



Universidad de San Andrés

Escuela de Negocios

Magister en Finanzas

Valuación de Iguazú Argentina

Autora: María Romina Enriquez

DNI: 37.704.742

Director del Trabajo Final de Graduación: Fabián Bello

Ciudad de Buenos Aires, 11 de Agosto 2023



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios
Magister en Finanzas

Valuación de Iguazú Argentina

Autora: María Romina Enriquez

DNI: 37.704.742

Director del Trabajo Final de Graduación: Fabián Bello

Ciudad de Buenos Aires, 11 de Agosto 2023

Agradecimientos

Iguazú Argentina S.A. representa la concesionaria del majestuoso Parque Nacional Iguazú, hogar de una de las maravillas del mundo, las imponentes Cataratas del Iguazú.

La elección de abordar esta empresa tiene un trasfondo significativo. Esta entidad forma parte de la cartera de negocios de Carlos E. Enriquez S.A., compañía con la que tengo un vínculo personal. Sin embargo, más allá de este enlace, este proyecto ocupa un lugar especial en mi historia personal. Su inicio, apenas días después de mi nacimiento, bajo el liderazgo visionario de Roberto Enriquez, quien a su vez es mi padre, confiere un valor emocional y personal a esta exploración académica.

En esta instancia en particular, no puedo dejar de agradecer a:

A la Universidad de San Andrés por su apoyo institucional y humano.

A Fabián Bello, director de este trabajo, por haberme guiado y acompañado.

Al directorio de Carlos E. Enriquez S.A. por darme su apoyo para concretar este objetivo personal.

Al Ing. Mario González, por su ayuda en esta etapa.

Al Ing. Marcelo Zuliani, Gerente de Operaciones de Iguazú Argentina y a la Contadora Carol Da Rosa, Gerente General de Iguazú Argentina.

A mis compañeros de la maestría, por su amistad y compañerismo. Fue una experiencia inolvidable, muy enriquecedora y de mucho crecimiento.

Desde lo más profundo, quiero agradecer:

A mi familia por acompañarme en este camino. A mis padres, Roberto y Esther, quienes siempre apoyaron mi formación y desarrollo y me brindaron su acompañamiento y amor incondicional en cada etapa. A mis hermanos, Manuel, Tomás y Mateo, por compartir sus experiencias y crecer juntos. A mis abuelas Muñe y Chiqui, por darme fuerzas y paz para transitar el camino.

A Bruno, por su acompañamiento y amor.

A mis amigos que me supieron entender en mis momentos de ausencia.

Resumen Ejecutivo

El presente documento determinará un proceso a través del cual se pueda constituir una valuación holística de una compañía; para ello, se seguirá como directriz un abordaje partiendo desde lo general hasta ir acotando las inferencias hacia marcos mucho más específicos de valuación de la organización objeto de estudio, a saber, Iguazú Argentina S.A.

De este modo, se iniciará considerando el actual escenario global y su aplicabilidad en el marco específico argentino, lo cual se exacerba dada la situación de pandemia mundial en el cual el turismo, sector económico al que pertenece la empresa en análisis, ha sido uno de los más golpeados en lo que se refiere a su desempeño, embate que se ha extendido por casi dos años, en el transcurso de este trabajo.

Conexo a lo anterior, es preciso acotar la situación particular de Argentina previo a la contingencia sanitaria, en la cual, el país sufrió alta inflación que hace que la eficiencia financiera de muchas compañías se vea menoscabada o, por lo menos, sesgue las asunciones de crecimiento que pueda tener la compañía, elemento que se tendrá en cuenta cuando se realice la valuación financiera.

Posteriormente, se desglosarán los diferentes análisis que pueden realizarse de la empresa desde su historia financiera en el año 2011 hasta el corte de junio del año 2022, lo cual se acompañará con la subsiguiente explicación de los ratios financieros que valúan el desempeño de la empresa.

Con esto, se crean los elementos de juicio para, al final del documento, considerar un modelo de flujos de fondos descontados que permita dilucidar si la proyección de la empresa, tomando en cuenta sus riesgos y sensibilidad a las variables explicativas, pueda representar brechas de liquidez en el mediano plazo para la organización dentro del periodo de vigencia de la actual concesión en la que esta opera. Para esto se utilizan los Flujos de Fondos disponibles para la firma, que se descuentan a una tasa de descuento calculada en base al modelo de Capital Asset Pricing Model (CAPM). Esta valuación arroja un valor del capital accionario de la firma de seiscientos

pesos argentinos por acción, obteniendo un valor de la empresa de mil ochenta y ocho millones de pesos argentinos.

Por último, se realiza el análisis de sensibilidad en donde surgen distintos valores para la compañía mostrando su mayor acidez ante un escenario optimista y otro pesimista.



Índice

Resumen Ejecutivo	2
1. Glosario	6
2. Introducción.....	10
2.1. Objetivos	11
2.2. Objetivo General	11
2.3. Objetivos Específicos.....	11
3. Contexto País.....	12
4. Contexto Turístico Mundial.....	16
5. Caracterización del Parque Nacional Iguazú.....	18
6. La concesionaria	21
6.1. Contexto del Proceso Licitatorio.....	21
6.2. Proyecto de Obras Nuevas	29
7. Gestión de Riesgos	31
7.1. Riesgo operativo.....	31
7.2. Riesgo Legal.....	33
8. Análisis Financiero de la Compañía.....	33
8.1. Estado de Resultados.....	34
8.2. Ingresos	36
8.3. Egresos	37
8.4. Indicadores de rentabilidad	44
8.5. Gestión Operativa.....	50
8.6. Indicadores de Endeudamiento	53

9. Valuación de la Compañía.....	54
9.1. Consideraciones preliminares	54
9.2. Flujo de fondos disponible para la firma.....	56
9.3. Tasa de descuento	64
9.4. Resultados de la valuación	72
9.5. Análisis de sensibilidad.....	73
10. Conclusiones.....	76
11. Bibliografía.....	79
11.1. Bibliografía Académica	79
11.2. Informes y Reportes	79
11.3. Sitios web	81
Anexo A: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Base.....	83
Anexo C: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Pesimista.....	86
Anexo D: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Optimista.....	88
Anexo E: Mapa del Área Cataratas	89

Universidad de
San Andrés

1. Glosario

APN: Administración de Parques Nacionales.

CAPM: del inglés, *Capital Asset Pricing Model*. Es un modelo utilizado en finanzas para valuar la tasa de retorno de un Activo o instrumento financiero para entornos de toma decisiones respecto a la adquisición o enajenación de tal activo.

CEE: Carlos E. Enriquez S.A.

Costo de Oportunidad: corresponde a un principio financiero que hace inferencia a la capacidad de mutuamente excluyente de diversas decisiones financieras, en la que la elección de determinada inversión, por ejemplo, implica no invertir en otro tipo de inversiones o activos.

Costo del dinero: principio financiero que sugiere que el dinero tiende a perder valor en el tiempo.

DCF: del inglés, *Discounted Cash Flow*. Significa Flujo de Fondos Descontados. Es un método de valuación mediante el cual se puede estimar el valor de una empresa o proyecto a través del descuento de un flujo de fondos a una tasa de descuento que incorpore el nivel de riesgo que estos representan, por lo cual usualmente se utiliza como tasa de descuento el Costo de Capital calculado para la Empresa.

EBITDA: *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*.

Ecoturismo: consiste en un tipo de actividad turística sustentado en el disfrute de los entornos naturales a través de la observación, descubrimiento y experimentación de la diversidad biológica desde una perspectiva responsable con el entorno visitado.

EECC: Estados Contables.

Efecto de Apalancamiento: es un indicador financiero que contrasta el Retorno sobre el Patrimonio respecto al Retorno sobre los Activos; a través de este, se busca determinar si la empresa aún cuenta con potencial para seguir apalancándose, para lo cual se requeriría que el resultado de este indicador fuese mayor a 1.

FCFF: del inglés, *Free Cash Flow to the Firm*. Es el flujo de fondos disponible para la firma.

FMI: Fondo Monetario Internacional.

Índice de Endeudamiento: mide la proporción de financiamiento de terceros respecto al obtenido por recursos propios mediante los socios y accionistas de la compañía.

Índice de Liquidez Corriente: mide la porción de pasivos corrientes que se considera que estén cubiertos por los activos líquidos de la compañía

Índice de Liquidez Seca: se denomina también prueba ácida; este indicador incorpora un nivel mayor de estrés a la cuantificación de nivel de liquidez de la empresa al solo considerar los activos de mayor disponibilidad líquida con que esta cuenta.

Índice de Solvencia: mide la capacidad de la empresa para hacer frente de forma inmediata a sus deudas tanto a corto como a largo plazo. Se calcula como el resultado de dividir los activos totales entre los pasivos totales.

Kd: costo de la deuda. Es el costo que asume una compañía al tomar deuda financiera, la misma esta expresada como una tasa de interés.

Ke: costo del capital propio o del *equity*. Es la tasa de retorno requerida por los accionistas de una firma.

Margen Bruto: corresponde a un indicador que analiza la rentabilidad sobre las ventas respecto a su estructura de costos actual.

Margen EBITDA: el acrónimo EBITDA se refiere al Resultado Operativo de la compañía sin considerar los conceptos que no son inherentes al giro ordinario del negocio como puede ser la depreciación, la amortización e intereses de préstamos y la carga fiscal.

Margen Neto: se considera el primer acercamiento a determinar si la empresa, desde el monto de su Utilidad Neta, está creando valor para sus accionistas respecto al nivel de ventas que se ha registrado.

OMT: Organización Mundial del Turismo.

Outlier: corresponde a una cifra en una valuación de una nube de datos que se aleja demasiado de la media de los datos registrados, por lo cual, regularmente se suprime de todos los estudios para que no sesgue los resultados obtenidos.

PNI: Parque Nacional de Iguazú.

Riesgo legal: hace referencia a posibles pérdidas materiales en que pudiese caer una empresa u organización como consecuencia de fallos en el entendimiento o aplicación de los términos contractuales con terceros.

Riesgo Operativo: hace referencia a la posibilidad de incurrir en pérdidas originadas por fallos o brechas en los procesos internos, así como en la gestión de personas y recursos tanto internos como externos.

ROA: del inglés, *return on assets*. Pondera porcentualmente el nivel de eficiencia y capacidad de la empresa de crear valor con base en su nivel de Activos.

ROE: del inglés, *return on equity*. Significa retorno sobre capital o patrimonio neto.

S&P: Índice *Standard & Poors*.

UNESCO: del inglés, *United Nations Educational, Scientific and Cultural Organization*.

UTE: Unión Transitoria de Empresas.

WACC: del inglés, *Weighted Average Cost of Capital*. Constituye el costo de capital de una empresa, estimado como el producto ponderado de cada una de sus fuentes de financiación, es decir costo de deuda y costo de recursos propios.

WTTC: del inglés, *World Travel & Tourism Council*. Corresponde al Consejo Mundial de Viajes y Turismo por sus siglas en Inglés. Se encuentra compuesto por más de doscientos Presidentes Ejecutivos de las principales Compañías dedicadas al sector Turístico en el mundo.



Universidad de
San Andrés

2. Introducción

Uno de los objetivos macro en la gestión empresarial está orientado hacia la creación de valor para cada uno de los grupos de interés que influyen directa e indirectamente en una organización.

Por consiguiente, se hace preciso estructurar una forma a través de la cual pueda diagnosticarse una compañía tanto dentro de su contexto visualizado en diversas variables externas e internas, así como sobre los análisis de la tendencia de las finanzas de la empresa que estos puedan reflejar sobre la salud de la organización objeto de estudio.

Así, para el presente documento final de posgrado, se estima llevar a cabo una valuación de la empresa Iguazú Argentina, organización que cuenta dentro de su coyuntura con cuestiones particulares que hacen que esta difiera de otro tipo de compañías. Al respecto, uno de los principales aspectos diferenciadores es que esta sociedad anónima, genera sus flujos de ingreso como parte de una concesión gubernamental que le ha sido asignada, elemento que puede ser constituyente de posibles restricciones en su capacidad de toma de decisiones.

