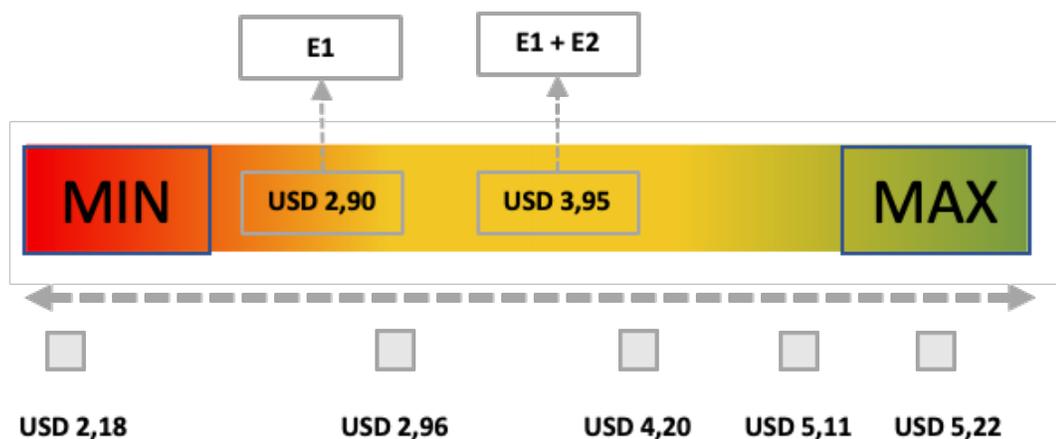
CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 61 - RANGOS DE VALOR RAZONABLE (2): CRECIMIENTO Y TASA DE DESCUENTO (KU)

Precio Acción USD	Desplazamiento de la Curva de la Tasa de Descuento (Nominal en ARS)							g (E2) segregado
	3,96	-10,0%	-5,0%	0,0%	5,0%	10,0%	15,0%	
1,19%	USD 5,16	USD 4,08	USD 3,23	USD 2,55	USD 2,00	USD 1,56	2,09%	
1,69%	USD 5,50	USD 4,37	USD 3,47	USD 2,76	USD 2,18	USD 1,71	2,90%	
2,19%	USD 5,84	USD 4,66	USD 3,72	USD 2,97	USD 2,36	USD 1,87	3,69%	
2,69%	USD 6,17	USD 4,94	USD 3,96	USD 3,17	USD 2,54	USD 2,02	4,44%	
3,19%	USD 6,50	USD 5,22	USD 4,20	USD 3,38	USD 2,71	USD 2,17	5,17%	
3,69%	USD 6,81	USD 5,48	USD 4,42	USD 3,57	USD 2,88	USD 2,32	5,88%	
4,19%	USD 7,12	USD 5,74	USD 4,64	USD 3,76	USD 3,04	USD 2,46	6,56%	
β u (factor de riesgo)	0,65	0,90	1,27	1,67	2,27	2,71		
σ (Argentina)	17%	20%	22%	26%	30%	33%		

Al tener tasa de costo del capital por cada período de tiempo explícitamente proyectado, que son consecuencia del escenario prospectivo definido (principalmente por las asunciones de inflación y riesgo país consistentes), nuestra sensibilidad, realiza una hipótesis de desplazamiento de la curva (movimiento completo en todos sus puntos) al alza (+) o a la baja (-). Entonces la primera digresión aquí, es que el importe que se lee en la fila superior fuera de la matriz, en primera columna como (-10%), significa un desplazamiento de la curva de tasas de descuento desapalancada (ku) a la baja, por esa magnitud. Para poder comprender que implica esto, se agregan en las últimas dos filas fuera de la matriz, el factor de riesgo β_u y el riesgo país del país con mayor exposición a riesgo que presenta la compañía (Argentina) - σ_{Arg} -. Nuevamente podemos extraer los sectores de la matriz que resultan no ser representativos de la situación o en general, poco probables de ocurrencia. Si nos valemos del factor de riesgo del negocio desapalancado (β_u), el factor de 1,27 ya era significativamente alto dados los factores promedio de la industria. No obstante, asumiendo que nuestra compañía no hace oferta pública y tiene menor liquidez, podríamos encontrar allí una razón para pensar en un factor de riesgo levemente superior al más alto observado para sus comparables. En ese caso, inclusive tomando un factor de 2,27 (casi 2 veces el empleado), el valor razonable se comprimiría como máximo un 40% (USD 2,00-2,18) en un escenario de crecimiento magro en sintonía con la economía regional. Por otro lado, este escenario podría darse también de tener una corrección inmediata y discreta sobre el riesgo país de Argentina, el cual debería escalar a 30% (zona de máximos de los últimos 20 años). Por otro lado, vemos como una pequeña convergencia del riesgo del negocio hacia el promedio de riesgo de negocio desapalancado de la industria (β_u entre 0,51 y 1,03) genera mejoras de valor. Nos ubicamos entonces del lado izquierdo de la matriz. Ahí vemos como en el caso de asumir convergencia hacia un riesgo equivalente al de compañías de la industria alimenticia, el piso de valor ya es por lo menos 3% (USD 4,08) en el más magro escenario de crecimiento y casi 25% (USD 4,94) en el mismo escenario de crecimiento. Sea entonces porque el negocio pudiera ser considerado tan riesgoso como la media de sus comparables (y no en extremo) o bien porque el riesgo de contexto comprime de manera discreta respecto del observado al momento del análisis, es que la compañía rápidamente corrige su valor al alza más de lo que comprime a la baja en movimientos discretos de igual magnitud.

De esta manera podemos sintetizar el rango de valor de la compañía de la siguiente forma

CUADROS, GRÁFICOS Y FIGURAS 62 - RANGOS DE VALOR RAZONABLE (3)



Podemos ver del gráfico anterior que el rango de valor razonable por acción, se ubicaría entre los extremos USD 2,18 – USD 5,22. En tanto la compañía típica como empresa en marcha, cualquier escenario de valor que se encuentre por debajo del valor contable (ya corregido por inflación), contrasta contra dicho valor confirmando que no resulta el mejor momento (principalmente por razones de contexto) de realizar valor en favor de los accionistas en tanto las hipótesis de negocio sigan siendo propias de una fase madura. Por esta razón, USD 2,18 si bien es el piso, el valor de referencia debería ser el de 2,96, el cual se corresponde con el Valor Patrimonial Proporcional de las Acciones de la compañía y está prácticamente en sintonía con la hipótesis de continuidad del negocio en zona de madurez. Por otra parte, el techo se corresponde con el máximo valor posible dado un escenario de (1) mejor crecimiento que el esperado, (2) compresión del riesgo y en consecuencia de la tasa de descuento correspondiente al negocio *per se* (desapalancada), (3) una mejor relación de valor al final del horizonte de la proyección (VT), o una combinación entre todas ellas, y se encuentra en USD 5,22, como un máximo dentro de parámetros razonables (sean controlables o no por la compañía).

A su vez este rango, para el cual identificamos extremos (min y máx.), tiene más concentración en torno a USD 2,90 – USD 5,11 por acción, es decir en un rango más comprimido encuentra escenarios más posibles y/o logrables, dependiendo se trate de variables no controlables, controlables o ambas. En la región de USD 2,90 – USD 4,20, encontramos el valor de la acción bajo la hipótesis de continuidad, es decir solo siguiendo su estrategia original, dada a llamar Estrategia 1 o simplemente E1 (USD 2,90). Esta hipótesis, si bien tenía un crecimiento razonable, y muy por

debajo del promedio histórico de la compañía, resultaba muy castigada principalmente por las condiciones de contexto, como se mostrará en la sección de Múltiplos Implícitos en el Valor Razonable.

Finalmente, el segmento USD 4,20-5,11, es el alza posible al valor de la acción, concretamente sujeta a variables controlables – directa o indirectamente - (leve mejora en la dinámica de crecimiento esperada, eficiencia en la relación de inversiones en activos fijos requeridas para el logro del crecimiento buscado, comprensión del riesgo de negocio y en consecuencia de la tasa de descuento, o una combinación de ellas) y a variables no controlables (mejora de las condiciones macroeconómicas más rápidamente de lo previsto – inflación, relaciones de cambio, riesgo país –).

8. SECCIÓN VIII - CONCLUSIONES

El presente trabajo, tenía por objetivo practicar una valuación basada en descuento de flujos de fondos, de la compañía y la empresa, “Ice-Cream Factory” para así poder no solo obtener una nueva métrica útil de la planificación estratégica y la evaluación de los impulsores de valor, sino también un primer acercamiento al valor razonable que la compañía y el negocio tenían y como esto había creado valor a la fecha en favor de los accionistas.

Podemos concluir que el ejercicio contribuyó a los objetivos planteados, en tanto nos permitió arribar a las conclusiones que se exponen a continuación:

1. A pesar de la inexistencia de valores de mercado de los títulos de patrimonio neto de la compañía (acciones) y el dinamismo que la deuda posee, la aplicación del método APV, simplificó y mitigó estas falencias.
2. La **aplicación del método APV, resultó útil a los objetivos perseguidos**, en tanto permitió segregarse como el negocio creaba valor por sí mismo e independientemente de las fuentes de financiamiento (deuda) incorporadas. Luego permitió ver como la deuda contribuía al valor del negocio, y como también la relación de contribución no era simétrica si se trataba de la estrategia 1 o de la estrategia 2 (planteadas en conjunto).
3. El plan de la compañía **resulta loggable desde lo factico y basado en la historia de la empresa, pero además resulta necesario** si la misma quiere no solo revitalizar el ciclo de vida de su negocio y volver a una fase de crecimiento maduro, sino también **mitigar** parte

del efecto contrario sobre el valor de su negocio (y sobre las acciones al final del día) que el muy adverso contexto argentino (plaza de operaciones mayoritarias) genera.

4. El plan de crecimiento basado en **la estrategia 2 (que se cimienta sobre la estrategia 1), tiene más potencia relativa de crear valor que el plan de crecimiento basado en la estrategia 1 (solamente)**. Esto es así en tanto que la E2, tiene una capacidad de contribuir por cada unidad marginal de EBITDA generado una relación de 2,5 a 1 respecto de lo que contribuye la E1. Sin perjuicio de ello, el valor del negocio por su potencia actual, viene dado por la estrategia 1 en continuidad, la cual representa más del 80% del valor de la empresa, si lo analizamos de manera aislada y sin agregar el efecto sinérgico del crecimiento por E2.
5. La principal razón de esta contribución, radica en un aprovechamiento sustancial de la capacidad operativa instalada (apalancamiento operativo) y de una notable mejora relativa en los requerimientos de capital de trabajo, en tanto los destinos buscados y los canales de colocación de los productos resultan más estables (menos estacionales) que bajo el modelo de venta bajo tiendas dedicadas con concentración mayoritaria en el cono sur de Latinoamérica.
6. Si bien la E2 resulta mucho más potente que la E1, la estrategia no llega a representar más del 35% del total de ventas (en volumen físico) de la compañía para el año 2028, lo cual continúa asumiendo que es una estrategia relevante pero no como para desplazar a la principal sino más bien para apalancarse sobre ella.

9. SECCIÓN IX – BIBLIOGRAFÍA Y REFERENCIAS

Subsección (1): Libros y Publicaciones

Álvarez Lancellotti, J. I. (2011). Análisis de la Información Financiera Prospectiva Según Diversos Enfoques. *Contabilidad y Auditoría Investigaciones en Teoría Contable* (33), 171-222.

Ansoff, I. H. (1957). Strategies for Diversification. *Harvard Business Review*, Vol. 35 (5), pp.113-124.

Ansoff, I. H. (1984). *Implanting Strategic Management*. New Jersey: Prentice-Hall.

Bailey, R. E. (2005). *The Economics of Financial Markets*. Cambridge: Cambridge University Press.

Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2011). *Principles of Corporate Finance* (Tenth Edition ed.). New York: Mc-Graw-Hill.

Brealey, R., Myers, S., & Marcus, A. (2015). *Fundamentals of Corporate Finance*. New York: Mc Graw Hill.

Damodaran, A. (2009). Volatility Rules: Valuing Emerging Market Companies. 1-38. doi: <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1609797>

Damodaran, A. (2010). *The Dark Side of Valuation*. New Jersey: Pearson Education, Inc. FT Press.

Damodaran, A. (2011). *Damodaran on Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance*. New jersey: John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2012). *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. New Jersey: John Wiley & Sons.

Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance* (4th ed.). New Jersey: John Wiley & Sons.

Urey, R. (2016). Trabajo Final de Graduación. Valuación de Monster Beverage Corporation, 1(1). *Capital Federal: Universidad de San Andrés*.

Fernandez, P. (2002). Valuation Methods and Shareholder Value Creation. San Diego: Academic Press.

Fernández, P. (2008). 201 Errores en Valoración de Empresas. Barcelona: Ediciones Deusto.

Fernández, P. (2008). Valoración de Empresas por Descuentos de Flujos: Diez Métodos y Siete Teorías. CIIF - IESE Business School - Universidad de Navarra, 1-24.

Godet, M., & Durance, P. (enero de 2007). Prospectiva Estratégica: problemas y métodos. Cuadernos de LIPSOR (20), 105.

International Accounting Standard Board, I. (2016). NIC 1 Presentación de Estados Financieros. London: International Accounting Standard Board, IASB.

International Accounting Standards Board, IASB. (2019). IFRS 13 - Medición del Valor Razonable. Londres: IFRS Foundation.

International Accounting Standards Board, IASB. (Abril de 2019). IAS 21 - Efectos de las Variaciones en las Tasas de Cambio de la Moneda Extranjera. Londres: IFRS Foundation.

Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2015). Valuation. Measuring and Managing the Value of Companies. New jersey: John Wiley & Sons.

Kopczynski, F. J. (1996). Prospective Financial Statement Analysis. New York: John Wiley & Sons.

Leach, P. (2010). La empresa familiar.

Luehrman Timothy, A. (1997). Using APV: A Better Tool for Valuing Operations. Harvard Business Review, 1-11.

Lynch, L., & Coleman, A. R. (2016). Working Capital: A Summary of Ratios by Industry, 2016. Darden Business Publishing - University of Virginia, 1-10.

Miller, M. H. (1977). Debt and Taxes. The Journal of Finance, 32(2).

Modigliani, F., & Miller, M. (1959). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, Reply. The American Economic Review, 49(4).

Modigliani, F., & Miller, M. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, 48(3).