Por otra parte, la razón principal por la cual se emitió la concesión en referencia es con el objeto de salvaguardar uno de los principales ecosistemas ambientales en el mundo, lo que puede llevar a que en escenarios de estrés, la compañía pueda sufrir brechas de liquidez como consecuencia de una estructura de costos menos flexible.

De hecho, con ocasión de la contingencia sanitaria mundial del COVID 19, el presente documento realizará un análisis no solo del marco específico de la compañía, sino también del contexto sistémico en el que esta opera. De este modo, se analizará cómo el marco nacional y del segmento de turismo, siendo uno de los sectores económicos más golpeados a nivel mundial ha incidido en el desempeño financiero de la compañía.

Por tanto, lo anterior expuesto crea el escenario en el que se ha tomado el marco de circunstancias específico para Iguazú Argentina a fin de crear diversos modelos de sensibilidad que permitan una consideración de los riesgos inherentes o implícitos de la compañía, considerada esta como un proyecto de inversión con vida útil finita por cuanto en el año 2027 se vencerán los términos de la actual concesión, salvo consideraciones

adicionales que en el momento se encuentran en curso, elemento que también se tomará en cuenta para las consideraciones del nivel de retorno de la compañía.

Lo anterior, actúa como elementos de juicio para complementar los análisis de valuación de la compañía vía método de flujos de fondos descontados, lo que incorpora, a su vez, las implicaciones del costo del dinero en el tiempo.

Así, para cada uno de los escenarios de estrés considerados, desde el espectro optimista, hasta el pesimista, se considerará la forma en la cual la variación de los indicadores financieros y flujos de caja, afectan la valuación de la compañía.

De este modo, se espera que la presente consideración de los elementos constituyentes de juicio en el proceso de valuación de una empresa, se constituyan en una directriz para otras aplicaciones a otro tipo de compañías, considerándose que los diferentes hitos aquí considerados, pueden ser apropiadamente extrapolados a otros contextos de valuación corporativa.

2.1. Objetivos

2.2. Objetivo General

Estructurar una hoja de ruta que permita determinar los factores y variables externas e internas que han de tomarse en consideración dentro de un proceso formal de valuación corporativa usando los principios de finanzas corporativas y el método de flujos de caja descontados.

2.3. Objetivos Específicos

- Determinar como el contexto global, nacional y sectorial puede incidir en el desempeño financiero de una compañía.
- Identificar objetivamente variables exógenas y endógenas que afectan positiva o negativamente la eficiencia, eficacia y efectividad de la organización.

- Aplicar un análisis crítico en pesos en el diagnóstico corporativo basado en la historia de los estados financieros de la empresa.
- Identificar patrones, tendencias, ciclos y estacionalidades que permitan una prospección financiera de las cifras de una organización.
- Esbozar un proceso aplicativo de valuación corporativa mediante el método de flujos de caja descontados.

3. Contexto País

Argentina es considerada una de las economías más grandes de Latinoamérica, alcanzando un PBI (Producto Bruto Interno) en 2021 de aproximadamente 411.230 millones de euros y para 2022, 602.938 millones de euros.

Previo a los efectos de la pandemia de 2020, Argentina venía creciendo a un ritmo del 11,9% anual, lo que estaba permitiendo recuperar la confianza de los consumidores pues el gasto de hogares se había incrementado en un 12,1% en el tercer trimestre de 2019.

No obstante, dada la caída en la imagen de riesgo país, no se puede afirmar lo mismo respecto a las inversiones fijas de capital, pues en el mismo tercer trimestre de 2021 estaban cayendo un 21,2%, lo cual representó la mayor caída desde el final de 2020.

Por otra parte, a consecuencia de las medidas que se vio obligado a adoptar el gobierno, el gasto público se expandió en un 11,5% en 2021, lo cual excede lo registrado en una década en el país.

A su vez, se registró para finales de 2021 un incremento en las exportaciones de bienes y servicios hasta en un 18,8%; mientras tanto, las importaciones se mantuvieron en un crecimiento moderado del 26,2%.

Luego de la pandemia, la actividad se ha recuperado más rápido de lo esperado, con un incremento del 10,4% del PBI en 2021 y uno de 5,2% en 2022, luego de una caída del 9,9% en 2020 en el marco de la crisis desatada por el COVID-19.

En términos de recursos naturales, tanto de energía como de agricultura, Argentina cuenta en sus 2.8 millones de kilómetros cuadrados con abundantes tierras agrícolas de extraordinaria fertilidad. Además, cuenta con reservas tanto de gas como de litio, sumadas a las enormes potencialidades de energías renovables.

De hecho, Argentina es un país líder en la producción de alimentos con importantes industrias tanto en el sector agro como ganadero.

Por otra parte, en el sector de servicios, se destacan abundantes tejidos de clústeres de desarrollo de productos de alta tecnología mediante trabajo colaborativo con importantes multinacionales en el mundo.

No obstante, su crecimiento económico ha sido presa por décadas de alta volatilidad, lo cual se ha visto aumentado por los efectos colaterales de la contingencia sanitaria mundial que inició a finales de 2019.

Por tanto, en comparación con otras economías similares, la pobreza en Argentina se considera elevada llegando hasta el 40,6% de la población para el primer trimestre de 2021; es más, 10,7% de los pobladores argentinos se hayan en condiciones de indigencia, y la pobreza infantil medida en niños menores a 14 años, se alza hasta el 54,3%.

Durante gran parte del siglo XX, Argentina ha sufrido continuas afectaciones macroeconómicas que han surtido en degradación de su riesgo país, absorbiendo el impacto, incluso, de crisis financieras en otros países de la región como lo fue la crisis de la deuda mexicana entre 1994 y 1995; así como la crisis de los países del sudeste asiático entre 1997 y 1998.

Además, la decisión macroeconómica de alcanzar la convertibilidad al dólar entre 2001 y 2002 contribuyó a exacerbar el problema ya creado de liquidez interna.

Por otra parte, la sombra de la inflación nunca ha desaparecido, se registró una tasa de inflación del 500% entre 1945 y 1954. Luego, desde 2003 hasta 2017, la inflación

acumulada ha galopado un 209%. Solo para efectos comparativos que demuestren la dimensión de éstas alarmantes cifras en Argentina, durante el mismo periodo de 14 años desde 2003 hasta 2017, Brasil tuvo una inflación acumulada del 80% y Chile del 50%.

En 2021, el escenario inflacionario tampoco ha cedido, al particular, la economía doméstica continúa mostrando importantes desbalances macroeconómicos pues la inflación que se había desacelerado bajo la caída de la actividad económica del país en 2020, para el 2021 llegó a un nivel del 51,4% y para el 2022 del 94,80%.

Ante tal escenario, una de las principales estrategias usadas por los argentinos consistía en refugiar sus ahorros en divisas más fuertes y estables como lo ha sido el dólar estadounidense y las criptomonedas como el Bitcoin, lo que ha generado un alto flujo de moneda extranjera que pudiese enconar aún más el dilema monetario argentino.

Como respuesta a las acciones tomadas por los ciudadanos, el Gobierno argentino a partir de septiembre del año 2020, estableció ciertas restricciones a la compra y venta de dólares en territorio nacional, entre otros, topes de un máximo transado de USD 200, impuestos de hasta un 30% y retenciones como una retención de recargo de hasta un 35% como deducible de ganancias; todo esto, con el objeto de desalentar la práctica de arbitrar divisas. Las medidas en este norte se extienden incluso hasta las transacciones en tarjeta de crédito que involucren bienes y servicios en moneda extranjera, como lo son servicios de Amazon, Netflix y Spotify. Por tanto, el tope de dólares de 200 se maneja como un cupo rotativo con renovación mensual ante el mercado único y libre de cambios.

A consecuencia de una incesante fuga de capitales, en el año 2011 bajo el mandato de Cristina Kirchner, se decide poner obstáculos regulatorios a la compra y venta de divisas tanto por parte de las familias como de las empresas en Argentina a fin de frenar el faltante de divisas y como medida monetaria para evitar una devaluación del peso argentino; esto repercutió directamente en las reservas internacionales del país.

La primera medida en tal sentido, en lo que se conoce como cepo, tuvo lugar en noviembre de 2011, momento en el cual los nacionales debían solicitar autorización a la

AFIP en el caso que desearan llevar a cabo cualquier operación en moneda extranjera, autorización que en la mayoría de los casos era derogada.

Caída de las exportaciones

Tras una tendencia alcista en las ventas externas del país, la inclusión de las medidas contractivas del cepo provocó que tal tendencia se invirtiera llevando a que la participación argentina en las exportaciones en el mundo cada vez sea menos representativa.

Una de las principales razones que explican este comportamiento se indica debido a un rezago cambiario, en el que el tipo de cambio oficial no puede ponerse a la par con la creciente tasa de inflación doméstica. Así, los productos argentinos pierden competitividad ante los otros mercados suramericanos como el de Brasil que ha creado políticas monetarias para depreciar su moneda.

Escasez de insumos

El cepo, no solo frenó la salida de capitales, también restringió colateralmente la entrada de recursos frescos, lo que lleva a un desabastecimiento de insumos de óptima calidad dada la dependencia de la industria local por materias primas y maquinaria del exterior.

Por otra parte, en lo que se refiere al impacto que ha tenido la economía argentina como consecuencia de la contingencia sanitaria global, los registros indican que su PBI cayó un 9,9% en 2020 como consecuencia de los efectos de aislamiento y cierre de la mayoría de los sectores económicos. Esta caída no se presentaba desde el año 2002.

Aunque la economía en 2021 empieza a dar signos de recuperación, para el corte del primer semestre de 2021, aún se encontraba un 3,3% por debajo de los niveles previos a la pandemia mundial, lo cual se explica, en parte, por una nueva ola de contagios hacia el final del segundo trimestre de 2021, esto, aun cuando un 80% de la población se

considera que ya ha recibido al menos una dosis de vacuna contra el COVID-19 y hasta un 70% se considera que ya tienen el esquema completo de vacunación.

4. Contexto Turístico Mundial

De acuerdo con informes del Consejo Mundial de Viajes y Turismo en el año 2019 el sector turístico experimentó un crecimiento del 3,5%, lo cual supera el crecimiento ponderado global de las economías del mundo que rondó el 2,5%. De hecho, según tales reportes, tal crecimiento es el resultado de nueve años consecutivos de crecimiento interanual siempre sobre el 3% cada año. De hecho, se considera que el 25% de los empleos en el mundo está relacionado directa o indirectamente con el sector turístico.

No obstante, los efectos colaterales de la contingencia sanitaria mundial desde el año 2020, han provocado un retroceso en el sector. Según estimaciones, el sector a la fecha ha tenido pérdidas cercanas a los 4.7 billones de dólares, provocando una reducción en el PBI mundial del 49%.

Para efectos comparativos, las siguientes cifras contrastan el impacto del sector turístico entre 2019 y 2020 para la Economía mundial:

- 2019
 - i. Contribución de 9.170 billones de dólares al PBI mundial.
 - ii. Proporción del 10,4% del PIB mundial.
 - iii. Generación de 330 millones de empleos (10% del total de empleos activos en el mundo).

- 2020
 - i. Pérdida de 4.7 billones de dólares.
 - ii. Contracción del 5,5% del PIB mundial.
 - iii. Destrucción de 62 millones de puestos de trabajo (reducción del 18,5%).

La última investigación anual del organismo mencionado previamente indica que en el 2022, el sector turismo y viajes aportó el 7,6% del PBI mundial, un aumento del 22% desde 2021 y solo un 23% por debajo de los niveles de 2019.

En el 2022 hubo 22 millones de nuevos puestos de trabajo, lo que representa un aumento del 7,9% con respecto a 2021 y solo un 11,4% por debajo de 2019.

De acuerdo con estimaciones de la Organización Mundial del Trabajo, si se llegará a conseguir un relajamiento en las medidas de aislamiento implementadas para contener el avance de la pandemia, solo se alcanzarán los niveles previos a 2019 hasta el año 2023, lo cual se ve ralentizado por factores tales como:

- Restricciones de viajes.
- Dificultades en la contención de nuevas cepas de virus.
- Destrucción de la confianza de los consumidores.
- Reducción en la capacidad adquisitiva de los viajeros.
- Aumento de los entornos de incertidumbre económica.
- Desajustes en la integración de medidas entre diferentes destinos.
- Declaración de quiebra de diversas líneas aéreas.

Para el caso particular argentino, para el año 2019 el sector turístico venía creciendo un 16% interanual, con un crecimiento acumulado del 67% desde 2015. No obstante, según registros, en Argentina este sector presentó un déficit alrededor de 5.000 millones de dólares lo cual denota que son más los argentinos que visitan plazas fuera del país que los extranjeros que visitan Argentina. Sin embargo, tal déficit se ha recortado a la mitad si se compara con el año 2015.

Por otra parte, para el año 2019 se habían realizado esfuerzos por mejorar la cantidad de rutas aéreas con destino o paso por territorio argentino, así como el relajamiento de acuerdos de visado para viajeros originarios de 75 países.

Adicionalmente, se han impulsado medidas tributarias para promover el turismo nacional como lo es la devolución del Impuesto Valor Agregado a los turistas extranjeros.

En el año 2019 el turismo interno presentó un crecimiento del 8,8% lo cual contrastaba con una caída de este sector en el orden del 10% en el conglomerado latinoamericano. Este sector representó el cuarto sector con más potencial generador de divisas para el país.

Acotando el esquema al ámbito geográfico de aplicación del presente trabajo, la ciudad de Puerto Iguazú se encuentra ubicada en la triple frontera entre Paraguay, Brasil y Argentina lo que lo lleva a ser un punto estratégico para la captación de turistas latinoamericanos. Para aprovechar esta característica, en septiembre de 2019 se inauguró el nuevo aeropuerto de Iguazú, logrando, incluso, una conexión directa con Madrid, España a través de la línea aérea de bajo costo Air Europa con dos frecuencias semanales de vuelos. Esta alianza permite, además, la conexión con otros 52 destinos europeos.

Sin embargo, al igual que se refería en el caso global, en el marco local el sector turístico también recibió un estancamiento como consecuencia de la contingencia sanitaria. Al respecto, se generó una caída del 77,3% en la cantidad de turistas extranjeros que visitaron el país. Para el año 2021, los estudios de ciertas firmas de consultoría indicaron que hubo una leve mejoría.

5. Caracterización del Parque Nacional Iguazú

El Parque Nacional de Iguazú (PNI) fue creado en el año 1934 como una estrategia formal para resguardar, cuidar y mantener en el largo plazo las Cataratas de Iguazú, considerado uno de los ambientes naturales más importantes del planeta.

De hecho, estas cataratas han sido seleccionadas como una de las siete maravillas del mundo natural de tiempos modernos según lo definió la organización suiza New Open World Corporation. De este evento, hicieron parte un total de 450 lugares alrededor del planeta.

La extensión del parque consta de 67.620 hectáreas y está ubicado en la Provincia de Misiones, al noreste de la República de Argentina.

Además, en el Parque Nacional de Iguazú se alojan más de 2.000 especies de plantas vasculares y más de 400 especies de aves, por lo que es, también, el área nacional protegida con mayor diversidad de Argentina (Administración de Parques Nacionales, 2020).

Las Cataratas de Iguazú es posible observarlas desde dos perspectivas geográficas; por una parte, puede apreciarse desde Brasil y por otra, desde Argentina. Los esfuerzos de Marketing desarrollados actualmente se han concentrado en lograr que los visitantes de la zona desde el lado de Brasil, también lo observen desde el lado argentino.

Adicionalmente, en la misma Provincia de Misiones en la cual se ubica el Parque, existen múltiples atracciones naturales que pueden actuar como puntos turísticos las cuales contienen saltos, cascadas, senderos y parques conexos. Algunos de tales atractivos pueden ser:

- Puerto Iguazú: se refiere a la localidad que contiene al Parque Nacional de Iguazú. En este se ubican así mismo, opciones diversas como el Hito de las Tres Fronteras, Guira Oga, la Aripuca, entre otros.
- Posadas: es la ciudad capital de la Provincia de Misiones. A su vez, se considera una ciudad fronteriza con Encarnación, Paraguay. Se considera que cuenta con una de las costas más hermosas del país donde se puede apreciar el Río Paraná. Desde el Río, se puede salir a navegar a bordo del Catamarán Mburucuyá Connection. Otro atractivo interesante es el Centro de Conocimiento donde hay diversas actividades gastronómicas y culturales.
- Oberá: entre sus puntos turísticos se encuentra el Parque de las Naciones, lugar en el cual se lleva a cabo la Fiesta Nacional de los Inmigrantes. También se

encuentra la posibilidad de disfrutar de los saltos que tiene esta ciudad como el Berrondo o Krysiuk.

- San Ignacio: Cuenta con diversos atractivos naturales como lo es: El Parque Nacional Peñón del Teyú Cuaré y el río Yabebirí. Por otra parte se encuentran las Ruinas Jesuíticas como muestra histórica y arquitectónica.

- El Soberbio: se encuentra beneficiada por la confluencia del río Paraná y el río Uruguay, albergando atractivos naturales como lo es la Reserva de la Biosfera Yabotí con sus característicos Saltos de Moconá a través de los cuales se puede realizar senderismo y hacer recorridos en lancha. Además, las vistas panorámicas a la selva son impresionantes.

- Wanda: es una zona que atrae múltiples visitantes debido a que es un centro de extracción de piedras semipreciosas como el ágata y el cuarzo de las cuales se labran joyas que los turistas pueden comprar. Como complemento, se pueden realizar visitas guiadas a las minas de extracción.

- Santa Ana: su principal atractivo es el Parque Temático de la Cruz sobre el Cerro Santa Ana, el cual se encuentra a una altitud de 360 metros sobre el nivel del mar. Desde la estructura metálica de 82 metros de alto ubicada en la cumbre de la montaña es posible tener una vista panorámica de la región; así mismo, en la base de la cruz, se halla lo que se conoce como el teatro de la selva en el cual se ubica un anfiteatro ambientado con iluminación y acústica especiales; además de un mariposario y orquideario.

6. La concesionaria

6.1. Contexto del Proceso Licitatorio

El llamado a licitación pública nacional e internacional de Administración de Parques Nacionales (APN), en 1995, tiene como objeto la adjudicación de la concesión de construcción de obras e instalaciones de infraestructura, su conservación, administración y explotación para controlar la concurrencia y aforo de visitantes al área cataratas situado dentro del Parque Nacional de Iguazú, que garantizaran el respeto por el componente medioambiental de la región en medio de la vasta biodiversidad que lo contiene; de hecho, desde el año 1984 el lugar fue considerado Patrimonio Natural de la Humanidad por la UNESCO.

Por consiguiente, los factores críticos de valoración del concesionario beneficiario de la Licitación están enmarcados en tres variables fundamentales, a saber:

- **Infraestructura**

El aumento de visitantes a las Cataratas de Iguazú tras su reconocimiento como patrimonio de la humanidad en 1984, desbordó la capacidad instalada de recepción y atención de éstos en el lugar, pues se pasó de una media de recepción de 200.000 a duplicarse en más de 450.000 en el término de los cinco años subsiguientes a tal suceso beneficioso para el turismo de la región. El ritmo de crecimiento de visitantes ha continuado creciendo hasta una media de 1.5 millones de turistas anualmente en los últimos 3 años hasta 2019.

De hecho, la infraestructura ya se encontraba comprometida tras la inundación ocasionada en el año 1983 de las pasarelas del lugar. Por tanto, se requería con urgencia la modernización de un apropiado nivel de infraestructura sin comprometer la biodiversidad de la región.

- **Medio Ambiente**

Según los registros, para la década de los ochenta, se documentaron cerca de 400 muertes anuales de animales de la región por concepto de atropellamiento,

lo que, sumado a la contaminación cruzada producida por la altísima concurrencia de humanos en la zona, ponían en riesgo el equilibrio ambiental de la región compuesta por más de 275 saltos naturales.

- **Uso Público**

La zona es considerada de uso público para todo el que desee visitarla; sin embargo, la apertura de la zona hacia la explotación turística no debe servir a intereses particulares que entre en demérito de la salvaguarda de la estabilidad ambiental de la zona en el largo plazo.

El desarrollo del proceso licitatorio con todos los oferentes se llevó a cabo bajo la modalidad de sobre cerrado según la cual:

- Sobre N°1

Llevada a cabo el 7 de diciembre de 1995 en la cual se valuó las calidades técnicas y operativas de los oferentes según los preceptos establecidos en el pliego de condiciones entregados a los licitantes.

- Sobre N°2

Realizada el 29 de febrero de 1996 y surtida solo para los oferentes que hubiesen superado la primera etapa del Sobre N°1; en esta se consideraron los aspectos económicos del alcance estimado por los licitantes.

La puja por la adquisición de la concesión se definió entre dos grupos empresariales principales:

- Carlos E. Enriquez S.A. y Otros UTE

Comprendido por un grupo de empresas constructoras, de turismo, gastronómicos y de servicios hoteleros.

- Centro Empresarial Cataratas

Finalmente, la concesión fue otorgada al primer grupo previamente referido en este documento.

La concesionaria recibió el nombre de Iguazú Argentina S.A. cumpliendo uno de los requisitos del pliego de condiciones la cual establecía que, una vez finalizada la fase de construcción y acoplamiento de infraestructura y previo a la apertura del parque, la UTE debía transformarse en Sociedad Anónima (S.A.). Esta disposición se debe a la ampliación en el marco legal de responsabilidad civil y contractual que puede asumir la concesionaria como sociedad anónima, lo cual excede al de una UTE en la que los integrantes de ésta solo podían responder hasta el límite de sus aportes a la UTE. Cabe acotar, que tal proceso de transformación de tipo de empresa se completa en el año 2017, 16 años después de iniciadas las operaciones en el parque.

Como parte del alcance del proyecto adjudicado, la contratista debía realizar las siguientes obras de infraestructura:

- Diseño del circuito inferior turístico.
- Construcción de locales comerciales.
- Diseño de la plazoleta “Dos hermanas”.
- Implementación de zonas sanitarias y de disposición de residuos cloacales.
- Diseño del tendido eléctrico de media y alta tensión.
- Conexión de redes de acueducto y alcantarillado.
- Construcción de los edificios del centro de recepción de visitantes.
- Conexiones a las estaciones ferroviarias.

Tras la adjudicación de la licitación, a finales del año 1996, se inician los trabajos de desarrollo de infraestructura hasta febrero de 1997; no obstante, hubo diversos retrasos en el desarrollo de esta; de hecho, la primera paralización de este tuvo una duración de 11 meses. Por consiguiente, la terminación de los trabajos finalizó en el año 2001.

Una vez abierto el parque al público, el concesionario tiene derecho a lo siguiente como parte de su contrato:

- Gestión de afluencia de visitantes.
- Cobro de tarifas de ingreso al Parque.
- Prestación de servicios conexos de explotación comercial.
- Logística de suministro gastronómico.

Los ingresos percibidos por la concesionaria fueron afectados con el cierre del parque en 2020. Durante este tiempo se aprovechó para trabajar en la renovación de la marca a cargo del estudio de diseño desarrollado por la empresa Diseño Shakespeare, lo cual incluía un replanteamiento del tradicional logo que manejaban; el nuevo manifiesto está definido de la siguiente forma:

“Iguazú Argentina es la anfitriona de una de las experiencias más memorables del mundo. Cuidamos, junto a Parques Nacionales, uno de los Patrimonios más importantes de la humanidad. Estamos comprometidos con el medio ambiente, buscamos la conexión de los visitantes con la energía de la naturaleza”.

Adicional a lo anterior, dentro del término de la vigencia del contrato, la concesionaria ha alcanzado diversos reconocimientos dentro de lo que se cuenta el estándar ISO 9001:2015 de gestión de calidad; así como ISO14001: 2015 de gestión ambiental.