Molina, F. (2015). Trabajo Final de Graduación. Valuación de la Empresa Danone, 1(1). Capital Federal: Universidad de San Andrés.

Ocampo, E., & Cachanosky, N. (2022). Dolarización: una solución para la Argentina. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Claridad.

Pereyra Terra, M. (2008). Valuación de Empresas: una evidencia empírica de los métodos empleados en Argentina y Uruguay. *Ocasional Paper - Universidad ORT Uruguay*, 17.

Pereyra Terra, M. (2008). Valuación de Empresas: Una Revisión de Métodos Actuales. 32.

Pérez, J. O. (2010). La Evaluación Económico Financiera en la Prospección de Escenarios Futuros. Córdoba: Educc.

Pérez, J. O. (2013). Análisis de Estados Financieros. Córdoba: EDUCC.

Pérez, J. O., & Bertoni, M. (2016). Una propuesta de consideración del riesgo en el cálculo del costo de capital en las Pymes para determinar la estructura de financiamiento más conveniente. *Análisis Financiero* (132), 34-55. Obtenido de <https://dialnet.unirioja.es/ejemplar/447829>

Pérez, J. O., Bertoni, M., Sattler, S., & Terreno, D. (2015). Bases para un Modelo de Estructura de Financiamiento en las Pyme Latinoamericanas. *Cuadernos de Contabilidad*, 16(40), 179-204. doi: <http://dx.doi.org/10.11144/Javeriana.cc16-40.bpme>

Peroni, C. A. (2013). Tesis Profesional. Valuación de Quickfood S.A., 1(1). Capital Federal: Universidad de San Andrés.

Ross, Westerfield, & Jaffe. (2012). *Corporate Finance (Sixth Edition ed.)*. New York: The McGraw-Hill.

Serván, E. (2017). Trabajo Final de Graduación (Perfil Profesional). Valuación de ARCOR S.A.I.C, 1(1). Capital Federal: Universidad de San Andrés.

Wallman, S. (1995). The Future of Accounting and Disclosure in an Evolving World: The Need for Dramatic Change. Accounting Horizons: a quarterly publication of the American Accounting Association, 9, 81-91.

Wallman, S. (1996). The Future of Accounting and Financial Reporting Part II: The Colorized Approach. (A. A. Association, Ed.) Accounting horizons: a quarterly publication of the American Accounting Association., 10, 138-148.

Yardín, A. (2012). El Análisis Marginal. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Osmar D. Buyatti.

Subsección (2): Referencias

Damodaran, <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Indec. (2022). Informes técnicos. Vol. 7, nº 63. Condiciones de vida. Vol. 7, nº 4 - Incidencia de la Pobreza y la Indigencia en 31 aglomerados urbanos, 7, 28.

World Bank. (2022). Global Economic Prospects, June 2022. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-1843-1

World Bank. Base de Datos de Población Mundial. <https://data.worldbank.org/indicator/>

Universidad de
San Andrés



Universidad de
San Andrés

10. SECCIÓN X - ANEXOS

Anexo I – Estados Financieros Históricos (Aj. por Inflación).

Expresados en millones de pesos (ARS) de poder adquisitivo de cierre del ejercicio 2022.

Estado de Situación Financiera	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Caja y Bancos	36	143	263	1.486	102	1.317	14	6	15	11	5
Inversiones CP	358	528	532	244	110	96	118	106	133	102	246
Cuentas por cobrar	230	696	691	660	816	811	997	953	903	1.977	1.444
Otros Creditos	306	369	405	374	440	1.022	162	144	171	894	571
Inventarios	707	755	866	881	1.251	2.075	1.437	1.814	2.542	3.075	4.001
Activo Corriente	1.636	2.491	2.757	3.645	2.721	5.322	2.727	3.023	3.764	6.059	6.267
Otros Creditos	-	-	28	32	28	29	41	41	40	-	-
Propiedad, Planta y Equipo	2.352	2.304	2.141	2.506	3.001	4.710	4.385	4.717	4.764	4.639	4.935
Activos Intangibles	12	12	11	13	15	24	53	24	9	4	2
Activo No Corriente	2.364	2.316	2.179	2.550	3.044	4.763	4.479	4.783	4.813	4.643	4.937
Activo	4.000	4.807	4.936	6.195	5.765	10.085	7.206	7.806	8.577	10.701	11.204
Cuentas por pagar	1.528	1.340	1.056	1.238	1.484	1.743	1.087	1.378	751	1.072	1.455
Deudas Fiscales	21	260	250	28	147	54	306	337	720	399	77
Deudas Laborales	85	88	94	120	154	133	109	182	134	409	390
Anticipos de Clientes	44	602	379	1.458	155	1.340	3	21	196	1.708	1.047
Deudas Financieras	528	244	424	611	636	1.869	1.491	637	436	558	1.321
Pasivos Corrientes	2.205	2.534	2.203	3.454	2.577	5.139	2.996	2.555	2.237	4.145	4.290
Deudas Fiscales	15	10	9	4	8	79	313	570	724	400	389
Deudas Financieras	261	160	70	107	238	1.419	1.607	956	790	545	299
Pasivos Corrientes	276	170	80	110	246	1.498	1.920	1.526	1.514	945	688
Pasivo	2.481	2.704	2.283	3.564	2.823	6.637	4.916	4.081	3.751	5.090	4.977
PN	1.519	2.103	2.653	2.631	2.942	3.447	2.290	3.725	4.826	5.611	6.227
control (1)	-	-	-	-	(0)	-	-	0	(0)	0	0

Estado de Resultados	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas	11.435	12.555	12.278	12.971	12.977	13.583	14.694	15.791	17.233	17.755	19.031
Costo de Ventas	(9.319)	(9.980)	(9.729)	(10.589)	(9.910)	(10.383)	(12.458)	(11.770)	(12.899)	(13.374)	(14.294)
Utilidad Bruta	2.116	2.575	2.550	2.383	3.067	3.200	2.237	4.021	4.334	4.381	4.737
Gastos de Comercialización	(1.188)	(1.227)	(1.304)	(1.675)	(1.963)	(1.917)	(1.619)	(914)	(1.210)	(1.513)	(1.739)
Gastos de Administración	(455)	(397)	(343)	(530)	(362)	(326)	(453)	(473)	(504)	(745)	(1.072)
Otros Ingresos y Gastos Operativos	101	48	37	82	84	50	35	74	184	130	75
Resultado Operativo	574	999	940	259	826	1.007	200	2.708	2.804	2.253	2.000
Resultados Financieros g por A	18	48	126	44	56	20	87	265	0	(21)	(455)
Resultados Financieros g por P	(244)	(205)	(25)	(63)	(167)	(246)	(1.174)	(797)	(807)	(503)	(683)
Resultado del Ejercicio antes Imp Gan	349	842	1.042	241	715	780	(887)	2.176	1.998	1.729	863
Impuesto a las Ganancias	(205)	(257)	(571)	(150)	(233)	(276)	(270)	(603)	(755)	(424)	(247)
Resultado del Ejercicio	144	584	470	91	482	505	(1.157)	1.573	1.243	1.305	616

Depreciaciones PPE	420	411	390	388	402	420	516	503	505	434	432
Amortizaciones AI	4	4	4	4	4	4	5	34	16	6	3
Depreciaciones & Amortizaciones	425	415	394	392	406	425	522	537	521	440	435

Estado de Evolución PN	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Aportes de los Propietarios (AP)	8	8	8	8	8	8	751	751	751	751	751
Resultados Acumulados (RA)	1.393	1.511	2.095	2.645	2.623	2.934	2.696	1.539	2.974	4.075	4.860
PN Inicio del Ejercicio	1.401	1.519	2.103	2.653	2.631	2.942	3.447	2.290	3.725	4.826	5.611
A.R.E.A	-	-	195	-	28	1	-	-	-	-	-
Aportes de los Propietarios (AP)	-	-	-	-	-	(0)	-	-	-	-	-
Aumentos de Capital por Cap de RA (RNA)	-	-	-	-	-	743	-	-	-	-	-
Distribución de Dividendos (DD)	(26)	-	(116)	(112)	(199)	-	-	(138)	(141)	(520)	-
Capitalización de RA (RNA)	-	-	-	-	-	(743)	-	-	-	-	-
Resultado Neto	144	584	470	91	482	505	(1.157)	1.573	1.243	1.305	616
PN Final del Ejercicio	1.519	2.103	2.653	2.631	2.942	3.447	2.290	3.725	4.826	5.611	6.227

Estado de Flujo de Efectivo	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Efectivo y Equivalentes al Inicio	214	394	671	795	1.730	213	1.413	132	112	148	113
Efectivo y Equivalentes al Final	394	671	795	1.730	213	1.413	132	112	148	113	251
Variación de Efectivo y Equivalente	179	278	123	936	(1.517)	1.200	(1.282)	(19)	36	(35)	138
Resultado Operativo	574	999	940	259	826	1.007	200	2.708	2.804	2.253	2.000
Depreciaciones PPE	420	411	390	388	402	420	516	503	505	434	432
Amortizaciones AI	4	4	4	4	4	4	5	34	16	6	3
EBITDA	999	1.414	1.334	651	1.232	1.431	722	3.244	3.325	2.693	2.435
Δ+/- Créditos por Venta	(179)	(465)	5	31	(156)	5	(186)	44	51	(1.074)	533
Δ+/- Otras cuentas por cobrar	(130)	(64)	(35)	31	(67)	(582)	860	18	(27)	(722)	323
Δ+/- Bienes de Cambio	97	(48)	(112)	(15)	(370)	(824)	638	(377)	(729)	(532)	(926)
Δ+/- Cuentas por Pagar	97	(188)	(283)	182	247	259	(656)	291	(627)	321	383
Δ+/- Deudas Fiscales	60	239	(10)	(222)	119	(93)	252	31	384	(322)	(321)
Δ+/- Deudas Laborales	29	2	7	25	35	(21)	(24)	73	(49)	275	(19)
Δ+/- Anticipos de Clientes	(43)	559	(223)	1.079	(1.303)	1.185	(1.337)	18	175	1.512	(661)
Δ+/- Capital de Trabajo	(70)	35	(651)	1.110	(1.496)	(70)	(453)	98	(822)	(543)	(689)
Impuesto a las Ganancias (Fiscal)	(191)	(262)	(404)	(160)	(196)	(205)	(48)	(347)	(597)	(706)	(256)
FEO	738	1.187	278	1.601	(461)	1.156	221	2.995	1.906	1.444	1.490
Pagos por Adquisiciones de PPE	(655)	(363)	(226)	(753)	(897)	(2.130)	(191)	(835)	(553)	(308)	(728)
Pagos por Adquisiciones de AI	(5)	(4)	(3)	(6)	(7)	(13)	(35)	(5)	-	(1)	(1)
Cobros Rendimientos Financieros	27	48	126	44	56	20	87	263	(2)	(23)	(457)
FEI	(632)	(320)	(103)	(714)	(848)	(2.122)	(139)	(577)	(554)	(332)	(1.186)
Pagos por Amortización Capital/Emisión E	343	(385)	89	224	157	2.413	(190)	(1.505)	(368)	(123)	517
Pagos por Intereses	(244)	(205)	(25)	(63)	(167)	(246)	(1.174)	(797)	(807)	(503)	(683)
Pagos por Distribución de Dividendos	(26)	-	(116)	(112)	(199)	-	-	(138)	(141)	(520)	-
FEI	73	(589)	(52)	49	(209)	2.167	(1.364)	(2.439)	(1.316)	(1.146)	(166)
Variación de Efectivo y Equivalente	179	278	123	936	(1.517)	1.200	(1.282)	(21)	36	(35)	138
Ingresos por Venta (Destino)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ventas al Mercado Local	11.285	12.259	12.013	12.835	12.622	13.326	14.214	15.064	16.507	16.922	17.477
Ventas al Mercado Exterior	150	296	265	136	354	257	480	727	726	832	1.554
Total de Ventas	11.435	12.555	12.278	12.971	12.977	13.583	14.694	15.791	17.233	17.755	19.031
	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Anexo de Costo de Ventas	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Compras de MP y Materiales	8.179	8.281	8.161	8.989	8.588	9.569	10.222	10.612	11.624	11.472	12.392
SI MP-EE	264	245	262	300	379	520	641	444	428	469	948
SF MP-EE	(245)	(262)	(300)	(379)	(520)	(641)	(444)	(428)	(469)	(948)	(1.360)
Consumo de MP y Materiales	8.198	8.265	8.122	8.911	8.447	9.448	10.419	10.628	11.584	10.993	11.980
Costo de Conversión (MOD + OCPx)	1.082	1.747	1.679	1.614	1.692	1.638	1.597	1.534	2.003	2.434	2.828
Costos del Período	9.279	10.012	9.801	10.525	10.139	11.086	12.017	12.162	13.587	13.427	14.808
SI Producción en Procesos	15	18	20	23	29	46	39	27	27	30	22
SF Producción en Procesos	(18)	(20)	(23)	(29)	(46)	(39)	(27)	(27)	(30)	(22)	(18)
Costo de Producción	9.276	10.010	9.799	10.519	10.122	11.093	12.028	12.162	13.584	13.435	14.812
SI Producto Terminado	486	443	473	543	474	685	1.395	966	1.358	2.043	2.104
SF Producto Terminado	(443)	(473)	(543)	(474)	(685)	(1.395)	(966)	(1.358)	(2.043)	(2.104)	(2.623)
Costo de Venta	9.319	9.980	9.729	10.589	9.910	10.383	12.458	11.770	12.899	13.374	14.294

Anexo de Gastos (por Concepto)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Retribuciones y Cargas Sociales	841	1.229	1.175	1.340	1.431	1.508	1.356	1.208	1.683	1.988	2.237
Gastos del Personal	-	-	-	79	52	40	13	19	19	24	30
Servicios Públicos	205	256	565	149	230	274	265	303	400	275	400
Gastos y Comisiones Bancarias	-	-	-	141	5	11	6	51	132	115	149
Reparaciones y Mantenimiento	106	175	227	182	245	55	139	148	167	283	343
Gastos de Limpieza	48	59	19	29	36	34	34	29	35	37	41
Tasa Comercio e Industria (Municipalidad IIBB (Provincia)	85	87	89	86	88	65	54	42	85	115	133
Gastos de Exportación e Importación	-	-	-	78	140	46	38	50	50	111	240
Otros Impuestos	175	178	197	178	166	187	155	108	211	173	191
Librería, Papelería y Útiles	8	7	9	2	3	2	2	1	17	4	3
Honorarios Profesionales	95	106	103	112	136	157	149	91	68	199	235
Honorarios a Directores	-	-	-	116	59	-	-	55	-	245	149
Publicidad Propaganda	125	128	48	13	6	5	4	2	3	15	7
Comunicación y Marketing	12	12	22	50	24	12	10	5	5	4	5
Alquileres de Camaras y Fletes	327	397	349	704	818	930	770	81	36	452	612
Seguros	6	6	2	8	12	7	6	11	11	32	13
Gastos de Seguridad y Vigilancia	23	21	27	17	19	29	24	24	28	22	20
Gastos de Laboratorio	8	15	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos Generales	232	271	26	18	41	50	84	70	113	87	293
Donaciones	-	-	-	5	4	1	2	1	3	0	2
Intereses y Otros Gastos Financieros	244	205	25	63	167	216	1.072	598	535	277	375
Diferencia de Cambio	-	-	-	-	-	30	102	199	272	226	307
Depreciaciones PPE	420	411	390	388	402	420	516	503	505	434	432
Activos Intangibles AI	4	4	4	4	4	4	5	34	16	6	3
Total de Gastos Período	2.969	3.575	3.350	3.882	4.184	4.128	4.843	3.717	4.524	5.195	6.323



Anexo II – Cuadros de Análisis de la Información Financiera Histórica

Reordenamiento de Estados Financieros con fines de Análisis. Capital Empleado y Flujo de Fondo Libre del Negocio (Históricos).

Estado de Situación Financiera (Reordenado a los Efectos del Análisis)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Efectivo y Equivalentes	394	671	795	1.730	213	1.413	132	112	148	113	251
Capital de Trabajo	(449)	(480)	200	(900)	588	588	818	465	1.131	1.958	2.658
Activos Fijos	2.364	2.316	2.152	2.518	3.016	4.734	4.438	4.742	4.773	4.643	4.937
Capital Empleado	2.308	2.508	3.146	3.349	3.816	6.735	5.388	5.318	6.052	6.714	7.846
Deuda Corto Plazo	528	244	424	611	636	1.869	1.491	637	436	558	1.321
Deuda Largo Plazo	261	160	70	107	238	1.419	1.607	956	790	545	299
Patrimonio Neto	1.519	2.103	2.653	2.631	2.942	3.447	2.290	3.725	4.826	5.611	6.227
Capital Invertido	2.308	2.508	3.146	3.349	3.816	6.735	5.388	5.318	6.052	6.714	7.846
control (1)	-	-	-	-	(0)	-	-	0	(0)	0	0
Activos Operativos	1.243	1.820	1.989	1.947	2.536	3.937	2.636	2.952	3.656	5.945	6.016
Pasivos Operativos	(1.692)	(2.300)	(1.789)	(2.847)	(1.948)	(3.349)	(1.818)	(2.488)	(2.525)	(3.987)	(3.358)
Capital de Trabajo	(449)	(480)	200	(900)	588	588	818	465	1.131	1.958	2.658

Estado de Resultados (Variables Críticas a los Efectos del Análisis)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ingresos por Venta	11.435	12.555	12.278	12.971	12.977	13.583	14.694	15.791	17.233	17.755	19.031
RESULTADO BRUTO	2.116	2.575	2.550	2.383	3.067	3.200	2.237	4.021	4.334	4.381	4.737
EBITDA	999	1.414	1.334	651	1.232	1.431	722	3.244	3.325	2.693	2.435
EBIT	574	999	940	259	826	1.007	200	2.708	2.804	2.253	2.000
NOPAT	236	694	425	98	557	651	261	1.957	1.744	1.701	1.427
Intereses, Neto	(226)	(157)	101	(18)	(111)	(226)	(1.087)	(532)	(806)	(524)	(1.138)
Escudo Fiscal	133	48	(56)	11	36	80	(331)	147	305	128	326
EAT	144	584	470	91	482	505	(1.157)	1.573	1.243	1.305	616
control (1)	-										
Impuesto a las Ganancias	(205)	(257)	(571)	(150)	(233)	(276)	(270)	(603)	(755)	(424)	(247)
EBT	349	842	1.042	241	715	780	(887)	2.176	1.998	1.729	863
Ventas al Mercado Local	98,69%	97,64%	97,84%	98,95%	97,27%	98,10%	96,73%	95,40%	95,79%	95,31%	91,83%
Ventas al Mercado Exterior	1,31%	2,36%	2,16%	1,05%	2,73%	1,90%	3,27%	4,60%	4,21%	4,69%	8,17%
Total de Ventas	100,00%										

Estado de Flujo de Efectivo (Variables Críticas a los Efectos del Análisis)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
FEO	738	1.187	278	1.601	(461)	1.156	221	2.995	1.904	1.442	1.488
FEI	(632)	(320)	(103)	(714)	(848)	(2.122)	(139)	(575)	(552)	(330)	(1.184)
FCF (FEO+FEI)	106	867	175	887	(1.309)	(967)	82	2.420	1.351	1.112	304
FEF - Amortización e Intereses	99	(589)	64	161	(10)	2.167	(1.364)	(2.301)	(1.174)	(626)	(166)
FEF - Pago de Dividendos	(26)	-	(116)	(112)	(199)	-	-	(138)	(141)	(520)	-
FEF (Acreedores y Accionistas)	73	(589)	(52)	49	(209)	2.167	(1.364)	(2.439)	(1.316)	(1.146)	(166)
Δ Efectivo y Equivalentes	179	278	123	936	(1.517)	1.200	(1.282)	(19)	36	(35)	138
Efectivo y Equivalentes (i)	214	394	671	795	1.730	213	1.413	132	112	148	113
Efectivo y Equivalentes (f)	394	671	795	1.730	213	1.413	132	112	148	113	251

Análisis Financiero con foco en el Corto Plazo. Ciclo de Conversión de Efectivo y Liquidez del Negocio

Referencia	INDICADOR		Unidad de Medida												
	Expresión Sintética			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
	Situación Financiera de Corto Plazo														
ILC	Índice de Liquidez Corriente		AC / PC	0,74	0,98	1,25	1,06	1,06	1,04	0,91	1,18	1,68	1,46	1,46	
RCC	Rotación Cuentas a Cobrar		veces por año	61	134	39	(16)	20	(26)	15	17	24	66	48	
RIN(0)	Rotación Inventarios (H0)		veces por año	16	17	14	15	10	7	10	9	7	6	5	
RIN(1)	Rotación Inventarios (H1)		veces por año	13	13	11	12	8	5	9	6	5	4	4	
RDO(0)	Rotación Deudas Operativas (H0)		veces por año	9	10	12	13	10	15	11	9	12	18	14	
RDO(1)	Rotación Deudas Operativas (H1)		veces por año	9	9	12	13	10	15	11	9	12	17	14	
PC (0)	Plazo de Cobro		días	6	3	9	(22)	19	(14)	25	22	15	6	8	
AS	Antigüedad de Stocks		días	23	22	26	25	35	56	36	42	54	63	77	
COB	PC + AS		días	29	25	35	2	54	42	60	63	69	69	84	
PP (0)	Plazo de Pago		días	42	38	30	28	38	24	33	41	30	20	26	
CCC	COB - PP		días	(14)	(14)	5	(26)	16	17	27	23	38	48	58	
	Requerimiento de Capital de Trabajo por A Niv Act			Libera Fondos	Libera Fondos	Requiere Fondos	Libera Fondos	Requiere Fondos	Requiere Fondos	Requiere Fondos	Requiere Fondos	Requiere Fondos	Requiere Fondos	Requiere Fondos	
	Plazo Promedio de Realización AC														
	PPR - EyEE		días	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	PPR - Activos Operativos		días	15	13	18	2	27	21	31	32	35	35	43	
	Plazo Promedio de Exigibilidad PC														
	PPE - Pasivos Operativos		días	22	20	15	15	19	13	17	21	16	11	13	
PPPRA	Plazo Promedio Ponderado Realiz Activo Cor		días	11	9	13	1	25	16	29	31	34	34	41	
PPPEA	Plazo Promedio Ponderado Exigib Pasivo Cor		días	22	20	15	15	19	13	17	21	16	11	13	
ILN	Índice de Liquidez Necesaria		PPPRA / PPPEA	0,52	0,48	0,84	0,06	1,30	1,23	1,70	1,50	2,14	3,22	3,04	
ISL	Índice de Suficiencia de Liquidez		ILC / ILN	1,44	2,06	1,49	17,61	0,81	0,84	0,53	0,79	0,79	0,45	0,48	
	Suficiencia / Insuficiencia de Liquidez			Suficiencia de Liquidez	Suficiencia de Liquidez	Suficiencia de Liquidez	Suficiencia de Liquidez	Insuficiencia de Liquidez	Insuficiencia de Liquidez	Insuficiencia de Liquidez	Insuficiencia de Liquidez	Insuficiencia de Liquidez	Insuficiencia de Liquidez	Insuficiencia de Liquidez	
FEO>1	Capacidad de Generación de Efectivo Operativo			+	+	+	+	-	+	+	+	+	+	+	
FCF>1	Capacidad de Generar Efectivo del Negocio			+	+	+	+	-	-	+	+	+	+	+	
FEO/NOPAT	Capacidad de Conversión Rdo Operativo en Caja			74%	84%	21%	246%	-37%	81%	31%	92%	57%	54%	61%	
	Situación Financiera de Corto Plazo			Suficiencia de Liquidez Genuina	Insuficiencia de Liquidez Genuina	Insuficiencia de Liquidez Inducida									

Análisis Financiero con Estructural. Nivel de Endeudamiento y Efecto del Apalancamiento Financiero

INDICADOR		Unidad de Medida											
Referencia	Expresión Sintética												
Situación Financiera de Largo Plazo			2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
D/E	Nivel de Endeudamiento	Variable Stock / Variable Stock	0,52	0,19	0,19	0,27	0,30	0,95	1,35	0,43	0,25	0,20	0,26
D/CE	Peso relativo del Financiamiento con Deuda	Variable Stock / Variable Stock	0,34	0,16	0,16	0,21	0,23	0,49	0,57	0,30	0,20	0,16	0,21
E/CE	Peso relativo del Financiamiento con PN	Variable Stock / Variable Stock	0,66	0,84	0,84	0,79	0,77	0,51	0,43	0,70	0,80	0,84	0,79
E/FA	Financiamiento del Activo Fijo (1)	Variable Stock / Variable Stock	64%	91%	123%	104%	98%	73%	52%	79%	101%	121%	126%
(E+LTD)/AF	Financiamiento del Activo Fijo (2)	Variable Stock / Variable Stock	75%	98%	127%	109%	105%	103%	88%	99%	118%	133%	132%
D&A/AF	Vida Útil Promedio Activos Fijos	Variable Flujo / Variable Stock	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Corto Plazo	Deuda Nominada en ARS	ARS	528	122	305	495	525	1.761	1.386	536	337	462	1.228
Largo Plazo	Deuda Nominada en ARS	ARS	261	160	63	77	120	945	1.183	582	466	271	75
Corto Plazo	Deuda Nominada en USD	ARS		123	119	115	112	108	105	102	98	95	92
Largo Plazo	Deuda Nominada en USD	ARS	-	-	7	30	118	474	424	374	324	274	224
	Deuda de CP	participación relativa	67%	60%	86%	85%	73%	57%	48%	40%	36%	51%	82%
	Deuda de LP	participación relativa	33%	40%	14%	15%	27%	43%	52%	60%	64%	49%	18%
	Deuda en Moneda Local	participación relativa	100%	70%	74%	80%	74%	82%	83%	70%	66%	67%	80%
	Deuda en Moneda Extranjera	participación relativa	0%	30%	26%	20%	26%	18%	17%	30%	34%	33%	20%
D/EBITDA	Años de EBITDA para Amortizar Deuda	Variable Stock / Variable Flujo	0,79	0,29	0,37	1,10	0,71	2,30	4,29	0,49	0,37	0,41	0,66
D/EAT	Años de EAT para Amortizar Deuda	Variable Stock / Variable Flujo	5,50	0,69	1,05	7,92	1,81	6,51	(2,68)	1,01	0,99	0,84	2,63
D/FEO	Años de FEO para Amortizar Deuda	Variable Stock / Variable Flujo	1,07	0,34	1,77	0,45	(1,90)	2,84	14,03	0,53	0,64	0,76	1,09
EBITDA/Int	Ratio de Cobertura (I)	Variable Flujo / Variable Flujo	4,43	9,00	13,17	35,41	11,09	6,33	0,66	6,10	4,12	5,14	2,14
EBIT/Int	Ratio de Cobertura (II)	Variable Flujo / Variable Flujo	2,55	6,36	9,28	14,10	7,44	4,45	0,18	5,09	3,48	4,30	1,76
EBITDA/Int+A	Ratio de Cobertura (III)	Variable Flujo / Variable Flujo	1,33	3,52	4,14	1,03	1,65	0,68	0,28	2,77	2,68	2,49	0,99
(Int+A)/EBITDA	Ratio de Cobertura (III) Invertido	Variable Flujo / Variable Flujo	0,75	0,28	0,24	0,97	0,61	1,46	3,57	0,36	0,37	0,40	1,01
ANTES DE IMPUESTO													
Int/Debt	Kd (Efectiva)	tasa anual (Terminos Reales)	-29%	-39%	21%	-3%	-13%	-7%	-35%	-33%	-66%	-48%	-70%
EBIT/CE	ROCE	tasa anual (Terminos Reales)	25%	40%	30%	8%	22%	15%	4%	51%	46%	34%	25%
ROCE-Kd (Effective)	Ventaja Financiera	tasa anual (Terminos Reales)	-4%	1%	50%	5%	9%	8%	-31%	18%	-19%	-14%	-45%
Enfoque M&M	ROE	tasa anual (Terminos Reales)	23%	40%	39%	9%	24%	23%	-39%	58%	41%	31%	14%
EBT/E	ROE	tasa anual (Terminos Reales)	23%	40%	39%	9%	24%	23%	-39%	58%	41%	31%	14%
	control		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
DESPUES DE IMPUESTO													
Imp Gan/EBT	Tasa Efectiva de Impuesto = tef	tasa anual (Terminos Reales)	-59%	-31%	-55%	-62%	-33%	-35%	30%	-28%	-38%	-25%	-29%
Kd (ef)*(1-tef)	Kd(efectiva) (despues de impuesto)	tasa anual (Terminos Reales)	-12%	-27%	9%	-1%	-9%	-4%	-46%	-24%	-41%	-36%	-50%
ROCE*(1-tef)	ROCE (despues de impuesto)	tasa anual (Terminos Reales)	10%	28%	13%	3%	15%	10%	5%	37%	29%	25%	18%
Enfoque M&M	ROE (despues de impuesto)	tasa anual (Terminos Reales)	9%	28%	18%	3%	16%	15%	-51%	42%	26%	23%	10%
EAT/E	ROE (despues de impuesto)	tasa anual (Terminos Reales)	9%	28%	18%	3%	16%	15%	-51%	42%	26%	23%	10%
	control		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Apalancamiento Financiero Favorable / (Desfavorable)		Apalancamiento Financiero Desfavorable	Apalancamiento Financiero Favorable	Apalancamiento Financiero Desfavorable	Apalancamiento Financiero Favorable	Apalancamiento Financiero Desfavorable	Apalancamiento Financiero Desfavorable					