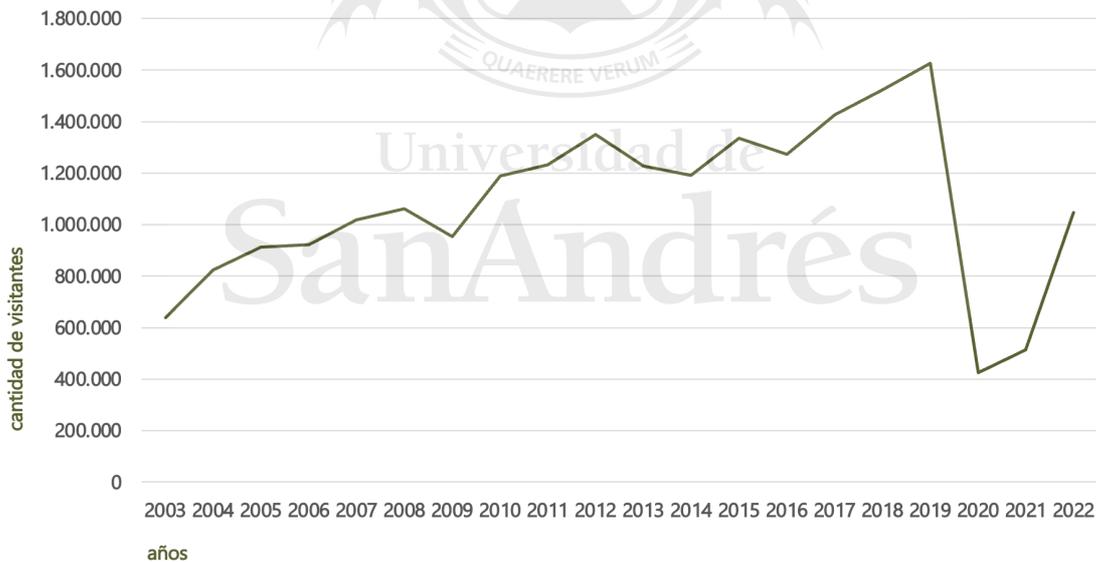
Por otra parte, estimando la concesionaria un repunte en el número actual de visitantes al parque tras un relajamiento en las medidas de aislamiento y viajes en avión, se está definiendo un plan de inversiones adicionales de infraestructura en la zona, lo que

permitirá una ampliación de la capacidad instalada, capacidad de carga y mejores niveles de calidad en las visitas.

De acuerdo con los términos pactados en el contrato de licitación, la actual adjudicación vence su vigencia en el año 2027; no obstante, se está estimando una ampliación vía otra resolución al contrato de adjudicación correspondiente al 20% del horizonte de tiempo inicialmente pactado; esto bajo la premisa que el cierre del parque por casi dos años representó un riesgo sistémico no previsto en los flujos de ingresos estimados por la concesionaria repercutiendo en el desequilibrio de la ecuación económica-financiera. De este modo, se encuentra actualmente en estudio si este puede ser extendido otros 6 años hasta el año 2033.

A continuación, el siguiente gráfico ilustra la tendencia creciente de visitantes al PNI desde el año 2003-2022:

Gráfico 1: Evolución de cantidad de visitantes anuales 2003-2022



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2003-2022.

Atomizando más el ritmo de visitas al parque, los registros muestran que la estacionalidad alta de turistas se concentra principalmente en los meses de enero a abril, julio, noviembre y diciembre, lo que significa que los meses con menos afluencia de personas se da en los meses de mayo, junio, agosto, septiembre y octubre.

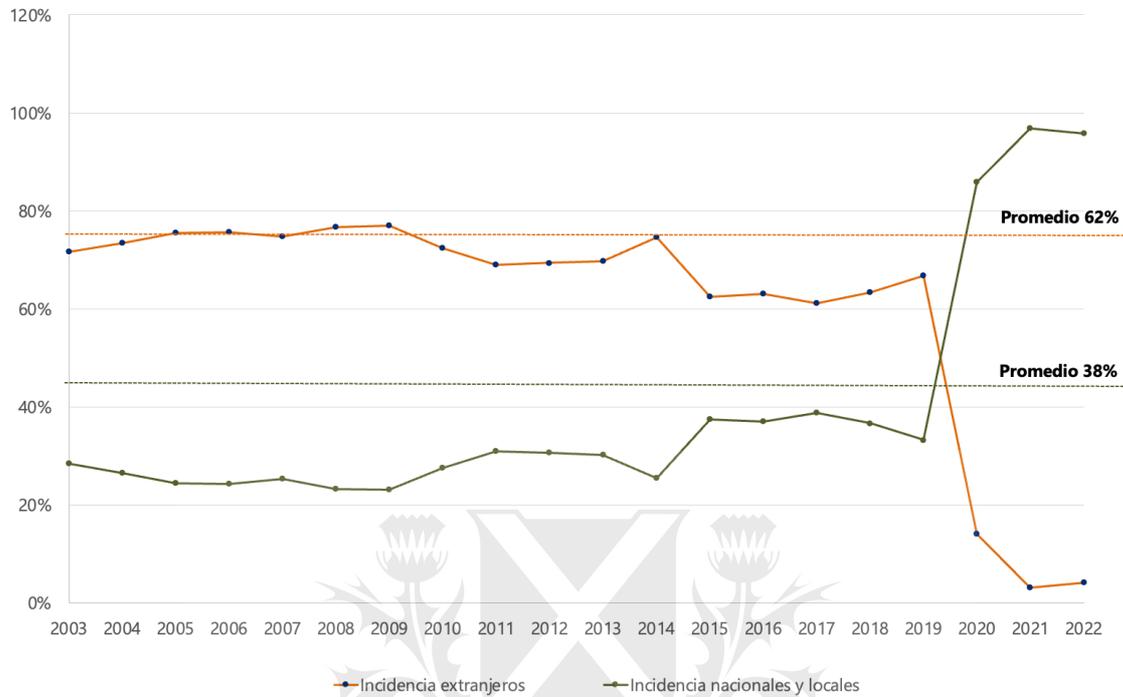
En términos de segmento de clientes, se ha identificado que el 28% de los turistas son extranjeros, los cuales, por diferencial tarifario que dispone Administración de Parques Nacionales, pagan una tarifa más alta que los visitantes locales. De este modo, los turistas extranjeros representan en promedio de los años analizados (2002-2022) un 62% del total recaudado. Con la pandemia, el ingreso de extranjeros fue menor y bajo un 10% el promedio de extranjeros en la recaudación.

Las categorías de los visitantes al PNI están definidas por APN como así también la tarifa de ingreso al parque. Las categorías son:

- Extranjeros
- Mercosur
- Nacionales
- Residentes de Misiones
- Otros (liberados, discapacitados, pase segundo día)

Cabe aclarar que a lo largo del presente documento por razones de simplicidad nos referimos a extranjeros a personas que no son argentinos, ni residentes en la argentina, ni residentes de un país del Mercosur.

Gráfico 2: Incidencia de extranjeros – nacionales y locales en recaudación total



Fuente: Elaboración propia en base a los Reportes Anuales de la Compañía 2003-2022.

Por otra parte, en términos de crecimiento interanual, se estima un crecimiento anual del 6% desde 2003 hasta 2019, elemento que se vio interrumpido con los efectos colaterales de la contingencia sanitaria mundial, que representó una contracción del 74% en 2020 respecto a su año inmediatamente anterior.

Sin embargo, según estimaciones de la empresa, se espera que el volumen antes de pandemia que rondaba los 20 millones de visitantes, pueda ser superado hasta llegar a los 34 millones en 2027.

La mayor variación se presentó en el año 2004 que fue la etapa temprana del mejoramiento de la infraestructura de acceso a la zona, a partir del cual, repite picos de visita cada 5 a 6 años. Sin embargo, los efectos de las crisis financieras mundiales afectan su desempeño de visitantes como se puede observar, por ejemplo, con la caída del 11%

en el año 2009 que fue el año en que se realizó una contracción financiera generada desde la bolsa de valores de Estados Unidos.

De la misma forma, las declaraciones previas de posible pandemia mundial generadas en el año 2013 originadas por la gripe porcina, aviar y H1N1 también provocaron descensos en el nivel de visitantes a la zona.

Para el año 2021 se comienza a observar la recuperación de visitantes tendiendo a llegar a niveles de 2019, antes de que comience la contingencia. El crecimiento fue de un 21% para el 2021 y de un 104% para 2022. Con lo cual ya se puede ir evidenciando el crecimiento y la recuperación del turismo dentro del Área Cataratas.

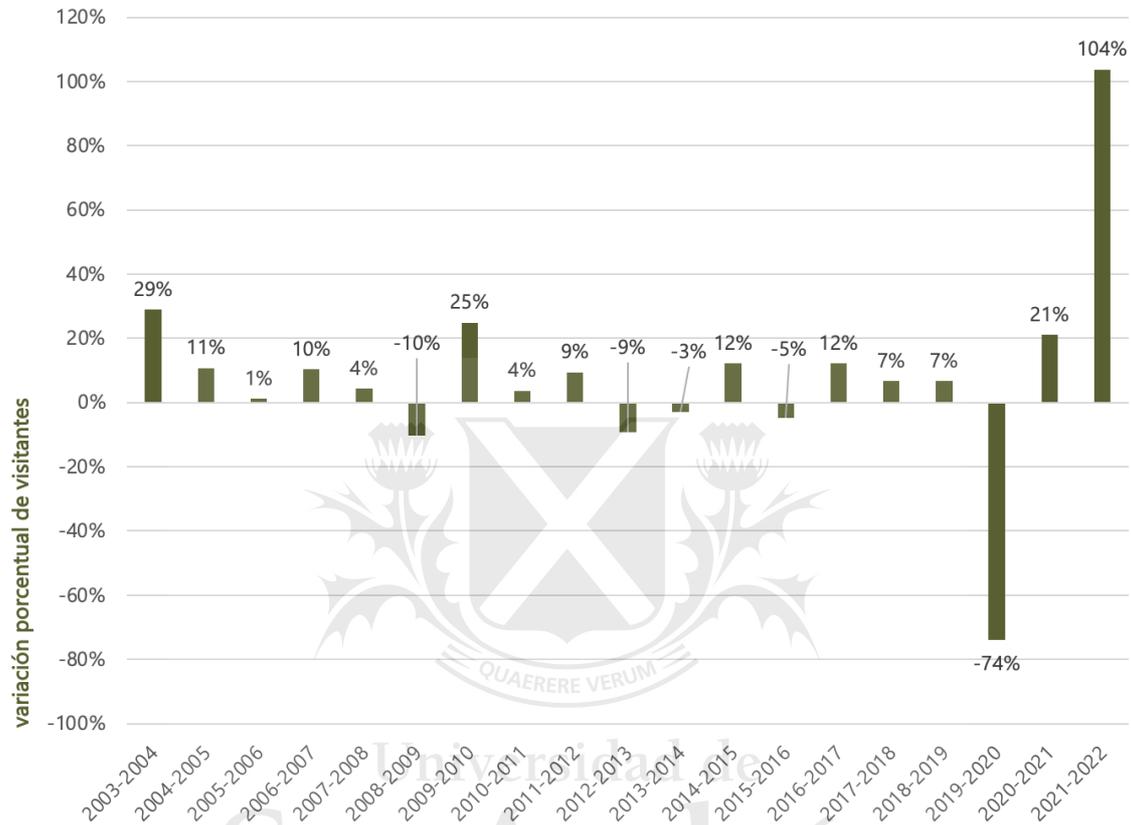
Además de los aspectos sistémicos relacionados al desempeño económico de los países desarrollados, origen de la mayor cantidad de visitantes de la región, se pueden listar otros posibles factores adversos que han afectado el ritmo de visitantes entre los que se pueden contar los siguientes:

- Desborde de casos de dengue en Argentina, Paraguay y ciertas zonas de Brasil.
- Daños de infraestructura en el parque por desastres naturales que han roto las pasarelas a los miradores de las cataratas.
- Riesgo país por manejos macroeconómicos y aspectos de seguridad en Latinoamérica.

Tras los embates generados por los cierres causados por la contingencia sanitaria mundial de 2020 y 2021, en diciembre de 2021 el parque volvió a reabrir sus puertas para todos los turistas del mundo.