Análisis Económico del Negocio. Márgenes, Estructura de Costos y Apalancamiento Operativo

INDICADOR		Unidad de Medida											
Referencia	Expresión Sintética												
	Situación Económica		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
	Ingreso	Año Fiscal	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	Costo de Venta	Año Fiscal	-81,5%	-79%	-79%	-82%	-76%	-76%	-85%	-75%	-75%	-75%	-75%
Mg Bruto	Resultado Bruto	Año Fiscal	18,5%	21%	21%	18%	24%	24%	15%	25%	25%	25%	25%
	Gastos Operativos (sin D&A)	Año Fiscal	-9,8%	-9%	-10%	-13%	-14%	-13%	-10%	-5%	-6%	-10%	-12%
Mg EBITDA	EBITDA	Año Fiscal	8,7%	11%	11%	5%	9%	11%	5%	21%	19%	15%	13%
	D&A	Año Fiscal	-3,7%	-3%	-3%	-3%	-3%	-3%	-4%	-3%	-3%	-2%	-2%
Mg Operativo	EBIT	Año Fiscal	5,0%	8%	8%	2%	6%	7%	1%	17%	16%	13%	11%
	Intereses, Neto	Año Fiscal	-2,0%	-1,3%	0,8%	-0,1%	-0,9%	-1,7%	-7,4%	-3,4%	-4,7%	-3,0%	-6,0%
	EBT	Año Fiscal	3,1%	6,7%	8,5%	1,9%	5,5%	5,7%	-6,0%	13,8%	11,6%	9,7%	4,5%
	Income Tax	Año Fiscal	-1,8%	-2,1%	-4,7%	-1,2%	-1,8%	-2,0%	-1,8%	-3,8%	-4,4%	-2,4%	-1,3%
Mg Neto	EAT	Año Fiscal	1,3%	4,7%	3,8%	0,7%	3,7%	3,7%	-7,9%	10,0%	7,2%	7,4%	3,2%
Fijo	Costos Fijos (Capital Humano)	participación relativa	34%	40%	40%	43%	41%	43%	40%	48%	54%	51%	48%
Fijo	Costos Fijos (Conversión Proceso Productivo)	participación relativa	44%	56%	57%	52%	49%	46%	47%	61%	64%	63%	60%
Fijo	Costos Fijos (CFT)	ARS/Año Fiscal	2.460	3.099	2.964	3.100	3.462	3.529	3.380	2.531	3.109	3.861	4.676
Total	Costos Totales	ARS/Año Fiscal	10.923	11.635	11.448	12.730	12.464	13.329	14.088	13.549	15.301	15.685	17.620
Fijo	Costos Fijos / Costos Totales	Año Fiscal	22,5%	26,6%	25,9%	24,3%	27,8%	26,5%	24,0%	18,7%	20,3%	24,6%	26,5%
Variable	Costos Variables / Costos Totales	Año Fiscal	77,5%	73,4%	74,1%	75,7%	72,2%	73,5%	76,0%	81,3%	79,7%	75,4%	73,5%
CMT	Contribución Marginal Total	Año Fiscal	2.575	3.344	3.179	3.158	3.605	3.596	3.525	2.949	3.502	4.371	5.051
CMT/Ingresos	Tasa de Contribución Marginal	TCM	23%	27%	26%	24%	28%	26%	24%	19%	20%	25%	27%
CMT/Bultos	Contribución Marginal Unitaria	CMU	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
CMT/EBIT	Apalancamiento Operativo (impacto)	AO1	4,48	3,35	3,38	12,19	4,36	3,57	17,63	1,09	1,25	1,94	2,52
EBIT/CMT	Apalancamiento Operativo (efecto CF)	AO2=(1/AO1)	0,22	0,30	0,30	0,08	0,23	0,28	0,06	0,92	0,80	0,52	0,40
CFT/Cmu	Punto de Equilibrio en Unidades Físicas (en millones de Kg)	PE=CFT/Cmu	55	58	60	65	65	67	67	57	56	42	68
NA	Nivel de Actividad (Ventas Totales) en millones de Kg	ventas (unidades físicas)	58	62	64	66	67	68	70	67	63	48	73
MS(ABS)	Margen de Seguridad (ABS)	MS(abs)=Vent as-PE (unidades físicas)	3	5	4	1	3	1	3	9	7	6	5
MS(REL)	Margen de Seguridad (REL)	MS(rel)=ventas /MS(abs)-1	5%	8%	7%	2%	4%	2%	4%	17%	13%	13%	8%
G° Uso Cap. Instalada	Aprovechamiento Capacidad Instalada	1 Turno*261 Dias Laborables	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Ingresos/CE	Rotación del Capital Empleado	A	4,95	5,01	3,90	3,87	3,40	2,02	2,73	2,97	2,85	2,64	2,43
TCM/AO2	Margen Operativo	B	5,02%	7,96%	7,66%	2,00%	6,37%	7,41%	1,36%	17,15%	16,27%	12,69%	10,51%
A*B	ROCE (antes de Impuesto) - Dupont	Rendimiento del Negocio	25%	40%	30%	8%	22%	15%	4%	51%	46%	34%	25%
		control	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EBT/EBIT	Carga Financiera	C	61%	84%	111%	93%	87%	78%	-444%	80%	71%	77%	43%
EAT/EBT	Carga Fiscal	D	41%	69%	45%	38%	67%	65%	130%	72%	62%	75%	71%
CE/E	Apalancamiento Financiero	E	1,52	1,19	1,19	1,27	1,30	1,95	2,35	1,43	1,25	1,20	1,26
X	ROE (después de Impuesto) - Dupont Ampliado	Rendimiento de la Compañía	9%	28%	18%	3%	16%	15%	-51%	42%	26%	23%	10%
		control	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1-(DIV/EAT)	Tasa de Reinversión (1)		81,97%	100,00%	75,34%	-23,90%	58,73%	100,00%	100,00%	91,24%	88,63%	60,15%	100,00%
CAPEX/AF	Tasa de Reinversión (2)		26,75%	13,81%	4,81%	28,36%	28,11%	44,83%	3,12%	12,13%	11,57%	7,11%	23,98%
CAPEX/EBITDA	Tasa de Reinversión (3)		63,30%	22,61%	7,75%	109,75%	68,82%	148,31%	19,22%	17,73%	16,61%	12,26%	48,63%

Datos Analíticos relevantes de la compañía (No monetarios).

Participación de Mercado (Local y Exterior)				
Mercado LATAM	Año Económico 2022			Participación de Mercado
Pais	Franquicias	Ventas (Kg)	Ventas (Kg)	
Argentina	1.504	66.417.500	91,83%	20,82%
Paraguay	68	1.773.913	2,45%	10,45%
Uruguay	59	1.154.348	1,60%	13,45%
Chile	49	2.556.522	3,53%	1,85%
Colombia	-	267.845	0,37%	0,15%
Brasil	-	-	0,00%	0,00%
Bolivia	-	154.500	0,21%	0,42%
Total	1.680	72.324.628	100%	3,76%

SINTESIS PENETRACIÓN MERCADO LOCAL (ARGENTINA)				
Ratio de Atención por Franquicia/Region				
Region	RAF	KG por Region	KG por Capita/año	KG p Franquicia/año
BUENOS AIRES	49.329	23.226.186,59	1,25	61.445
NORTE	20.143	10.776.178,96	2,19	40.819
CENTRO	16.721	11.871.808,99	2,44	41.222
RAF TARGET	15.000	67.680.000,00	1,65	45.000
PATAGONIA	10.837	6.375.031,94	2,88	31.098
CUYO	17.540	5.829.382,02	1,83	34.906
LITORAL	34.357	8.338.911,49	1,28	41.282

Mercado Local	1.504	66.417.500	91,83%	20,82%
Mercado Exterior	176	5.907.128	8,17%	0,37%
Total	1.680	72.324.628	100%	3,76%

Participación de Mercado (Local y Exterior)			
Pais	u.m	Año Económico	Participación
Argentina	participación Mercado	2022	20,82%
LATAM	participación Mercado	2022	3,76%
GLOBAL	participación Mercado	2022	0,64%

Participación de Mercado (por Canal) - LATAM			
Pais			Participación
Super/Hiper Mercados - Otras Bocas Masivas			0,03%
Tiendas Dedicadas / Especializadas (*)			19,73%
Tiendas Generales (**)			0,00%
Total			3,76%

DATOS DE	INFORMACIÓN NO MONETARIA													BULTOS	Tasa de Crecimiento Anual	CAGR
	Ejercicio (Año Económico)	Distribución por Tipo de			Distribución por Canal				Kg por Tipo de Producto		Kg por Canal		Alimentos Congelado			
Franquicias		Kilos	Bultos	g anual (Historica)	Helados Granel	Helados Impulsivo	Franquicias	Bocas Masivas	Helados Granel	Helados Impulsivo	Franquicias	Otros Canales *				
2000	10	525.000,00	93.750,00		100%	0%	100%	0%	525.000	-	525.000	-	-	NA		
2001	40	2.100.000,00	375.000,00	300%	100%	0%	100%	0%	2.100.000	-	2.100.000	-	-	300%	25%	
2002	80	4.200.000,00	750.000,00	100%	100%	1%	100%	0%	4.179.000	21.000	4.200.000	-	-	100%	25%	
2003	140	7.350.000,00	1.312.500,00	75%	99%	1%	100%	0%	7.261.800	88.200	7.350.000	-	-	75%	25%	
2004	220	11.550.000,00	2.062.500,00	57%	98%	2%	100%	0%	11.342.100	207.900	11.550.000	-	-	57%	25%	
2005	300	15.750.000,00	2.812.500,00	36%	93%	7%	100%	0%	14.694.750	1.055.250	15.750.000	-	-	36%	25%	
2006	380	19.950.784,00	3.562.640,00	27%	88%	13%	100%	0%	17.456.936	2.493.848	19.950.784	-	-	27%	25%	
2007	500	26.250.785,00	4.687.640,18	32%	79%	21%	100%	0%	20.816.873	5.433.912	26.250.785	-	-	32%	25%	
2008	600	31.500.961,00	5.625.171,61	20%	74%	26%	100%	0%	23.162.251	8.338.710	31.500.961	-	-	20%	25%	
2009	750	39.375.774,00	7.031.388,21	25%	68%	32%	100%	0%	26.845.397	12.530.377	39.375.774	-	-	25%	25%	
2010	850	44.625.334,00	7.968.809,64	13%	63%	37%	100%	0%	28.210.188	16.415.146	44.625.334	-	-	13%	25%	
2011	980	51.450.182,00	9.187.532,50	15%	59%	41%	100%	0%	30.157.489	21.292.693	51.450.182	-	-	15%	25%	
2012	1.100	57.750.147,00	10.312.526,25	12%	54%	46%	100%	0%	31.386.662	26.363.485	57.750.147	-	-	12%	25%	
2013	1.190	62.475.133,00	11.156.273,75	8%	50%	50%	100%	0%	31.483.499	30.991.634	62.475.133	-	-	8%	25%	
2014	1.280	64.349.250,00	11.490.937,50	3%	47%	53%	100%	0%	30.067.897	34.281.353	64.349.250	-	-	3%	25%	
2015	1.350	65.893.632,00	11.766.720,00	2%	43%	57%	100%	0%	28.548.730	37.344.902	65.893.632	-	-	2%	25%	
2016	1.400	67.158.789,73	11.992.641,02	2%	40%	60%	100%	0%	26.979.256	40.179.534	67.158.790	-	-	2%	25%	
2017	1.505	68.190.348,74	12.176.847,99	2%	37%	63%	100%	0%	25.400.004	42.790.345	68.190.349	-	-	2%	25%	
2018	1.551	70.077.614,81	12.513.859,79	3%	35%	65%	100%	0%	24.203.265	45.874.350	70.077.615	-	-	3%	25%	
2019	1.635	66.756.418,35	11.920.788,99	-5%	36%	64%	100%	0%	24.171.249	42.585.170	66.756.418	-	-	-5%	25%	
2020	1.640	62.795.472,85	11.213.477,30	-6%	36%	64%	99%	1%	22.378.890	40.416.583	62.167.518	627.955	370.993	-6%	25%	
2021	1.605	47.556.705,38	8.492.268,82	-24%	33%	67%	97%	3%	15.460.778	32.095.928	46.130.004	1.426.701	336.253	-24%	25%	
2022	1.680	72.324.627,61	12.915.112,07	52%	29%	71%	97%	4%	21.250.890	51.073.738	69.793.266	2.531.362	1.058.788	52%	25%	

Anexo III – Participación de Mercado Proyectada (Síntesis)

Escenario continuidad de la estrategia y modelo de negocio existente (E1)

Participación del Mercado (Estrategia 1)	u.m	AÑO BASE						
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Mercado Global	participación mercado	0,64%	0,65%	0,67%	0,68%	0,69%	0,71%	0,72%
Mercado Latam	participación mercado	3,74%	3,83%	3,92%	4,01%	4,10%	4,20%	4,30%
Mercado Argentina	participación mercado	20,82%	21,27%	21,74%	22,22%	22,71%	23,20%	23,72%

Escenario continuidad de revitalización del ciclo de vida de la compañía (E1+E2)

Participación del Mercado (Estrategia 1 + 2)	u.m	AÑO BASE						
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Mercado Global	participación mercado	0,64%	0,70%	0,77%	0,83%	0,90%	0,96%	1,02%
Mercado Latam	participación mercado	3,76%	4,08%	4,50%	4,90%	5,30%	5,68%	6,05%
Mercado Argentina	participación mercado	20,82%	21,27%	21,74%	22,22%	22,71%	23,20%	23,72%