La siguiente gráfica ilustra la variación anual del flujo de visitantes al PNI:

Gráfico 3: Variación Porcentual de Visitantes



Fuente: Elaboración propia con Reportes Anuales de la empresa 2003-2022.

6.2. Proyecto de Obras Nuevas

A fines de 2019 se estimaba que, la demanda de visitantes se incrementaría notablemente, debido a las políticas nacionales relacionadas al desarrollo del turismo, a través de los programas de promoción del destino, a las mejoras que se realizan en aeropuerto de Puerto Iguazú, a la apertura del mercado internacional de aeronavegación, a nuevas empresas y a empresas de bajo costo, como por ejemplo Air Europa que conecta

Madrid con Cataratas del Iguazú o Flybondi que conecta Iguazú con Buenos Aires. Los vuelos de Air Europa se iniciaron en el segundo semestre del 2019, con dos frecuencias semanales, y además tendrían conexión con otros 52 destinos europeos.

Por otra parte desde el inicio de la concesión pasaron por el Área Cataratas unos 20 millones de visitantes y según las proyecciones de Iguazú Argentina esa cifra llega hasta casi 34 millones para 2027 y esta realidad requiere adaptar la infraestructura del parque con foco en tres ejes fundamentales: aumentar la capacidad de carga, mantener los altos niveles de calidad de la visita y generar un manejo eficiente flujo de visitantes.

En este contexto y considerando que el Área Cataratas es parte de un ecosistema frágil y por ello sosteniendo la premisa de minimizar el impacto en las zonas de los saltos, es que se ha fijado como prioridad potenciar y valorizar al centro de recepción al visitante, como área de concentración y recreación de los turistas. La dinámica que se encuentra implementada y que se pretende reforzar es que los diferentes grupos de visitantes que se mueven a lo largo de cada circuito partan y regresen desde la estación central, aumentando los niveles de ventas y consumo en los locales comerciales.

Como objetivo secundario derivado de la prioridad antes citada, se establece la necesidad de implementación de un sistema que permita el acceso a los circuitos en forma ordenada y en consecuencia existe una necesidad de nuevas inversiones en infraestructura para mejorar la capacidad de carga del parque y mantener el nivel de calidad en la visita, estas inversiones son: una nueva estación ferroviaria en el circuito inferior denominada Garganta del Diablo y que se ubicará frente al hotel Meliá, la ampliación del balcón garganta, la ejecución de una doble vía ferroviaria a Garganta del Diablo, la ampliación de las instalaciones de planta cloacal y de potabilización, la realización de nuevos sanitarios.

El plazo de ejecución de estas obras está estimado en 60 meses contados desde la fecha en que la Administración de Parques Nacionales autorice su inicio. Estas obras se repagan de manera directa con un incremento adicional de tarifas, por encima de los aumentos regulares de cobertura inflacionaria.

La realización de las nuevas obras está pensada en 3 etapas:

Etapa 1:

- Obras pasarelas: ampliación balcón Garganta del Diablo.
- Obra ferroviaria: segunda vía estación Garganta del Diablo.
- Estación Hoteles.
- Remodelación centro de recepción al visitante y nuevos sanitarios.
- Sistema cloacal garganta: reactor anaeróbico.

Etapa 2:

- Estación Garganta: locales, sanitario, andén, corrección vías.
- Sistema cloacal planta depuradora.
- Sistema de agua potable planta potabilizadora.
- Sistema de media tensión.

Etapa 3:

- Obra Pasarelas: circuito inferior pasarelas discapacitados.
- Plazoleta dos hermanas: sanitario.
- Estación Cataratas: local, sanitario, andén.
- Sistema de media tensión: estación cataratas y dos hermanas.
- Sistema de media tensión: anillo de cierre parte eléctrica obra EMSA.

Estas obras complementarias fueron presentadas a fines del 2019, antes de la pandemia y cierre del PNI. De todas formas, son tenidas en cuenta en las proyecciones que incluyen CAPEX de obras nuevas para ver el impacto que tienen en el valor de la empresa. Esto, se puede ver en el Anexo B.

7. Gestión de Riesgos

7.1. Riesgo operativo

Iguazú Argentina exige la inspección diaria de los senderos en el parque; así como auditorías trimestrales de entes especializados externos a fin de asegurar la

mitigación de cualquier riesgo proveniente por fallos en los procesos e infraestructura interna.

Entre las auditorias que se cuenta, se puede observar la inspección por parte del Instituto Nacional de Tecnología Industrial de la red ferroviaria, lo cual incluye, adicional, pruebas de ultrasonido que permitan identificar de forma temprana posibles fallos de impedancia en las vías.

Cabe acotar, como se refirió en apartados previos, que las exigencias solicitadas para la emisión de las actuales certificaciones, así como de las correspondientes recertificaciones, en los estándares ISO 9001:2015 de Calidad e ISO 14001:2015 también contribuye a mantener altos estándares de operación que mitiguen posibles riesgos operativos. El alcance de la Norma ISO 9001 para el parque incluye tanto las pasarelas como el proceso de gastronomía.

Parte del ámbito de aplicación de los posibles riesgos operativos a los que se pueda ver expuesta la concesión, pueden verse en el impacto generado por riesgo de continuidad de negocio debido a desastres naturales que están inmersos en el objeto de realización de la concesión entre los que se cuentan posibles inundaciones y sequías.

Por otra parte, se consideran también las posibles amenazas de carácter competitivo, pues existen múltiples destinos tanto dentro como fuera del país que pudiesen operar como sustitutos apropiados a la visita al parque; para el caso de los destinos internos, se han desarrollado esfuerzos con las agencias de viajes para que, en vez de constituir un sustituto de este, se pueda manejar como un servicio complementario. De hecho, se cuenta con más de 44 Parques Nacionales en el país con una superficie de más de 4 millones de hectáreas lo que resalta la variedad de opciones que tienen los turistas ante sí; algunos de estos son:

- Los Glaciares.
- Los Alerces.
- Nahuel Huapi.
- Arrayanes.
- Tierra del Fuego.

- Talampaya.
- Sierra de las Quijadas.

7.2. Riesgo Legal

La operación del parque vía concesión y licitación denota que el riesgo legal es uno de los principales riesgos inherentes en este conexas; por una parte, puede presentarse un posible incumplimiento en los términos y condiciones pactados en la licitación; por otra parte, la interacción con el Estado puede decantar también en posibles pérdidas materiales si no se tiene una adecuada gestión de estas.

Relacionado con lo anterior, pueden citarse como ejemplos, los posibles incumplimientos de pago con AFIP o con la Provincia de Misiones.

Además, también se puede identificar como un riesgo institucional a la seguridad jurídica al trabajar con el Estado.

8. Análisis Financiero de la Compañía

Para el análisis de la gestión financiera de la Entidad objeto de estudio ha de tomarse en consideración que en el año 2018 se llevó un cambio de la Razón Social a cargo, pasando de Carlos E. Enríquez S.A y Otros UTE hacia Iguazú Argentina S.A. En este sentido, el 31 de octubre del año 2018, por disposición del Directorio de la Administración de Parques Nacionales, se facultó a Iguazú Argentina S.A. como la empresa que daría continuidad a los derechos y obligaciones consagrados y derivados de la Licitación Pública Nacional e Internacional No. 4/1995 emanada del estudio en el presente trabajo, encargado inicialmente sobre Carlos E. Enríquez S.A y Otros UTE. El traslado de riesgos y recompensas se llevó a cabo en su totalidad sin variación alguna al objeto o alcance del Contrato, manteniendo la integridad de las consideraciones en el Pliego de Bases y Condiciones, así como las resoluciones hasta la fecha emitidas.

Por consiguiente, la entrada en efecto de las anteriores disposiciones dio inicio el 1 de diciembre de 2018, momento en el cual se lleva a cabo la correspondiente

transferencia total de derechos, bienes y obligaciones según estaban definidos en los Estados Financieros Especiales de reorganización de la UTE con corte a noviembre 30 de 2018.

8.1. Estado de Resultados

Según lo establecido, los estados financieros reflejaban desde el 1 de julio de 2018 la reanudación de la aplicación del ajuste por inflación de la RT 6 en moneda homogénea bajo la cuenta “ajuste al fondo común operativo” de la UTE; el ajuste en moneda homogénea se realizó según el índice publicado por la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. Este elemento fue trasladado al patrimonio neto de la sociedad Iguazú Argentina S.A. como un concepto de reserva especial por revaluación.

Tomando como base lo anterior, a continuación, se lista el Estado de Resultados de reorganización de la compañía en cifras expresadas en moneda homogénea con corte al 30 de junio de 2019 según la consolidación llevada a cabo:

Tabla 1: Estado de Resultados Iguazú Argentina – Julio 2018 a Junio 2019

en miles de pesos argentinos	Reorganización	IASA	Acumulado Jul/18 a Jun /19
Ventas de Bienes y Servicios	286.299	380.014	666.313
Costo de Venta	(156.198)	(209.338)	(365.536)
Margen Bruto	130.101	170.676	300.778
Gastos de Venta	(22.430)	(36.465)	(58.895)
Gastos Administrativos	(37.362)	(67.951)	(105.313)
Otros Ingresos y Egresos	6.377	816	7.194
Neteo Ingresos vs Egresos Financieros	(11.147)	3.892	(7.255)
Impuesto a las Ganancias		(21.859)	(21.859)
Utilidad Ordinaria	65.539	49.110	114.649
Pérdidas Extraordinarias		(3.716)	(3.716)
Resultado del Ejercicio	65.539	45.394	110.933

Fuente: Elaboración propia con los Estados Financieros de la empresa 2018-2019.

Tabla 2, 3 y 4: Estado de Resultados 2011-2022

en miles de pesos argentinos - 30 Junio	UTE 2011	UTE 2012	UTE 2013	UTE 2014
Ventas de Bienes y Servicios	53.386	69.250	87.828	111.099
Costo de Venta	(29.445)	(35.297)	(48.782)	(60.942)
Margen Bruto	23.941	33.953	39.046	50.157
Gastos de Venta	(5.874)	(7.902)	(10.315)	(12.024)
Gastos Administrativos	(9.205)	(13.657)	(19.340)	(22.805)
Otros Ingresos y Egresos	1.155	2.248	2.834	3.644
Neteo Ingresos vs Egresos Financieros	(1.094)	(681)	(1.959)	(7.818)
Impuesto a las Ganancias	-	-	-	-
Utilidad Ordinaria	8.923	13.961	10.266	11.154
Pérdidas Extraordinarias				
Resultado del Ejercicio	8.923	13.961	10.266	11.154
en miles de pesos argentinos - 30 Junio	UTE 2015	UTE 2016	UTE 2017	UTE 2018
Ventas de Bienes y Servicios	148.955	183.805	251.186	366.152
Costo de Venta	(71.785)	(108.415)	(138.669)	(194.382)
Margen Bruto	77.170	75.390	112.517	171.770
Gastos de Venta	(14.525)	(18.218)	(35.605)	(49.451)
Gastos Administrativos	(37.823)	(38.863)	(47.192)	(59.528)
Otros Ingresos y Egresos	5.986	5.892	7.371	10.310
Neteo Ingresos vs Egresos Financieros	(9.714)	(8.445)	(14.049)	(6.782)
Impuesto a las Ganancias	-	-	-	-
Utilidad Ordinaria	21.095	15.755	23.041	66.320
Pérdidas Extraordinarias	(11.660)	(1.441)		
Resultado del Ejercicio	9.435	14.314	23.041	66.320

en miles de pesos argentinos - 30 Junio	IASA 2019	IASA 2020	IASA 2021	IASA 2022
Ventas de Bienes y Servicios	666.313	719.038	81.090	1.126.216
Costo de Venta	(365.536)	(489.770)	(222.457)	(773.191)
Margen Bruto	300.778	229.268	(141.367)	353.024
Gastos de Venta	(58.895)	(41.927)	(25.861)	(100.170)
Gastos Administrativos	(105.313)	(127.865)	(59.749)	(171.729)
Otros Ingresos y Egresos	7.194	9.259	3.385	14.644
Neteo Ingresos vs Egresos Financieros	(7.255)	(16.149)	2.102	(6.095)
Impuesto a las Ganancias	(21.859)	(19.057)	8.948	-
Utilidad Ordinaria	114.649	33.528	(212.542)	89.675
Pérdidas Extraordinarias	(3.716)	(15)		-
Resultado del Ejercicio	110.933	33.513	(212.542)	89.675

Fuente: Elaboración propia con los Estados de Resultados de la empresa 2011-2022.