Anexo IV – Estimaciones de Nivel de Actividad de la Compañía (en términos reales/u. físicas)

Estimación de Ventas en unidades físicas (f(x) del plan de penetración y crecimiento mercado)

Estimación de Ventas (Semestres) Estrategia 1		u.m	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
			H1	H2										
Argentina	Millones de Kg/semestre		19,3	50,9	20,4	53,8	21,6	56,8	22,8	60,1	24,1	63,5	25,5	67,2
Bolivia	Millones de Kg/semestre		0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,3
Brasil	Millones de Kg/semestre		0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,4
Chile	Millones de Kg/semestre		0,4	1,2	0,4	1,3	0,4	1,3	0,4	1,4	0,5	1,5	0,5	1,6
Colombia	Millones de Kg/semestre		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Mexico	Millones de Kg/semestre		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Paraguay	Millones de Kg/semestre		0,8	1,4	0,9	1,5	0,9	1,5	1,0	1,6	1,0	1,7	1,1	1,8
Perú	Millones de Kg/semestre		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uruguay	Millones de Kg/semestre		0,6	1,3	0,6	1,4	0,6	1,4	0,6	1,5	0,7	1,6	0,7	1,7
Ventas Helados Impulsivos - Argentina	Millones de kg/semestres		13,7	36,0	14,5	38,2	15,4	40,5	16,3	42,9	17,3	45,5	18,3	48,2
Ventas Helados Granel - Argentina	Millones de kg/semestres		5,6	14,8	5,9	15,6	6,2	16,4	6,5	17,2	6,9	18,0	7,2	19,0
Ventas Helados Impulsivos - Resto Latam	Millones de kg/semestres		1,3	2,9	1,4	3,1	1,6	3,4	1,7	3,7	1,9	4,0	2,0	4,3
Ventas Helados Granel - Resto Latam	Millones de kg/semestres		0,5	1,2	0,6	1,2	0,6	1,3	0,6	1,4	0,7	1,5	0,7	1,6
Total Ventas Estimadas E1	Millones de kg/semestres		21,2	54,9	22,4	58,1	23,8	61,5	25,2	65,1	26,7	69,0	28,3	73,0

Estimación de Ventas (Semestres) Estrategia 2		u.m	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
			H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2
Argentina	Millones de Kg/semestre		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Bolivia	Millones de Kg/semestre		0,1	0,2	0,4	0,5	0,6	0,8	0,9	1,0	1,2	1,3	1,5	1,6
Brasil	Millones de Kg/semestre		0,7	1,4	2,2	2,9	3,7	4,4	5,2	5,9	6,7	7,5	8,3	9,0
Chile	Millones de Kg/semestre		0,3	0,7	1,1	1,4	1,8	2,1	2,5	2,9	3,3	3,7	4,1	4,5
Colombia	Millones de Kg/semestre		0,3	0,6	0,9	1,2	1,6	1,9	2,2	2,6	2,9	3,2	3,6	3,9
Mexico	Millones de Kg/semestre		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Paraguay	Millones de Kg/semestre		0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2
Perú	Millones de Kg/semestre		0,2	0,3	0,5	0,7	0,9	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8	2,0	2,2
Uruguay	Millones de Kg/semestre		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Ventas Helados Impulsivos - Argentina	Millones de kg/semestres		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ventas Helados Granel - Argentina	Millones de kg/semestres		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ventas Helados Impulsivos - Resto Latam	Millones de kg/semestres		1,7	3,4	5,1	6,8	8,6	10,4	12,3	14,0	16,0	17,7	19,7	21,6
Ventas Helados Granel - Resto Latam	Millones de kg/semestres		-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Total Ventas Estimadas E2	Millones de kg/semestres		1,7	3,4	5,1	6,8	8,6	10,4	12,3	14,0	16,0	17,7	19,7	21,6

Estimación consolidada de ventas por tipo de producto y región.

Estimación de Ventas (Semestres) E1+E2	u.m	2023		2024		2025		2026		2027		2028	
		H1	H2										
Ventas Helados Impulsivos - Argentina	Millones de kg/semestres	13,7	36,0	14,5	38,2	15,4	40,5	16,3	42,9	17,3	45,5	18,3	48,2
Ventas Helados Granel - Argentina	Millones de kg/semestres	5,6	14,8	5,9	15,6	6,2	16,4	6,5	17,2	6,9	18,0	7,2	19,0
Ventas Helados Impulsivos - Resto Latam	Millones de kg/semestres	3,0	6,3	6,6	10,0	10,2	13,8	14,0	17,7	17,8	21,7	21,8	25,8
Ventas Helados Granel - Resto Latam	Millones de kg/semestres	0,5	1,2	0,6	1,2	0,6	1,3	0,6	1,4	0,7	1,5	0,7	1,6
Total Ventas Estimadas E1+E2	Millones de kg/semestres	22,9	58,3	27,6	65,0	32,4	71,9	37,5	79,2	42,7	86,7	48,0	94,6

Estimación de Producción en unidades físicas (f(x) del plan de ventas y política de stocks)

PRODUCCIÓN	u.m	AÑO BASE											
		2023		2024		2025		2026		2027		2028	
		H1	H2										
Producción Estrategia 1	millones de kg/semestre	30,5	54,2	23,7	57,4	25,1	60,7	26,6	64,3	28,2	68,0	29,9	72,0
Producción Estrategia 2	millones de kg/semestre	2,0	3,9	6,0	8,0	10,1	12,1	14,3	16,3	18,6	20,7	23,0	25,1
Total Producción E1+E2	Millones de kg/semestres	32,5	58,2	29,7	65,4	35,2	72,8	40,9	80,6	46,8	88,7	52,9	97,1
Capacidad Instalada de Producción	Millones de kg/semestres	50,4	62,6	50,4	62,6	50,4	62,6	50,4	62,6	52,2	62,6	50,4	62,6
Cambios de Rango de Capacidad Instalada		NO	NO	NO	SI	NO	SI	NO	SI	NO	SI	SI	SI
Explicado por E1 o E2		No Aplica	No Aplica	No Aplica	E2	No Aplica	E2	No Aplica	E1	No Aplica	E1	E2	E1
Inventarios al cierre	Millones de kgs	9,6	9,2	10,8	10,3	11,9	11,4	13,1	12,6	14,4	13,8	15,7	15,1

Anexo V – Participación de Mercado Proyectada

ESCENARIO CONTINUIDAD DE LA ESTRATEGIA Y MODELO DE NEGOCIO EXISTENTE (E1)

Participación del Mercado (Estrategia 1)	u. m	AÑO BASE						
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Mercado Global	participación mercado	0,64%	0,65%	0,67%	0,68%	0,69%	0,71%	0,72%
Mercado Latam	participación mercado	3,74%	3,83%	3,92%	4,01%	4,10%	4,20%	4,30%
Mercado Argentina	participación mercado	20,82%	21,27%	21,74%	22,22%	22,71%	23,20%	23,72%

ESCENARIO CONTINUIDAD DE REVITALIZACIÓN DEL CICLO DE VIDA DE LA COMPAÑÍA (E1+E2)

Participación del Mercado (Estrategia 1 + 2)	u. m	AÑO BASE						
		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Mercado Global	participación mercado	0,64%	0,70%	0,77%	0,83%	0,90%	0,96%	1,02%
Mercado Latam	participación mercado	3,76%	4,08%	4,50%	4,90%	5,30%	5,68%	6,05%
Mercado Argentina	participación mercado	20,82%	21,27%	21,74%	22,22%	22,71%	23,20%	23,72%

Universidad de
San Andrés

Anexo VI – Proyecciones Financieras de la Compañía.

Escenario: Revitalización del Ciclo de Vida de la Compañía (E1+E2) – En miles de millones de pesos

(mil millones de ARS)

ESTADOS FINANCIEROS PROSPECTIVOS (E1+E2)	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
ESTADO DE RDOS (PROYECTADO)	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2
Ingresos por Ventas	9,8	43,9	32,2	98,0	63,1	146,6	93,8	193,8	122,7	237,2	154,6	287,9
Costo de Ventas	(6,6)	(28,5)	(21,2)	(66,7)	(40,0)	(101,6)	(58,6)	(134,4)	(76,2)	(162,7)	(94,0)	(194,5)
Resultado Bruto	3,2	15,4	11,0	31,3	23,1	45,0	35,2	59,5	46,5	74,5	60,6	93,5
Costos Variables Adicionales Estrategia 2 (Logística)	(0,2)	(0,7)	(2,1)	(4,6)	(6,8)	(9,4)	(12,4)	(15,3)	(18,5)	(21,8)	(25,7)	(29,8)
Gastos Operativos (excluidos D&A)	(1,2)	(1,9)	(3,4)	(5,0)	(6,0)	(8,0)	(7,8)	(11,1)	(9,4)	(14,2)	(11,7)	(18,8)
EBITDA	1,9	12,8	5,5	21,7	10,3	27,5	15,0	33,1	18,7	38,5	23,1	44,8
Depreciaciones y Amortizaciones (D&A)	(0,2)	(0,3)	(0,6)	(1,2)	(1,6)	(2,9)	(3,1)	(3,8)	(3,9)	(4,2)	(4,2)	(4,5)
EBIT	1,6	12,4	4,9	20,5	8,7	24,6	11,9	29,3	14,8	34,4	18,9	40,4
Impuesto a las Ganancias	(0,5)	(4,1)	(1,6)	(6,8)	(2,9)	(8,1)	(3,9)	(9,7)	(4,9)	(11,3)	(6,2)	(13,3)
NOPAT	1,1	8,3	3,3	13,8	5,8	16,5	8,0	19,6	9,9	23,0	12,7	27,1
Intereses y Resultados Financieros	(0,9)	(3,6)	(3,6)	(10,0)	(4,5)	(6,5)	(4,2)	(5,0)	(2,9)	(3,6)	(2,7)	(3,3)
Ahorro Fiscal Imp. Ganancias sobre Intereses y Rdo F	0,3	1,2	1,2	3,3	1,5	2,1	1,4	1,6	0,9	1,2	0,9	1,1
EAT	0,5	5,9	0,9	7,1	2,8	12,2	5,2	16,3	8,0	20,6	10,9	24,9

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL (PROYECTADO)	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
Unidad de tiempo = Semestres	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2
Effectivo y Equivalentes	0,1	0,3	0,2	0,5	0,1	0,2	2,6	8,4	13,1	28,3	26,2	52,0
Activos Operativos	8,7	15,9	25,8	35,6	45,8	53,8	64,8	71,6	81,7	88,1	99,8	107,3
Pasivos Operativos	(1,2)	(5,0)	(4,0)	(11,8)	(7,9)	(18,1)	(11,8)	(24,2)	(15,5)	(29,9)	(19,6)	(36,5)
Capital de Trabajo	7,5	10,9	21,8	23,8	37,9	35,7	53,0	47,4	66,2	58,2	80,3	70,8
Activos Fijos	5,1	6,8	9,5	16,1	19,5	32,2	31,3	38,3	35,9	38,7	36,1	36,5
Capital Empleado	12,7	18,0	31,5	40,4	57,5	68,2	86,9	94,1	115,2	125,3	142,6	159,3
Deuda Corto Plazo	4,0	0,4	8,0	1,9	10,6	2,1	13,9	2,4	14,9	11,2	19,8	1,9
Deuda Largo Plazo	2,0	5,1	10,0	18,0	23,6	31,7	33,5	38,6	39,2	35,7	33,5	47,2
Patrimonio Neto	6,7	12,6	13,5	20,6	23,3	34,3	39,5	53,1	61,1	78,4	89,3	110,2
Capital Invertido	12,7	18,0	31,5	40,4	57,5	68,2	86,9	94,1	115,2	125,3	142,6	159,3

RATIOS DE PERFORMANCE CRITICOS	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
	H1	H2										
Indice de Liquidez (AC/PC)	1,69	3,02	2,16	2,64	2,48	2,68	2,63	3,01	3,12	2,84	3,20	4,16
FEO (+/-)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)
Nivel de Endeudamiento (D/E)	0,89	0,43	1,34	0,97	1,47	0,99	1,20	0,77	0,88	0,60	0,60	0,45
Ratio de Cobertura (EBIT/Int)	1,8	3,4	1,4	2,1	1,9	3,8	2,8	5,9	5,2	9,6	7,0	12,3
Costo del financiamiento (efectivo)	-10%	-45%	-13%	-34%	-9%	-13%	-6%	-8%	-4%	-5%	-3%	-4%
Mg Bruto	33%	35%	34%	32%	37%	31%	38%	31%	38%	31%	39%	32%
Mg EBITDA	19%	29%	17%	22%	16%	19%	16%	17%	15%	16%	15%	16%
Mg Operativo (sin IG)	11%	19%	10%	14%	9%	11%	9%	10%	8%	10%	8%	9%
Rotación del CE	0,77	2,43	1,02	2,42	1,10	2,15	1,08	2,06	1,07	1,89	1,08	1,81
ROCE	9%	46%	10%	34%	10%	24%	9%	21%	9%	18%	9%	17%

FLUJOS DE EFECTIVO (PROYECTADO)	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
Unidad de tiempo = Semestres	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2
EBITDA	1,9	12,8	5,5	21,7	10,3	27,5	15,0	33,1	18,7	38,5	23,1	44,8
Inversion en Capital de Trabajo	(4,8)	(3,4)	(10,9)	(2,1)	(14,1)	2,2	(17,3)	5,6	(18,8)	8,0	(22,1)	9,4
Impuesto a las Ganancias	(0,5)	(4,1)	(1,6)	(6,8)	(2,9)	(8,1)	(3,9)	(9,7)	(4,9)	(11,3)	(6,2)	(13,3)
FEO	(3,5)	5,3	(7,0)	12,9	(6,6)	21,6	(6,2)	29,1	(5,1)	35,2	(5,1)	40,9
Inversiones de Capital	(0,4)	(2,1)	(3,3)	(7,7)	(5,1)	(15,7)	(2,1)	(10,8)	(1,5)	(7,0)	(1,7)	(4,8)
FCF Empresa	(3,9)	3,2	(10,3)	5,2	(11,7)	6,0	(8,4)	18,3	(6,5)	28,2	(6,8)	36,1
Acceso a Credito (Deuda Financiera)	4,8	2,6	11,5	7,2	14,0	8,4	12,9	6,0	14,3	7,0	16,7	14,8
Amortización Deudas Financieras	(0,6)	(4,2)	(0,4)	(7,7)	(1,7)	(11,0)	(1,4)	(13,9)	(2,1)	(15,2)	(11,2)	(19,7)
Intereses Deudas Financieras	(0,7)	(2,6)	(2,0)	(7,6)	(2,5)	(4,3)	(2,1)	(3,5)	(1,9)	(2,6)	(1,7)	(2,6)
Ahorro Fiscal Imp. Ganancias sobre Intereses y Rdo F	0,3	1,2	1,2	3,3	1,5	2,1	1,4	1,6	0,9	1,2	0,9	1,1
FCF Compañía (*)	(0,1)	0,2	(0,1)	0,4	(0,4)	1,3	2,4	8,5	4,7	18,6	(2,1)	29,7
Pago de Dividendos	-	-	-	-	-	(1,1)	-	(2,7)	-	(3,3)	-	(3,9)
FEF	3,8	(3,0)	10,2	(4,8)	11,3	(5,8)	10,8	(12,5)	11,2	(13,0)	4,7	(10,3)
Efectivo y Equivalente (i)	0,3	0,1	0,3	0,2	0,5	0,1	0,2	2,6	8,4	13,1	28,3	26,2
Efectivo y Equivalente (f)	0,1	0,3	0,2	0,5	0,1	0,2	2,6	8,4	13,1	28,3	26,2	52,0