Con el objeto de realizar un análisis de la eficiencia histórica de la compañía en sus cifras financieras desde el año 2011 hasta el 2022, se ha cuantificado la variación interanual de cada uno de sus elementos constituyentes del Estado de Resultados.

8.2. Ingresos

Los ingresos de la compañía están explicados principalmente por los siguientes conceptos:

- Entradas de acceso al Parque.
- Locales comerciales.
- Paseo de luna llena.
- Estacionamiento.
- Otros ingresos.

De estos, los más representativos son los correspondientes a la venta de tickets de entrada al parque y los locales comerciales. En contraste, los que menos generan valor

agregado son los correspondientes a exclusividades como la del tren de la selva exclusivo y la cena en el balcón Garganta del Diablo o en el salto Dos Hermanas, eventos que son cobrados directamente en dólares y a un nicho de mercado. A su vez, el paseo de la luna llena tiene la limitante de que resulta posible brindarlo cuando la luna se encuentra en tal estado; además, exige que las condiciones climáticas no sean adversas por concepto de tormentas o lluvias fuertes.

Este último representa ingresos por mantenimiento del sistema de tratamiento de cloacas al Hotel Meliá.

El análisis de los ingresos de Iguazú Argentina denota que, ha mantenido un crecimiento en ventas nominales, en cada periodo interanual. Sin embargo, como se podrá constatar posteriormente, este crecimiento ha estado en la mayoría de los casos por debajo de su costo de venta. Por otra parte, el periodo de 2019 a 2020, representó el menor crecimiento de la muestra, lo cual puede estar explicado tanto por la migración de la UTE hacia la Sociedad Anónima de Iguazú Argentina como por los efectos colaterales de la contingencia sanitaria mundial.

Cabe acotar que se han listado los estados financieros con corte al 30 de junio.

De este modo, en general la compañía ha mantenido una mediana de crecimiento en ingresos del 28% hasta 2019, siendo su máximo crecimiento en el periodo comprendido entre 2018 y 2019, momento en el cual registró un aumento del 60% en el nivel de ventas.

La mediana de crecimiento de los ingresos incluyendo el año 2022, es del 26%. Los ingresos disminuyeron un 218% en 2021 y recuperaron un 263% en el 2022.

8.3. Egresos

El análisis de variaciones interanuales de los costos de la empresa arroja que no ha logrado reducir en absolutamente ningún periodo, sus niveles de crecimiento de costos; aunque es entendible que el crecimiento de ingresos usualmente va acompañado por un

incremento en los costos a fin de mantener ese nivel de crecimiento, en el caso particular, el nivel de crecimiento de los costos en la compañía excede su nivel de ingresos. Por ejemplo:

- 2012 a 2013

Aunque sus ingresos aumentaron en un 23,76%, sus costos crecieron en un 32,35%.

- 2015 a 2016

Sus costos se dispararon en un 41,23%, aunque sus ingresos aumentaron un modesto 21,02%.

- 2018 a 2019

Corresponde al periodo con el mayor crecimiento de costos, 63,15%. Aunque su nivel de crecimiento de ingresos también corresponde al periodo más alto en la muestra analizada, se refleja claramente que la empresa no cuenta con mecanismo alguno para generar economías de escala. Es decir, a medida que aumentan los ingresos, debiera gestionar una mejor dispersión de sus costos por servicio prestado, pero se sugiere que, en cambio, la sensibilidad de sus cifras hace que sus costos crezcan de forma más acelerada que sus ingresos.

- 2019 a 2020

Pese al impacto del cierre del parque, sus ingresos se incrementaron en un 7,62%. No obstante, si el parque estaba cerrado, también debieron reducirse sus costos, cuestión que no se observa en tal periodo pues, al contrario, se incrementaron en el orden del 29,26%. Esto puede verse explicado porque este periodo toma parte de la normalidad del giro del negocio, ya que la pandemia comienza en marzo del 2020 y además porque aunque el PNI se encontró cerrado los costos por mantenimiento y las remuneraciones a los colaboradores de la empresa se siguieron pagando.

- 2020 a 2021

La inercia de las pérdidas de tracción de la compañía ya se hace evidente en este periodo en el que la compañía se contrae más de un 200% en sus ingresos,

lo que lleva a una reducción también de sus costos del 79%, aunque en una menor medida, principalmente por los costos fijos que sufre la compañía para mantener el parque, aún si este permanece cerrado al público y visitantes.

- 2021 a 2022

En este periodo se evidencia el recupero de la compañía casi llegando a niveles normales pre pandemia, en donde sus ingresos aumentan en un 263% con respecto al anterior y los costos asociados incrementan en un 125%. Se considera que en este año hubo un mejor trabajo en lo referido a los costos ya que el aumento no fue al mismo nivel que el aumento de los ingresos.

Cabe acotar que el análisis que se está realizando en este literal es el de costos de operación, por lo cual, las posibles inversiones en infraestructura que se han llevado a cabo en el parque no deben estar explicadas como costos.

Por otra parte, a continuación, se desglosa la composición de la estructura de costos de la empresa a junio 2022 en miles pesos argentinos:

Tabla 5: Estructura de Costos de Iguazú Argentina – Junio 2022

En miles de pesos argentinos

Concepto	Servicios	Explotación	Comercialización	Administración	Acumulado
Insumos					
Costo de Mercaderías Vendidas	-	199.298	-	-	199.298
Utillería y descartables	9	2.300	-	-	2.309
Mano de Obra Directa					
Remuneraciones y Cargas Sociales	206.347	98.792	67.708	61.360	434.206
Computo Dto. 814/01	(11.934)	(6.427)	(1.284)	(3.081)	(22.726)
Transporte del Personal	-	-	-	9.284	9.284
Otros Gastos de Personal	8.615	6.033	1.357	9.598	25.603
Costos Indirectos					
Servicios contratados	13.096	5.630	3.071	22.384	44.182
Mantenimiento	82.065	-	1.094	-	83.160
Combustibles, lubricantes y GLP	8.478	473	254	7	9.212
Limpieza	5.649	-	-	-	5.649
Desechos bienes de cambio	-	-	1.958	-	1.958
Gastos de Venta					
Comisiones	-	-	15.504	-	15.504
Movilidad y viáticos	806	-	5.335	8.394	14.535
Gastos Administrativos					
Honorarios Profesionales	-	-	-	8.923	8.923
Honorarios de Directivos y Sindicatos	-	-	-	15.771	15.771
Comité Ejecutivo	-	-	-	3.979	3.979
Papelería, útiles e insumos	951	1.550	95	2.713	5.309
Canon s/ Certificaciones	634	-	-	-	634
Teléfono y Comunicaciones	-	-	-	3.886	3.886
Energía Eléctrica	-	5.366	-	-	5.366
Seguros	1.894	-	-	1.275	3.168
Gastos Financieros					
Amortizaciones	123.877	12.061	-	856	136.794
Comisiones y Gastos bancarios	5.754	-	3.195	3.560	12.509
Otros Gastos					
Donaciones	-	-	-	613	613
Gastos Varios	628	1.248	1.882	11.284	15.042
Impuestos y Tasas	-	-	-	10.923	10.923
Total	446.869	326.323	100.170	171.729	1.045.090

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de Iguazú Argentina al 30/06/22.

Un análisis más de cerca a la distribución de costos de la compañía, a la luz de la Tabla 5, muestra que los costos se distribuyen de la siguiente forma:

Tabla 6: Distribución de Costos – Junio 2022

En miles de pesos argentinos y %

Concepto	Servicios	Explotación	Comercialización	Administración	Acumulado	Proporción
Insumos						25,45%
Costo de Mercaderías Vendidas	-	199.298	-	-	199.298	
Utillería y descartables	9	2.300	-	-	2.309	
Mano de Obra Directa						56,35%
Remuneraciones y Cargas Sociales	206.347	98.792	67.708	61.360	434.206	
Computo Dto. 814/01	(11.934)	(6.427)	(1.284)	(3.081)	(22.726)	
Transporte del Personal	-	-	-	9.284	9.284	
Otros Gastos de Personal	8.615	6.033	1.357	9.598	25.603	
Costos Indirectos						18,20%
Servicios contratados	13.096	5.630	3.071	22.384	44.182	
Mantenimiento	82.065	-	1.094	-	83.160	
Combustibles, lubricantes y GLP	8.478	473	254	7	9.212	
Limpieza	5.649	-	-	-	5.649	
Desechos bienes de cambio	-	-	1.958	-	1.958	

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de Iguazú Argentina al 30/06/22.

Aunque se entiende que el rubro de costos de mano de obra sea el concepto más alto de erogaciones para una compañía, se considera que en el caso de Iguazú Argentina para el año 2021 este valor estaba desbordado; lo ideal es mantenerlo en el orden de un máximo de 60% de proporción respecto al total de sus ingresos. Para el año 2022 el costo de mano de obra representa un 40% respecto a los ingresos de la compañía, es decir que mejora con respecto al año anterior donde el mismo fue de 167% respecto a ventas.

Adicionalmente, aunque no es normal que los insumos sean despreciables y se tenga una proporción tan elevada de costos indirectos, para el caso particular puede ser coyuntural de este tipo de modelo de negocio, por cuanto, no es preciso transformar materia prima alguna y, en cambio sí sea preciso subcontratar servicios y labores de mantenimiento importantes para el sostenimiento del lugar.

De este modo, la estructura de costos de la entidad refleja que deja un margen bruto del 40.68% si se toma en consideración la mediana de la historia desde 2011 hasta 2022 de sus ingresos y costos.

Por otra parte, un análisis de la correspondencia de los gastos de venta respecto a sus niveles de crecimiento de ventas, indica que la compañía ha de buscar mejores estrategias de colocación; la mayoría de los incrementos en el rubro de gastos de venta tiende a ser superior a los incrementos en el nivel de ingresos, lo cual puede sugerir que la empresa no es eficiente en las inversiones del presupuesto de mercado que puedan traducirse en mayores niveles de ingreso. Por ejemplo:

- 2011 a 2012

La empresa realizó inversiones en gastos de venta que aumentaron en un 29,65%; no obstante, su crecimiento en ingresos solo arribó a el 26,02% lo cual puede destruir valor para la organización.

- 2016 a 2017

En este periodo, la empresa logró un crecimiento del 31,23%; no obstante, su gasto de venta fue descomunal del 67,01%, lo cual ni siquiera está justificado en la inercia que haya podido lograr posteriormente pues, aunque en el siguiente periodo de 2017 a 2018 logró aumentar sus ventas en un 37,69%, tampoco recupera la inversión en gastos de venta.

Por consiguiente, los gastos de venta representan, en general, un peso del 10,25% respecto a su nivel de ingresos.

En lo referente a los gastos administrativos, todos los periodos interanuales han aumentado sistemáticamente este rubro ¹ que, regularmente, es el que contribuye de forma más importante a destruir valor para las empresas. Así, la mediana de crecimiento de gastos administrativos es del 23,22%, lo que prácticamente borra el crecimiento en ingresos del 26,02%.

¹ Salvo en el periodo entre 2019 a 2020 la empresa redujo sus gastos administrativos; no obstante, ello no se debe a una correcta gestión sino a un aspecto coyuntural de riesgo sistemático.

De hecho, sus gastos administrativos, al igual que ocurre con los gastos de venta, lo realiza en un modo que supera el nivel de crecimiento de sus ingresos; por ejemplo:

- 2011 a 2012

Una vez más, con el aumento del 39,45% en el nivel de gastos administrativos de este periodo, sumado al nivel en que también incrementó su nivel de gastos de venta, la empresa borró completamente el modesto crecimiento del 26,02% que había logrado en este periodo.