Universidad de
SanAndrés

Escenario: Continuidad de la Estrategia Original de la Compañía (E1) – En miles de millones de pesos (mil millones de ARS)

ESTADOS FINANCIEROS PROSPECTIVOS (E1+E2)	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
ESTADO DE RDOS (PROYECTADO)	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2
Ingresos por Ventas	9,0	41,2	24,5	81,4	39,2	113,7	51,7	141,9	61,6	165,2	71,7	191,9
Costo de Ventas	(6,1)	(26,9)	(17,4)	(59,8)	(29,5)	(87,2)	(39,7)	(110,9)	(48,1)	(129,9)	(55,8)	(150,8)
Resultado Bruto	2,9	14,3	7,1	21,5	9,7	26,5	12,0	30,9	13,6	35,2	15,9	41,1
Costos Variables Adicionales Estrategia 2 (Logística)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Gastos Operativos (excluidos D&A)	(1,2)	(1,9)	(3,4)	(4,8)	(6,0)	(6,9)	(7,8)	(8,8)	(9,4)	(10,7)	(11,2)	(13,4)
EBITDA	1,8	12,4	3,7	16,8	3,7	19,6	4,3	22,1	4,2	24,5	4,7	27,7
Depreciaciones y Amortizaciones (D&A)	(0,2)	(0,3)	(0,4)	(0,5)	(0,6)	(0,8)	(0,8)	(1,1)	(1,2)	(1,5)	(1,5)	(1,7)
EBIT	1,6	12,1	3,4	16,3	3,1	18,8	3,4	21,0	3,0	23,1	3,2	25,9
Impuesto a las Ganancias	(0,5)	(4,0)	(1,1)	(5,4)	(1,0)	(6,2)	(1,1)	(6,9)	(1,0)	(7,6)	(1,1)	(8,5)
NOPAT	1,0	8,1	2,3	10,9	2,1	12,6	2,3	14,1	2,0	15,5	2,1	17,4
Intereses y Resultados Financieros	(0,9)	(3,6)	(3,4)	(9,0)	(3,3)	(5,2)	(2,7)	(3,8)	(1,9)	(2,6)	(1,7)	(2,5)
Ahorro Fiscal Imp. Ganancias sobre Intereses y Rdo F	0,3	1,2	1,1	3,0	1,1	1,7	0,9	1,2	0,6	0,9	0,6	0,8
EAT	0,4	5,7	(0,0)	4,9	(0,1)	9,2	0,5	11,6	0,7	13,7	1,0	15,7

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL (PROYECTADO)	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
Unidad de tiempo = Semestres	H1	H2										
Efectivo y Equivalentes	0,2	0,7	0,2	0,2	0,2	3,9	1,6	7,1	4,1	12,7	5,3	24,4
Activos Operativos	8,3	14,7	22,6	29,0	36,2	40,6	47,8	50,7	57,0	59,0	66,3	68,5
Pasivos Operativos	(1,1)	(4,7)	(3,1)	(9,9)	(5,2)	(14,2)	(6,9)	(18,0)	(8,3)	(21,0)	(9,7)	(24,5)
Capital de Trabajo	7,2	10,1	19,5	19,1	31,1	26,4	40,9	32,7	48,7	37,9	56,6	44,0
Activos Fijos	5,1	6,5	7,2	10,1	10,9	14,9	15,5	20,4	20,7	26,3	26,4	29,4
Capital Empleado	12,5	17,3	26,9	29,4	42,1	45,1	58,0	60,2	73,5	76,9	88,4	97,8
Deuda Corto Plazo	4,0	0,4	8,0	1,9	10,6	2,1	13,9	2,4	14,9	6,6	18,5	1,9
Deuda Largo Plazo	1,9	4,6	6,5	10,3	14,3	17,8	18,5	22,7	22,8	23,3	22,0	35,3
Patrimonio Neto	6,7	12,4	12,4	17,2	17,1	25,2	25,7	35,1	35,8	46,9	47,9	60,7
Capital Invertido	12,5	17,3	26,9	29,4	42,1	45,1	58,0	60,2	73,5	76,9	88,4	97,8

RATIOS DE PERFORMANCE CRITICOS	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
	H1	H2										
Indice de Liquidez (AC/PC)	1,67	3,07	2,05	2,47	2,30	2,72	2,37	2,84	2,63	2,59	2,55	3,52
FEO (+/-)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)	(-)	(+)
Nivel de Endeudamiento (D/E)	0,88	0,40	1,18	0,71	1,46	0,79	1,26	0,72	1,05	0,64	0,84	0,61
Ratio de Cobertura (EBIT/Int)	1,7	3,4	1,0	1,8	1,0	3,6	1,3	5,6	1,6	8,8	1,9	10,3
Costo del financiamiento (efectivo)	-10%	-48%	-16%	-50%	-9%	-17%	-6%	-10%	-3%	-6%	-3%	-5%
Mg Bruto	33%	35%	29%	26%	25%	23%	23%	22%	22%	21%	22%	21%
Mg EBITDA	20%	30%	15%	21%	9%	17%	8%	16%	7%	15%	7%	14%
Mg Operativo (sin IG)	12%	20%	9%	13%	5%	11%	4%	10%	3%	9%	3%	9%
Rotación del CE	0,72	2,38	0,91	2,77	0,93	2,52	0,89	2,36	0,84	2,15	0,81	1,96
ROCE	8%	47%	8%	37%	5%	28%	4%	23%	3%	20%	2%	18%

FLUJOS DE EFECTIVO (PROYECTADO)	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
Unidad de tiempo = Semestres	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2
EBITDA	1,8	12,4	3,7	16,8	3,7	19,6	4,3	22,1	4,2	24,5	4,7	27,7
Inversion en Capital de Trabajo	(4,6)	(2,8)	(9,5)	0,4	(11,9)	4,7	(14,6)	8,3	(16,0)	10,8	(18,7)	12,7
Impuesto a las Ganancias	(0,5)	(4,0)	(1,1)	(5,4)	(1,0)	(6,2)	(1,1)	(6,9)	(1,0)	(7,6)	(1,1)	(8,5)
FEO	(3,3)	5,6	(6,8)	11,8	(9,3)	18,1	(11,4)	23,5	(12,8)	27,7	(15,0)	31,8
Inversiones de Capital	(0,4)	(1,7)	(1,0)	(3,4)	(1,3)	(4,8)	(1,5)	(6,0)	(1,5)	(7,0)	(1,7)	(4,8)
FCF Empresa	(3,7)	3,8	(7,9)	8,4	(10,6)	13,3	(12,9)	17,5	(14,3)	20,7	(16,7)	27,0
Acceso a Credito (Deuda Financiera)	4,7	2,2	8,7	3,9	13,5	4,8	12,9	6,0	14,3	7,0	16,7	14,8
Amortización Deudas Financieras	(0,6)	(4,2)	(0,4)	(7,7)	(1,7)	(11,0)	(1,4)	(13,9)	(2,1)	(15,2)	(6,6)	(18,3)
Intereses Deudas Financieras	(0,7)	(2,6)	(2,0)	(7,5)	(2,3)	(4,0)	(1,8)	(3,1)	(1,5)	(2,2)	(1,3)	(2,3)
Ahorro Fiscal Imp. Ganancias sobre Intereses y Rdo F	0,3	1,2	1,1	3,0	1,1	1,7	0,9	1,2	0,6	0,9	0,6	0,8
FCF Compañía (*)	(0,0)	0,5	(0,5)	(0,0)	0,0	4,8	(2,3)	7,7	(3,0)	11,2	(7,3)	22,0
Pago de Dividendos	-	-	-	-	-	(1,1)	-	(2,2)	-	(2,6)	-	(3,0)
FEF	3,7	(3,4)	7,3	(8,4)	10,6	(9,6)	10,6	(12,0)	11,3	(12,1)	9,4	(7,9)
Efectivo y Equivalente (i)	0,3	0,2	0,7	0,2	0,2	0,2	3,9	1,6	7,1	4,1	12,7	5,3
Efectivo y Equivalente (f)	0,2	0,7	0,2	0,2	0,2	3,9	1,6	7,1	4,1	12,7	5,3	24,4



Universidad de
SanAndrés

Anexo VII – Tasas de Costo del Capital

Tasa de Costo del Capital Propio Desapalancada (Ku)

Períodos	u.m	Referencia	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
Tasa Anuales por Semestre		débil (bp)	H1	H2										
Rf (Risk Free)	libre de riesgo crediticio en moneda dura - USD	0	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%
Rm (retorno del mercado)	Se toma como proxy de mercado eficiente, por su tamaño, profundidad, liquidez y desarrollo al mercado USA - Referencia S&P500	0	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%	9,33%
MRP (prima de riesgo de Mercado)	$(rm - rf)$		5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%	5,56%
β (factor de riesgo desapalancado)	Mide el nivel de riesgo de una industria y/o compañía respecto del mercado (HME), segregando el riesgo de A.Financiero		1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27	1,27
ERP (prima de riesgo de Mercado)	La prima de Riesgo de una acción en una industria equivalente a la de la compañía, bajo la hipótesis de que opere en un mercado eficiente (proxy USA) – $MRP \cdot \beta$		7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%	7,07%
Ku (tasa de retorno desapalancada)	Al corresponderse con una tasa desapalancada, la misma es tanto para el negocio como para la compañía, bajo el escenario de nivel de deuda igual a 0		10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%	10,84%

En función Fuente de Ingresos

λ (Argentina)	86%	88%	69%	75%	55%	70%	49%	66%	44%	63%	41%	60%
λ (Bolivia)	1%	0%	2%	1%	3%	2%	4%	2%	4%	3%	4%	3%
λ (Brasil)	3%	3%	11%	7%	16%	10%	19%	12%	21%	13%	23%	14%
λ (Chile)	3%	3%	6%	6%	9%	7%	10%	8%	11%	8%	12%	9%
λ (Colombia)	1%	1%	4%	3%	7%	4%	8%	5%	9%	6%	10%	6%
λ (Mexico)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
λ (Paraguay)	3%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	2%
λ (Perú)	1%	1%	2%	2%	4%	2%	5%	3%	5%	3%	6%	3%
λ (Uruguay)	2%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%

En función radicación PPE

λ (Argentina)	100%	100%	100%	92%	93%	91%	90%	87%	86%	87%	86%	86%
λ (Bolivia)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
λ (Brasil)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
λ (Chile)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
λ (Colombia)	0%	0%	0%	5%	4%	6%	6%	8%	9%	8%	9%	9%
λ (Mexico)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
λ (Paraguay)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
λ (Perú)	0%	0%	0%	3%	2%	3%	3%	5%	5%	5%	5%	5%
λ (Uruguay)	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Prima de Riesgo Soberano (país/plaza)

σ (Argentina)	0	22,19%	30,04%	25,21%	20,37%	15,53%	10,70%	9,51%	7,92%	6,60%	5,50%	4,58%	3,56%
σ (Bolivia)	0	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%	6,03%
σ (Brasil)	0	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%	2,58%
σ (Chile)	0	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%	1,48%
σ (Colombia)	0	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%	3,82%
σ (Mexico)	0	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%	3,89%
σ (Paraguay)	0	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%	2,20%
σ (Perú)	0	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%	1,96%
σ (Uruguay)	0	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%	1,05%

$\Sigma (\sigma \cdot \lambda)$ en función Ingresos	Rango de Prima de Riesgo a adicionar por riesgo soberano de los países (mercados) donde opera la compañía	19,48%	26,84%	18,17%	15,91%	9,74%	8,25%	6,01%	6,11%	4,42%	4,42%	3,47%	3,19%
$\Sigma (\sigma \cdot \lambda)$ en función PPE		22,19%	30,04%	25,21%	18,93%	14,68%	9,98%	8,88%	7,30%	6,12%	5,20%	4,38%	3,51%

Tasas anuales en terminos

Nominales expresadas en USD

Ku Extremo MIN	En función del Modelo de de determinación de la tasa de doble factor, arribamos a un rango de tasas de costo para la empresa	30,32%	37,69%	29,02%	26,75%	20,58%	19,10%	16,85%	16,95%	15,27%	15,27%	14,31%	14,03%
Ku Extremo MAX		33,03%	40,89%	36,05%	29,77%	25,52%	20,83%	19,73%	18,14%	16,96%	16,04%	15,23%	14,35%

Tasas anuales en terminos

Nominales expresadas en ARS

Ku Extremo MIN	En función del Modelo de de determinación de la tasa de doble factor, arribamos a un rango de tasas de costo para la empresa	151,84%	275,52%	201,70%	114,13%	69,16%	50,91%	40,73%	33,35%	25,44%	23,09%	22,07%	21,77%
Ku Extremo MAX		157,08%	284,25%	218,14%	119,23%	76,09%	53,10%	44,19%	34,71%	27,28%	23,92%	23,05%	22,11%

Tasa de Costo de la Deuda (Kd)

Períodos	u.m	Referencia	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
Tasa Anuales por Semestre		delta (bp)	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2
Rf (Risk Free)	libre de riesgo credicio en moneda dura - USD	0	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%	3,77%
Ratio de Cobertura Compañía	EBIT/Intereses		3,09	3,09	1,88	1,88	3,02	3,02	4,50	4,50	7,62	7,62	9,95	9,95
Rating Teórico			B1/B+	B1/B+	Caa/CCC	Caa/CCC	B1/B+	B1/B+	Baa2/BBB	Baa2/BBB	A2/A	A2/A	A1/A+	A1/A+
Spread por Riesgo Crediticio			4,55%	4,55%	11,57%	11,57%	4,55%	4,55%	2,00%	2,00%	1,42%	1,42%	1,23%	1,23%
Kd (tasa de costo de la deuda)	Esta tasa de costo de la deuda, se correspondería con una compañía con características de riesgo crediticio equivalentes a nuestra compañía, en el mercado norteamericano		8,32%	8,32%	15,34%	15,34%	8,32%	8,32%	5,77%	5,77%	5,19%	5,19%	5,00%	5,00%
$\Sigma (\sigma^*)$ en función Ingresos	Rango de Prima de Riesgo a adicionar por riesgo soberano de los países (mercados)		19,48%	26,84%	18,17%	15,91%	9,74%	8,25%	6,01%	6,11%	4,42%	4,42%	3,47%	3,19%
$\Sigma (\sigma^*)$ en función PPE	donde opera la compañía		22,19%	30,04%	25,21%	18,93%	14,68%	9,98%	8,88%	7,30%	6,12%	5,20%	4,38%	3,51%

Tasas anuales en terminos Nominales expresadas en USD	Tasas Teoricas Construidas en Base a Riesgo de Credito													
Kd sin Colateral Extremo MIN	En función de la atribución del riesgo país a la tasa de costo de la deuda construida respecto del mercado de referencia para una compañía con riesgos equivalentes a la compañía objeto de la valuación	27,80%	35,16%	33,51%	31,25%	18,06%	16,57%	11,78%	11,88%	9,61%	9,61%	8,47%	8,19%	
Kd sin Colateral Extremo MAX		30,51%	38,36%	40,55%	34,27%	23,00%	18,30%	14,65%	13,07%	11,31%	10,39%	9,38%	8,51%	

Tasas anuales en terminos Nominales expresadas en USD	Tasas Despejadas en base las lineas disponible c/Colateral													
Kd Financiamiento c/Colateral	Acceso efectivo a dicha tasa	6,98%	5,96%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%	4,93%

Composición de la Deuda														
Deuda s/Colateral	% sobre total	77%	40%	56%	28%	45%	27%	44%	33%	48%	39%	61%	42%	
Deuda c/ Colateral	% sobre total	23%	60%	44%	72%	55%	73%	56%	67%	52%	61%	39%	58%	

Tasas anuales en terminos Nominales expresadas en USD	Tasa de Costo Prom. Ponderada													
Kd Efectiva		24,02%	18,25%	22,86%	12,80%	11,93%	8,35%	8,61%	7,42%	7,59%	6,88%	7,39%	6,37%	

Tasas anuales en terminos Nominales expresadas en ARS	Tasa de Costo Prom. Ponderada													
Kd Efectiva		139,66%	222,50%	187,31%	90,56%	57,03%	37,29%	30,80%	22,49%	17,09%	14,14%	14,67%	13,58%	

Anexo VIII – Valor Terminal

Variables y parámetros para la construcción del VT – Flujo de Fondos

Parametros para Determinación del Valor Terminal	Unidad de Medida	Tasa de Crecimiento			Target (g.p.p.) Rango		
		Real	1,03%	5,00%	1,03%	2,43%	
		Inflación (ARS)	anual		Estabilizada		
		Inflación (USD)	anual	2,53%	Estabilizada		
FLUJOS DE EFECTIVO (PROYECTADO)		u.m	2028	2028	2028	2028	Variables Anuales
Unidad de tiempo = Semestres			H1	H2	Anualizado	Mg	fin: Valor Terminal
Ingresos por venta - Helados Impulsivos Argentina	ARS	47.470.462.985	130.791.182.889	178.261.645.874			189.102.627.868
Ingresos por venta - Helados Granel Argentina	ARS	14.573.048.380	40.151.835.817	54.724.884.197			58.052.978.029
Ingresos por venta - Helados Impulsivos Resto Latam	ARS	8.535.168.151	19.095.892.516	27.631.060.667			29.311.443.621
Ingresos por venta - Helados Granel Resto Latam	ARS	2.259.463.236	5.055.139.668	7.314.602.904			7.759.440.479
Ingresos por venta - Alimentos Congelados	ARS	1.488.036.225	4.023.123.490	5.511.159.714			5.846.320.893
Ingresos por venta - Helados Impulsivos Resto Latam (Nva E)	ARS	100.288.312.357	116.151.412.147	216.439.724.504			229.602.506.350
Costo de venta - Helados Impulsivos Argentina	ARS	(37.218.278.423)	(102.544.242.335)	(139.762.520.758)			(148.262.178.458)
Costo de venta - Helados Granel Argentina	ARS	(14.233.777.061)	(39.217.071.454)	(53.450.848.516)			(56.701.461.868)
Costo de venta - Helados Impulsivos Resto Latam	ARS	(3.932.678.959)	(8.684.260.193)	(12.616.939.152)			(13.384.238.306)
Costo de venta - Helados Granel Resto Latam	ARS	(1.422.737.340)	(3.141.731.471)	(4.564.468.811)			(4.842.056.982)
Costo de venta - Alimentos Congelados	ARS	(1.117.651.109)	(3.021.733.179)	(4.139.384.288)			(4.391.120.943)
Costo de venta - Helados Impulsivos Resto Latam (Nva E)	ARS	(46.209.017.659)	(52.822.306.369)	(99.031.324.027)			(105.053.913.998)
Resultado Bruto - Helados Impulsivos Argentina	ARS	10.252.184.561	28.246.940.554	38.499.125.115			40.840.449.409
Resultado Bruto - Helados Granel Argentina	ARS	339.271.319	934.764.363	1.274.035.681			1.351.516.161
Resultado Bruto - Helados Impulsivos Resto Latam	ARS	4.602.489.192	10.411.632.323	15.014.121.515			15.927.205.315
Resultado Bruto - Helados Granel Resto Latam	ARS	836.725.896	1.913.408.197	2.750.134.093			2.917.383.498
Resultado Bruto - Alimentos Congelados	ARS	370.385.115	1.001.390.311	1.371.775.427	control	22%	1.455.199.949
Resultado Bruto - Helados Impulsivos Resto Latam (Nva E)	ARS	54.079.294.698	63.329.105.778	117.408.400.477	-	54%	124.548.592.352
Costos Variables Adicionales Estrategia 2 (Logística)	ARS	(31.133.014.510)	(36.057.477.833)	(67.190.492.342)			(71.276.682.134)
Gastos Operativos (excluidos D&A) - Estrategia 1	ARS	(11.625.181.411)	(17.733.180.421)	(29.358.361.832)			(31.143.790.607)
Gastos Operativos (excluidos D&A) - Estrategia 2	ARS	(1.975.941.012)		(1.975.941.012)			(2.096.107.864)
EBITDA Estrategia 1	ARS	4.775.874.672	24.774.955.328	29.550.830.000		11%	31.347.963.726
EBITDA Estrategia 2	ARS	20.970.339.177	27.271.627.946	48.241.967.123		22%	51.175.802.353
Depreciaciones y Amortizaciones (D&A) Estrategia 1	ARS	(1.554.133.825)	(1.771.780.818)	(3.325.914.643)			(3.528.180.142)
Depreciaciones y Amortizaciones (D&A) Estrategia 2	ARS	(2.702.486.454)	(2.702.486.454)	(5.404.972.907)			(5.733.676.335)
EBIT Estrategia 1	ARS	3.221.740.847	23.003.174.510	26.224.915.357	control	10%	27.819.783.585
EBIT Estrategia 2	ARS	18.267.852.723	24.569.141.492	42.836.994.215	-	20%	45.442.126.018
Impuesto a las Ganancias Estrategia 1 (Operaciones)	ARS	(1.062.159.354)	(7.583.799.608)	(8.645.958.961)		-3%	(9.171.762.956)
Impuesto a las Ganancias Estrategia 2 (Operaciones)	ARS	(6.022.635.452)	(8.100.075.297)	(14.122.710.749)		-7%	(14.981.583.403)
Inversión en Capital de Trabajo Neto Estrategia 1	ARS	(19.820.520.532)	13.436.327.703	(6.384.192.829)	control	-2%	(6.772.447.516)
Inversión en Capital de Trabajo Neto Estrategia 2	ARS	(3.905.584.599)	(4.644.186.993)	(8.549.771.592)	-	-4%	(9.069.725.952)
FEO Estrategia (1)	ARS	(16.106.805.214)	30.627.483.423	14.520.678.209	control	5%	15.403.753.254
FEO Estrategia (2)	ARS	11.042.119.125	14.527.365.656	25.569.484.781	-	12%	27.124.492.998
Inversión en Activos Fijos Estrategia (1)	ARS	(1.671.450.646)	(4.977.929.359)	(6.649.380.006)		-2%	(7.053.762.051)
Inversión en Activos Fijos Estrategia (2)	ARS	(2.702.486.454)	(2.702.486.454)	(5.404.972.907)		-2%	(5.733.676.335)
FCF Estrategia (1)	ARS	(17.778.255.860)	25.649.554.064	7.871.298.204		3%	8.349.991.204
FCF Estrategia (2)	ARS	8.339.632.672	11.824.879.202	20.164.511.874		9%	21.390.816.663
FLUJOS DE EFECTIVO (PROYECTADO)		u.m	2028	2028	2028	Variables Anuales	
Unidad de tiempo = Semestres			H1	H2	Anualizado	fin: Valor Terminal	
Acceso a Credito (Deuda Financiera)	ARS	17.778.255.860	14.977.929.359	32.756.185.220			
Amortización Deudas Financieras	ARS	(11.236.026.896)	(20.806.500.632)	(32.042.527.528)			
Intereses Deudas Financieras	ARS	(1.730.347.971)	(2.665.083.532)	(4.395.431.503)			
Ahorro Fiscal Imp. Ganancias sobre Intereses y Rdo F	ARS	883.203.070	1.100.791.501	1.983.994.570			
Flujo Neto de la Deuda	ARS	5.695.084.062	(7.392.863.304)	(1.697.779.242)			(1.801.029.686)
Deuda Financiera (Total) - stock	ARS			49.056.596.569			

Crecimiento Poblacional y de la Economía más allá del horizonte de proyección.

Financiamiento del crecimiento con mix de autofinanciamiento (utilidades reservadas) y deuda. Despeje del crecimiento de la deuda, como consecuencia del crecimiento no cubierto por la reinversión de recursos generados por peso de invertido en el negocio.

País	Fuente de Ingresos	Crecimiento Población	Target (g p.p.)
Argentina	57%	1,03%	0,59%
Bolivia	3%	1,48%	0,04%
Brasil	20%	0,77%	0,15%
Chile	8%	1,29%	0,10%
Colombia	6%	1,31%	0,07%
Mexico	0%	1,00%	0,00%
Paraguay	2%	1,37%	0,03%
Perú	3%	1,39%	0,04%
Uruguay	2%	0,18%	0,00%
Crecimiento Poblacional ponderado por plazas operadas			1,03%

ROCE (E) Nominal	45%
ROCE (E) Real	38%
Tasa de Reinversión	89%
Crecimiento Real	1,03%
Autofinanciamiento	0,33%
Crecimiento Real Ds	0,70%

Crecimiento de la Economía:
En función de la tabla de proyecciones de crecimiento de PDI (pág.72), se estima en torno a 2,43% anual

Tasa de Costo del Capital Propio Desapalancado y de la Deuda (para determinar el VT).

Tasas de Costo de Capital Propio en Terminos Nominales		Tasas de Costo de la Deuda en Terminos Nominales		Fuera H. Expl Proy	
FUERA DEL HORIZONTE EXPLICITO DE PROYECCIÓN (FHEP)		Períodos		Anualizado	
Tasa Anuales por Semestre		Tasa Anuales por Semestre			
Rf (tasa libre de riesgo)	Tasa 95 años	Rf (Risk Free)	Tasa 95 años		4,57%
Rm (retorno del mercado)	Tasa 95años/20años	Ratio de Cobertura Compañía	Fin Proyeccion Exp		11,48
MRP (prima de riesgo de Mercado)		Rating Teorico	Fin Proyeccion Exp		A1/A+
β_u (factor de riesgo desapalancado)		Spread por Riesgo Crediticio	Fin Proyeccion Exp		1,23%
ERP (prima de riesgo de Mercado)		Kd (tasa de costo de la deuda)	Fin Proyeccion Exp		5,80%
Ku (tasa de retorno desapalancada)		$\sum (\sigma^* \lambda)$ en función Ingresos			3,16%
		$\sum (\sigma^* \lambda)$ en función PPE			4,50%
$\sum (\sigma^* \lambda)$ en función Ingresos		Tasa Anual T. Nominales en USD			
$\sum (\sigma^* \lambda)$ en función PPE		Kd Extremo MIN sin Colateral	Fin Proyeccion Exp		8,96%
		Kd Extremo MAX sin Colateral	Fin Proyeccion Exp		10,31%
Tasa Anual T. Nominales en USD		Tasa Anual T. Nominales en USD			
Ku Extremo MIN	14,17%	Kd Financiamiento c/Colateral	Fin Proyeccion Exp		4,93%
Ku Extremo MAX	15,52%	Composición de la Deuda			
Tasa Anual T. Nominales en ARS		Deuda sin Colateral (USD)	43%		13.144.037
Ku Extremo MIN	16,92%	Deuda con Colateral (USD)	57%		17.601.993
Ku Extremo MAX	18,44%	Tasa Anual T. Nominales en USD			
		Kd Efectiva			6,94%
		Tasa Anual T. Nominales en ARS			
		Kd Efectiva			9,52%

Anexo IX – Valuación

Escenario: Revitalización del Ciclo de Vida de la Compañía (E1+E2).