- 2012 a 2013

En este periodo, todas las erogaciones de flujos de fondos, tanto costos, como gastos de venta y administrativos, fueron superiores al crecimiento de ingresos en un 23,76%, el cual fue incluso menor que en el periodo anterior.

Así, sus costos aumentaron en un 32,35%, sus gastos de venta un 26,65% y sus gastos administrativos crecieron en 34,79%.

- 2014 a 2015

Este periodo representa un desbalance aún peor que el de 2012 a 2013, pues la compañía solo creció un 29,32%, mientras que casi duplicó sus gastos administrativos en un 50,59% en el mismo periodo analizado.

De este modo, se aprecia que los gastos administrativos incluso superan en proporción a sus gastos de venta, pues representan una salida del 18% sobre las ventas, mientras que los gastos de venta tienen un peso del 10% sobre los ingresos.

Con respecto al apalancamiento, la compañía ha tratado de mantener una política de mantener reducido su *leverage* buscando financiar su operación con su propio capital de trabajo. No obstante, los efectos colaterales de la contingencia sanitaria de 2020 y 2021 en la cual el parque tuvo que mantenerse cerrado lo que representó nulidad en los niveles de ingresos, pero sostenimiento de buena parte de los costos de la compañía por efectos

de mantenimiento regular del parque, exigió que la empresa tuviese que salir a pedir deuda.

La pérdida extraordinaria reflejada en el año 2019 se debió a un incendio de uno de los locales comerciales de la compañía.

La empresa crece por encima de la inflación en los periodos 2011-2015, 2017-2019 y 2021-2022. El periodo 2020-2021 fue el peor en términos de pérdidas de la concesionaria. El mismo representó un decrecimiento del 218%. En cambio, ha aumentado sistemáticamente sus costos y gastos a un ritmo más acelerado que el de los ingresos.

No obstante, la mediana de resultado del ejercicio señala que crece interanualmente en un 41,68%, lo cual supera su costo de capital, así que puede inferirse que ligeramente construye valor si es que no se contempla la inflación de Argentina.

Para enfrentar los embates del año 2021, la compañía principalmente se concentra en buscar eficiencias a través del aumento en los intereses financieros, intereses fiscales, diferencias de cambio y por el RECAM (Resultados por Exposición a los Cambios en el Poder Adquisitivo de la Moneda). Además de trabajar en que sus costos sean más eficientes reduciendo los costos de mano de obra.

Para junio del 2022 se puede observar que la compañía se recompuso de la pandemia y tiende a recuperar el giro de negocio que tenía en el 2019.

8.4. Indicadores de rentabilidad

El margen operativo es un ratio que cuantifica el porcentaje de ingresos por ventas que la empresa convierte en beneficios, antes de descontar impuestos e intereses. El mismo permite evaluar la rentabilidad de la empresa en base a sus operaciones.

Como se observa en la gráfica a continuación, el desempeño del margen operativo desde 2011 hasta 2020 mantiene una tendencia estable, representando una mediana del 12,93%. Además, se identifican ciclos aproximados de dos años entre ciclos de crecimiento y decrecimiento anual. Al incluir lo que representó el año 2021 la contracción del EBIT arribó a un margen operativo del -262,11% debido a los efectos de

ingresos bajos por la pandemia. La desviación es del 83% y la mediana 12%. La desviación muestra la dispersión de una distribución de datos. Al ser más grande la desviación incluyendo el año 2021, se puede saber que es una distribución más dispersa y los valores son muy extremos. Esto se puede atribuir a la pandemia. Para el 2022 las desviación estándar es de 80% comienza a bajar con respecto al año anterior. Para el periodo 2019-2020 la desviación rondaba en un 4%, con lo cual se puede observar que los años siguientes la pandemia cumplió un rol fundamental en la distorsión de los datos.

Se puede notar que en condiciones normales anteriores a la pandemia el margen operativo estuvo oscilando entre 8,57% como mínimo y como máximo 20,16%.

En 2022 se puede observar como el margen se recupera luego de la pandemia y el mismo asciende a 7,96%, esta tendencia de crecimiento se estima que continuará hasta llegar a valores aproximados al 2019 para el 2023. Logrando de esta manera la recuperación total de niveles operativos normales.

Gráfico 4: Evolución del margen operativo de Iguazú Argentina 2011-2022

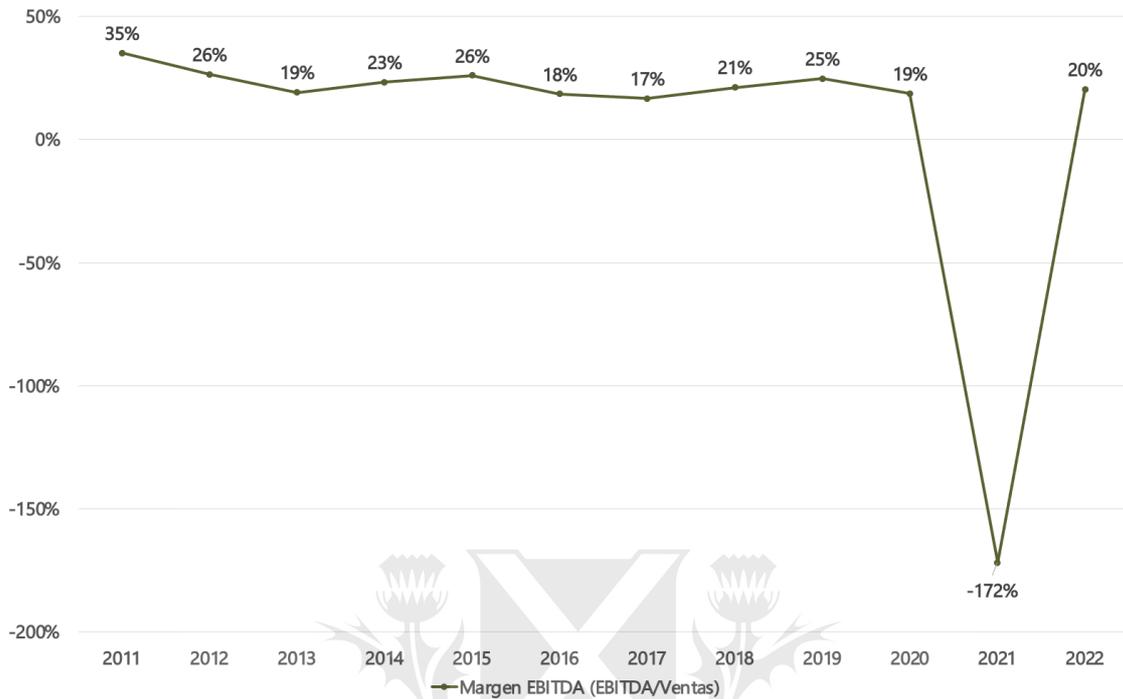


Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina 2011-2022.

El margen EBITDA es otra medida que permite evaluar la rentabilidad de la empresa. El mismo hace referencia al resultado operativo, es decir, al resultado propio del negocio y busca ser un representante del cash flow operativo de la compañía que se construye a partir de los estados de resultados. Su relación sobre las ventas de la empresa permite evaluar el porcentaje de ganancias que queda luego de cubrir los gastos vinculados a las operaciones. A diferencia del margen operativo, no considera los costos de depreciaciones y amortizaciones.

Como se observa a continuación, el ratio se mantuvo positivo desde el 2011 hasta el 2020 inclusive. Es decir, el resultado propio del negocio fue positivo. A partir del año 2021, el mismo cae a -171,78% debido al cierre del PNI por la pandemia. Como se puede observar que el PNI haya cerrado completamente y su resultado del ejercicio haya sido altamente negativo impacta en el margen EBITDA y alerta de que tiene que comenzar a funcionar imperiosamente el ingreso de los visitantes. Para el 2022 podemos observar el recupero del margen EBITDA, llega a 20,38% mostrando una fuerte recuperación en la rentabilidad del negocio.

Gráfico 5: Evolución del margen EBITDA de Iguazú Argentina 2011-2022

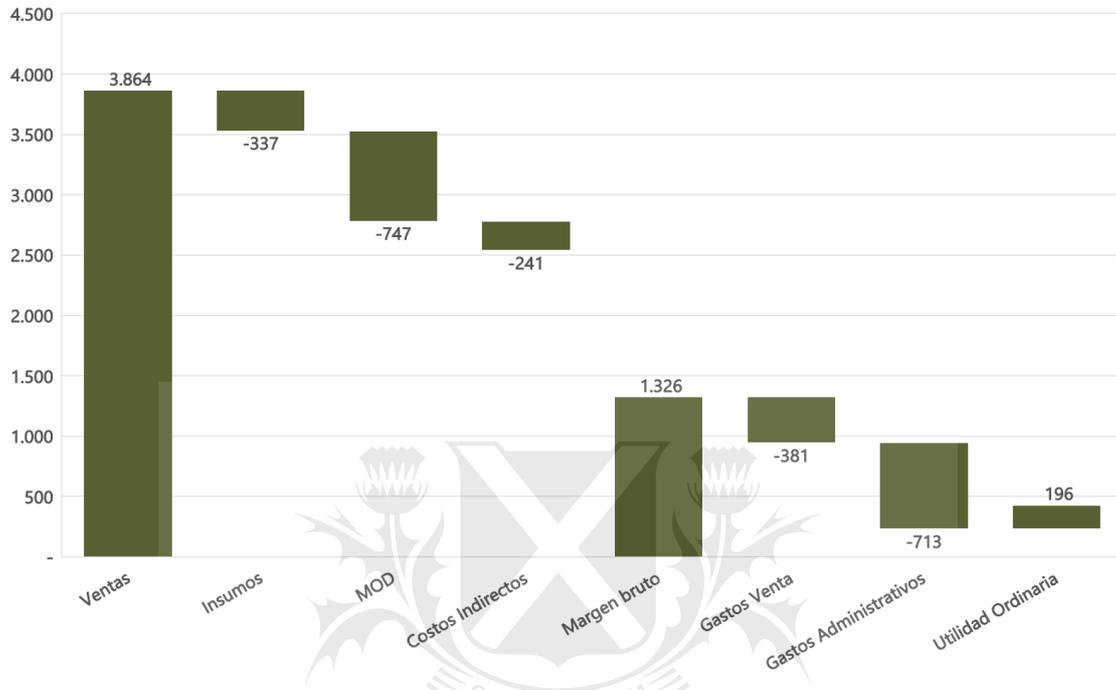


Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina 2011-2022.

Como se puede constatar en la gráfica a continuación, el acumulado de ingresos entre 2011 a 2022 ha ascendido a 3.864 millones de pesos argentinos, de los cuales ha quedado, tras costos, con un margen bruto de 1.326 millones de pesos argentinos que, a su vez decanta en una utilidad ordinaria de 196 millones de pesos argentinos.

Gráfico 6: Distribución Acumulada de Ingresos, Costos y Gastos – Iguazú Argentina 2011-2022

En pesos argentinos y expresado en millones



Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina 2011-2022.

Iguazú Argentina mantiene una mediana de 14.137 millones de ganancia neta en los años estudiados (2011-2022), construyendo unos activos promedio de 128 millones que resultan en un patrimonio promedio de 39 millones de pesos argentinos.