EJERCICIO DE VALUACIÓN (E1)	2022	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
	Cierre Ejercicio	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2
Ku (ARS - Terminos Nominales - Anualizada)	NA	151,84%	275,52%	201,70%	114,13%	69,16%	50,91%	40,73%	33,35%	25,44%	23,09%	22,07%	21,77%
VPN EBITDA (E1)	24,88	37,70	60,66	101,65	131,96	167,93	186,68	217,20	228,70	251,95	254,98	276,99	278,00
VPN EBITDA (E2)	18,43	29,17	56,14	95,72	135,11	169,15	199,88	226,38	250,46	266,04	281,18	292,24	305,33
VPN Imp Ganancias (E1)	(7,55)	(11,48)	(18,26)	(30,60)	(39,41)	(50,22)	(55,49)	(64,70)	(67,78)	(74,91)	(75,50)	(82,37)	(82,35)
VPN Imp Ganancias (E2)	(5,08)	(8,04)	(15,46)	(26,36)	(37,17)	(46,52)	(55,25)	(62,74)	(69,73)	(74,21)	(78,62)	(81,68)	(85,37)
VPN Capital de Trabajo (E1)	(9,47)	(10,44)	(17,42)	(20,80)	(30,84)	(28,18)	(39,31)	(32,07)	(45,29)	(34,70)	(49,27)	(35,71)	(52,06)
VPN Capital de Trabajo (E2)	(4,38)	(6,72)	(12,45)	(20,16)	(27,03)	(33,03)	(38,08)	(42,46)	(46,40)	(49,14)	(51,76)	(53,86)	(56,22)
VPN Inversion Activos Fijos (E1)	(5,20)	(7,87)	(13,51)	(22,43)	(29,39)	(36,92)	(40,56)	(46,63)	(47,85)	(52,13)	(50,86)	(54,54)	(55,38)
VPN Inversion Activos Fijos (E2)	(4,45)	(7,06)	(13,32)	(20,86)	(26,24)	(30,34)	(26,42)	(30,69)	(30,62)	(34,30)	(38,05)	(42,04)	(46,39)
VALOR PRESENTE DEL NEGOCIO (VP - NEGOCIO) - Sin efecto Apalancamiento	7,18	15,26	26,39	56,16	77,00	111,87	131,45	164,31	171,49	198,60	192,10	219,04	205,56
Kd (ARS - Terminos Nominales - Anualizada)	NA	139,66%	222,50%	187,31%	90,56%	57,03%	37,29%	30,80%	22,49%	17,09%	14,14%	14,67%	13,58%
VP (Flujo de la Deuda)	0,87	(2,41)	(1,34)	(12,46)	(12,36)	(26,77)	(26,66)	(41,24)	(35,86)	(50,04)	(43,79)	(51,56)	(48,55)
Deuda (Stock)	1,62	5,99	5,44	18,04	19,87	34,21	33,83	47,39	40,94	54,09	46,83	53,30	49,09
VPN (Flujo de la Deuda)	2,49	3,58	4,10	5,58	7,52	7,43	7,17	6,15	5,08	4,05	3,04	1,73	0,54
VALOR PRESENTE DEL NEGOCIO (VP - NEGOCIO) - Con efecto Apalancamiento	9,67	18,84	30,49	61,75	84,51	119,30	138,62	170,47	176,57	202,65	195,14	220,77	206,10
Expresado en miles de millones de ARS	2022	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
VP Negocio / Empresa (Apalancado)	9,67	18,84	30,49	61,75	84,51	119,30	138,62	170,47	176,57	202,65	195,14	220,77	206,10
(-) Deuda Financiera CP	(1,32)	(4,02)	(0,36)	(8,01)	(1,92)	(10,62)	(2,10)	(13,90)	(2,37)	(14,89)	(11,17)	(19,84)	(1,86)
(-) Deuda Financiera LP	(0,30)	(1,97)	(5,08)	(10,03)	(17,96)	(23,59)	(31,73)	(33,49)	(38,57)	(39,20)	(35,65)	(33,46)	(47,23)
(+) Efectivo	0,25	0,14	0,34	0,19	0,54	0,10	0,23	2,60	8,39	13,09	28,33	26,21	52,02
VP Compañía	8,30	12,99	25,38	43,89	65,18	85,20	105,02	125,68	144,02	161,65	176,64	193,68	209,02
Relación de Cambio (USD:ARS) Mercado - CCL	210,20	336,30	573,29	786,42	968,49	1.103,23	1.227,16	1.328,66	1.399,23	1.445,92	1.494,16	1.544,02	1.595,54
Expresado en millones de USD	2022	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
VP Negocio / Empresa (Apalancado)	45,99	56,02	53,18	78,51	87,26	108,14	112,96	128,30	126,19	140,15	130,60	142,99	129,17
(-) Deuda Financiera CP	(6,28)	(11,96)	(0,64)	(10,19)	(1,98)	(9,63)	(1,71)	(10,46)	(1,70)	(10,30)	(7,48)	(12,85)	(1,17)
(-) Deuda Financiera LP	(1,42)	(5,85)	(8,86)	(12,75)	(18,54)	(21,38)	(25,86)	(25,21)	(27,56)	(27,11)	(23,86)	(21,67)	(29,60)
(+) Efectivo	1,20	0,42	0,59	0,24	0,56	0,09	0,18	1,96	5,99	9,05	18,96	16,97	32,60
VP Compañía	39,49	38,63	44,27	55,82	67,30	77,22	85,58	94,59	102,92	111,80	118,22	125,44	131,00
Cantidad de Acciones	10.000.000												
Valor de la Acción (USD)	3,95	3,86	4,43	5,58	6,73	7,72	8,56	9,46	10,29	11,18	11,82	12,54	13,10

1. Todas las variables se encuentran expresadas en miles de millones de pesos (mil millones de ARS)
2. Para el caso puntual de la determinación del valor Compañía, se expone también convertido a las relaciones cambiarias embebidas en el modelo, y se expresa en millones de dólares (millones de USD)
3. Para el caso de las Acciones, el valor expresado es unitario, es decir el valor razonable por acción.

Escenario: Continuidad de la Estrategia Original de la Compañía (E1)

EJERCICIO DE VALUACIÓN (E1)	2022	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
	Cierre Ejercicio	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2	H1	H2
Ku (ARS - Terminos Nominales - Anualizada)	NA	157,08%	284,25%	218,14%	119,23%	76,09%	53,10%	44,19%	34,71%	27,28%	23,92%	23,05%	22,11%
VPN EBITDA (E1)	24,66	34,77	55,76	95,74	124,98	162,14	181,00	213,10	225,21	249,88	253,62	276,61	278,00
VPN EBITDA (E2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VPN Imp Ganancias (E1)	(6,93)	(10,60)	(16,79)	(28,84)	(37,33)	(48,50)	(53,80)	(63,48)	(66,74)	(74,30)	(75,10)	(82,25)	(82,35)
VPN Imp Ganancias (E2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VPN Capital de Trabajo (E1)	(6,08)	(9,75)	(16,29)	(19,61)	(29,43)	(27,12)	(38,26)	(31,37)	(44,67)	(34,37)	(49,03)	(35,66)	(52,06)
VPN Capital de Trabajo (E2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VPN Inversion Activos Fijos (E1)	(4,75)	(7,23)	(12,43)	(21,14)	(27,87)	(35,69)	(39,36)	(45,77)	(47,14)	(51,71)	(50,59)	(54,46)	(55,38)
VPN Inversion Activos Fijos (E2)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
VALOR PRESENTE DEL NEGOCIO (VP - NEGOCIO) - Sin efecto Apalancamiento	6,91	7,19	10,25	26,15	30,34	50,83	49,59	72,48	66,66	89,50	78,91	104,24	88,20
Kd (ARS - Terminos Nominales - Anualizada)	NA	139,66%	222,50%	187,31%	90,56%	57,03%	37,29%	30,80%	22,49%	17,09%	14,14%	14,67%	13,58%
VP (Flujo de la Deuda)	(1,07)	(2,75)	(5,39)	(9,62)	(14,24)	(18,90)	(23,38)	(28,08)	(32,59)	(36,77)	(40,93)	(45,40)	(50,17)
Deuda (Stock)	1,62	5,99	5,44	18,04	19,87	34,21	33,83	47,39	40,94	54,09	46,83	53,30	54,09
VPN (Flujo de la Deuda)	0,55	3,24	0,05	8,42	5,63	15,31	10,45	19,31	8,35	17,32	5,90	7,90	3,92
VALOR PRESENTE DEL NEGOCIO (VP - NEGOCIO) - Con efecto Apalancamiento	7,46	10,43	10,30	34,57	35,97	66,14	60,04	91,80	75,01	106,83	84,81	112,13	92,12
Expresado en miles de millones de ARS	2022	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
VP Negocio / Empresa (Apalancado)	7,46	10,43	10,30	34,57	35,97	66,14	60,04	91,80	75,01	106,83	84,81	112,13	92,12
(-) Deuda Financiera CP	(1,32)	(4,02)	(0,36)	(8,01)	(1,92)	(10,62)	(2,10)	(13,90)	(2,37)	(14,89)	(6,58)	(18,45)	(1,86)
(-) Deuda Financiera LP	(0,30)	(1,87)	(4,56)	(6,32)	(9,58)	(12,45)	(15,74)	(16,18)	(20,33)	(20,36)	(20,78)	(19,32)	(32,57)
(+) Efectivo	0,25	0,22	0,71	(0,03)	(0,50)	(1,60)	2,04	(0,29)	5,19	2,24	10,82	3,49	22,58
VP Compañía	6,09	4,75	6,09	20,21	23,98	41,47	44,24	61,43	57,50	73,82	68,26	77,85	80,27
Relación de Cambio (USD:ARS) Mercado - CCL	210,20	336,30	573,29	786,42	968,49	1.103,23	1.227,16	1.328,66	1.399,23	1.445,92	1.494,16	1.544,02	1.595,54
Expresado en millones de USD	2022	2023	2023	2024	2024	2025	2025	2026	2026	2027	2027	2028	2028
VP Negocio / Empresa (Apalancado)	35,47	31,01	17,96	43,96	37,15	59,95	48,92	69,09	53,61	73,88	56,76	72,62	57,74
(-) Deuda Financiera CP	(6,28)	(11,96)	(0,64)	(10,19)	(1,98)	(9,63)	(1,71)	(10,46)	(1,70)	(10,30)	(4,40)	(11,95)	(1,17)
(-) Deuda Financiera LP	(1,42)	(5,55)	(7,95)	(8,03)	(9,90)	(11,28)	(12,83)	(12,18)	(14,53)	(14,08)	(13,91)	(12,51)	(20,41)
(+) Efectivo	1,20	0,64	1,24	(0,04)	(0,51)	(1,45)	1,66	(0,22)	3,71	1,55	7,24	2,26	14,15
VP Compañía	28,96	14,14	10,62	25,70	24,76	37,59	36,05	46,23	41,09	51,05	45,69	50,42	50,31
Cantidad de Acciones	10.000.000												
Valor de la Acción (USD)	2,90	1,41	1,06	2,57	2,48	3,76	3,61	4,62	4,11	5,11	4,57	5,04	5,03

4. Todas las variables se encuentran expresadas en miles de millones de pesos (mil millones de ARS)
5. Para el caso puntual de la determinación del valor Compañía, se expone también convertido a las relaciones cambiarias embebidas en el modelo, y se expresa en millones de dólares (millones de USD)
6. Para el caso de las Acciones, el valor expresado es unitario, es decir el valor razonable por acción.

Anexo V – Múltiplos de la Industria y de Compañías Referentes.

Datos Generales de Compañías Comparadas

Nombre de la Compañía	Mercado:Ticket	Grupo Industria	País	Grupo Región	Sub Group
Danone S.A. (ENXTPA:BN)	ENXTPA:BN	Industria Alimento	Francia	Europa Desarrollados	EU & Environs
Nestlé S.A. (SWX:NESN)	SWX:NESN	Industria Alimento	Suiza	Europa Desarrollados	EU & Environs
The Unilever Group (LSE:ULVR)	LSE:ULVR	Industria Diversificada	Holanda	Europa Desarrollados	EU & Environs
PT Campina Ice Cream Industry, Tbk. (IDX:CAMP)	IDX:CAMP	Industria Alimento	Indonesia	Mercados Emergentes	Small Asia
General Mills, Inc. (NYSE:GIS)	NYSE:GIS	Industria Alimento	United States	USA	United States
Kellogg Company (NYSE:K)	NYSE:K	Industria Alimento	United States	USA	United States

Valor Empresa y Valor Compañía (en millones de USD)

VALOR DE LA EMPRESA Y VALOR DE LA COMPAÑÍA	2022	General Mills, Inc. (NYSE:GIS)	Kellogg Company (NYSE:K)	PT Campina Ice Cream Industry, Tbk. (IDX:CAMP)	Nestlé S.A. (SWX:NESN)	Danone S.A. (ENXTPA:BN)	The Unilever Group (LSE:ULVR)
Valor del Negocio/Empresa	EV	50.489	30.457	67	381.272	62.634	187.458
Deuda Financiera de CP	- STD	-	-	-	-	-	-
Deuda Financiera de LP	- LTD	-	-	-	-	-	-
Total de la Deuda Financiera	-(STD+LTD)	(13.851)	(7.688)	-	(44.341)	(19.563)	(33.312)
Interes Minoritario	- Min Int	(894)	(517)	-	(909)	(113)	(2.915)
Efectivo y Equivalentes	+ Cash	2.754	391	21	5.811	723	6.769
Otros Activos No Considerados	+ OA	-	-	12	3.745	4.490	986
Valor de la Compañía	E	38.498	22.643	101	345.577	48.170	158.986

Múltiplos por Compañías e Industria por Regiones.

VALUACIÓN A RELATIVOS	2022	General Mills, Inc. (NYSE:GIS)	Kellogg Company (NYSE:K)	PT Campina Ice Cream Industry, Tbk. (IDX:CAMP)	Nestlé S.A. (SWX:NESN)	Danone S.A. (ENXTPA:BN)	The Unilever Group (LSE:ULVR)	INDUSTRIA ALIMENTOS (USA)	INDUSTRIA ALIMENTOS (EUR)	INDUSTRIA ALIMENTOS (EMER)
PER	f(12 meses)	17,09	16,14	33,94	24,09	17,71	19,61	17,16	16,79	13,79
EV/EBITDA	f(12 meses)	13,53	12,7	7,54	18,39	11,73	13,03	11,44	7,32	8,1
Div Yield	f(12 meses)	3,24%	3,50%	0,00%	2,63%	3,32%	3,45%	2,07%	2,29%	2,81%
EV/Sales	f(12 meses)	2,78	2,13	1,01	4,04	2,2	2,93	2,01	0,85	1,4
P/CF	f(12 meses)	13,65	17,66	7,38	19,96	13,23	16,45	14,74	7,17	11,7
PBV	f(12 meses)	3,98	5,52	1,55	7,05	2,26	9,72	2,84	1,26	1,46
EBITDA Mg	f(12 meses)	21%	17%	13%	22%	19%	22%	18%	12%	17%