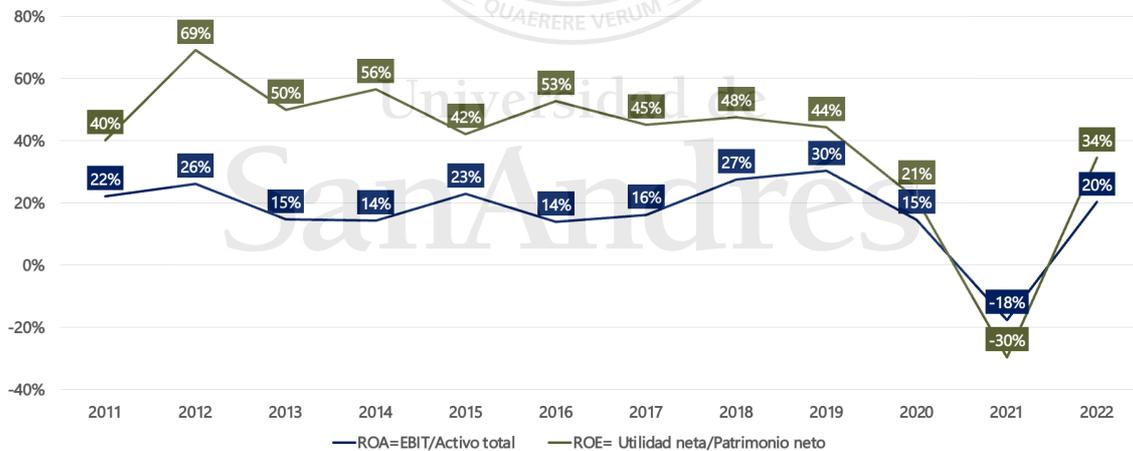
Adicionalmente, la rentabilidad sobre los activos (ROA) alcanzada ronda el 18,15%; además de una rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) que se eleva hasta el 44,72% como mediana desde 2011 hasta 2021. De estos años, el mejor año para el ROA fue el año 2019 logrando una rentabilidad del 30,18%. Sin embargo, tal nivel aún se encuentra por debajo de su costo de capital ponderado como se verá más adelante en el presente documento.

En contraste, el ROE de la compañía es significativo; en todos los años previos a la pandemia, logró alzarse por encima de su costo de capital, logrando su máximo en el año 2012 con 69,11% y un mínimo en el año anterior, 2011, de 40,09%. Claro está, los efectos de la contingencia mundial también redujeron este ratio, pues en el periodo de 2020 solo logró un ROE del 21,01% y en 2021, ya con todos los efectos colaterales del suceso mundial, cae a valores negativos del -29,82%. En el 2022 el ROE se encuentra en 34,50% mostrando la recuperación de este indicador que había caído en el año anterior.

Por consiguiente, dado que el ROE supera su costo de capital, se puede inferir que la empresa resulta rentable en el horizonte de tiempo analizado. Sin embargo, ha de mejorar la optimización en la rentabilidad de sus activos.

Por otra parte, la correlación entre ROE y ROA indican que el efecto apalancamiento de la compañía permite margen para que pueda seguirse fondeando, pues en todos los periodos analizados, el ratio de efecto de apalancamiento resultó superior a 1.

Gráfico 7: Rentabilidad – ROA – ROE – Iguazú Argentina 2011-2022



Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina 2011-2022.

8.5. Gestión Operativa

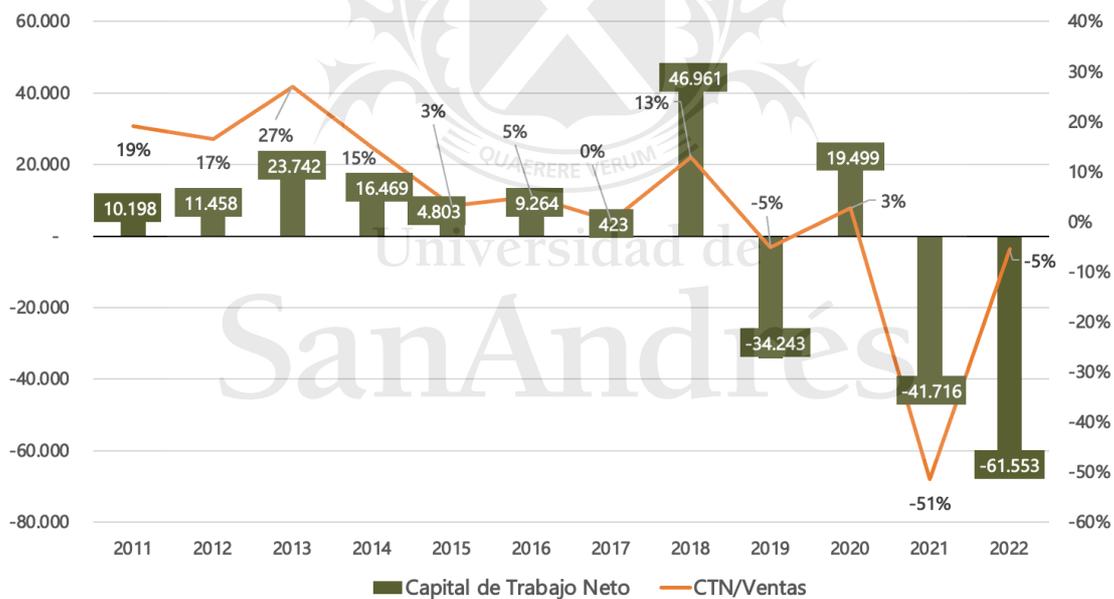
El capital de trabajo es una magnitud que refleja los recursos con los que una empresa puede contar en el corto plazo para sus actividades operativas. Se calcula como la diferencia entre los activos corrientes y los pasivos operativos de corto plazo.

Se tuvieron en cuenta los inventarios, cuentas por cobrar, las remuneraciones y cargas sociales para conformar el activo operativo de corto plazo dentro del cálculo del capital de trabajo de Iguazú Argentina. No se han tenido en cuenta las existencia de dinero en efectivo y equivalentes, ni los activos o pasivos de índole financiera.

Para conformar el pasivo operativo de corto plazo en el cálculo del capital de trabajo se tuvieron en cuenta proveedores, cargas fiscales y otras deudas.

Gráfico 8: Capital de Trabajo – Iguazú Argentina – 2011-2022

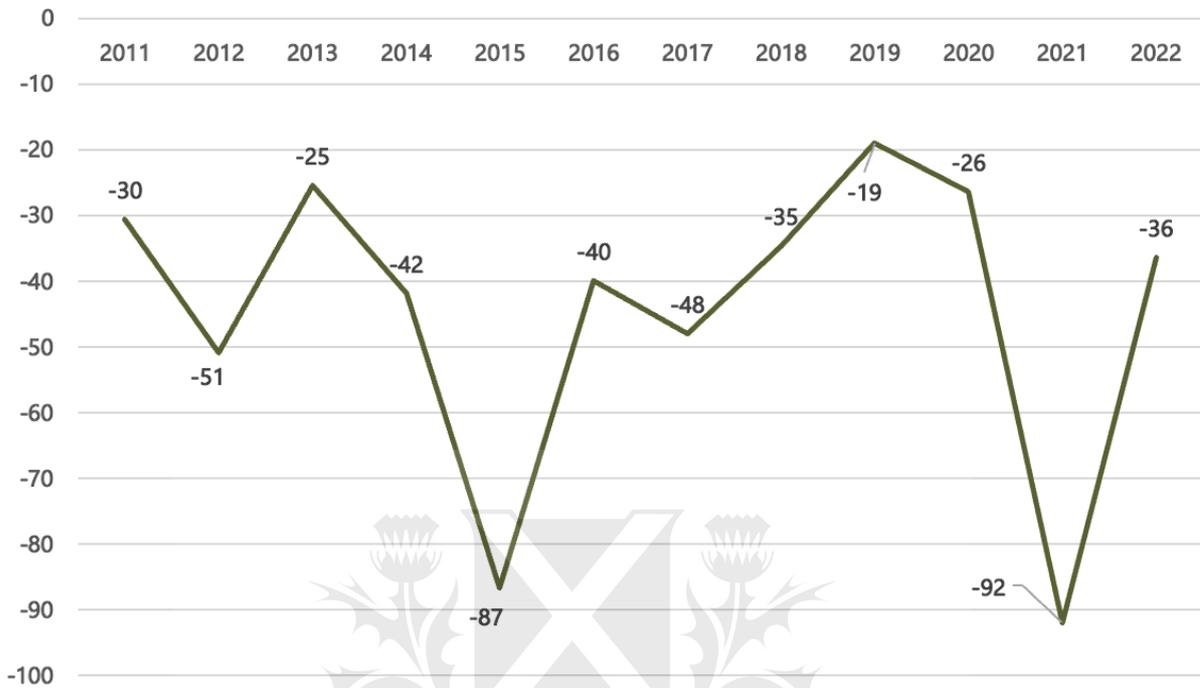
En miles de pesos argentinos y %



Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina 2011-2022.

Gráfico 9: Ciclo efectivo– 2011-2022

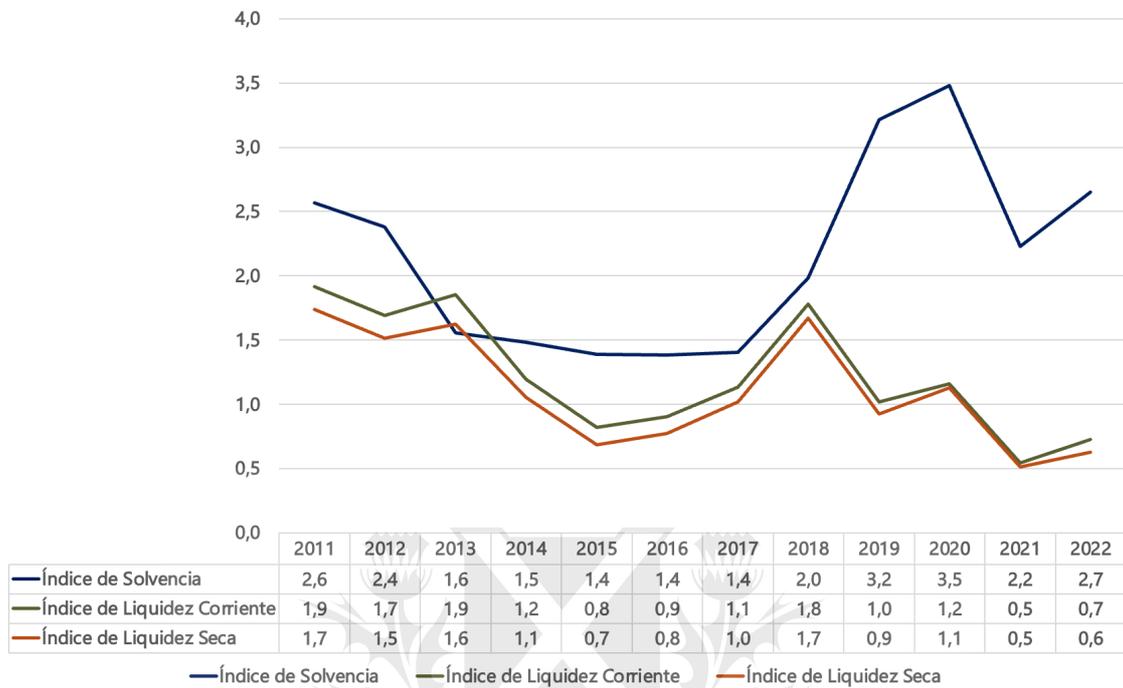
En cantidad de días por año



Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina 2011-2022.

Se considera que la empresa ha gestionado apropiadamente su ciclo de efectivo, dado que ha logrado aplazar la salida de recursos en el pago a proveedores desde los 32 días hasta los 123 días, y en contraposición su recepción de recursos es principalmente de contado, con solo créditos por tarjeta de crédito en un máximo de 11 días, por lo cual el efectivo ingresa más rápido de lo que sale.

Gráfico 10: Índice de Solvencia, Liquidez Corriente y Liquidez Seca 2011-2022



Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina 2011-2022.

Como se puede apreciar en la anterior gráfica, la compañía ha estado mejorando su índice de solvencia desde el año 2017. No obstante, usando ratios de mayor acidez, como el índice de liquidez corriente y el de liquidez seca, se muestra que desde 2018 sufrió una contracción con una leve recuperación en 2020.

Claramente, si se toma en consideración el atípico 2021, la empresa mantiene un adecuado índice de solvencia del 2,23, aunque tanto su índice de liquidez corriente como de liquidez seca, caen por debajo de 1 en tal periodo, sin embargo, se aísla debido a que es una cuestión coyuntural; se espera que en los siguientes periodos puede normalizarse tales ratios. Se visualiza que en el año 2022 los ratios mencionados que estaban por debajo de 1, ascienden levemente.

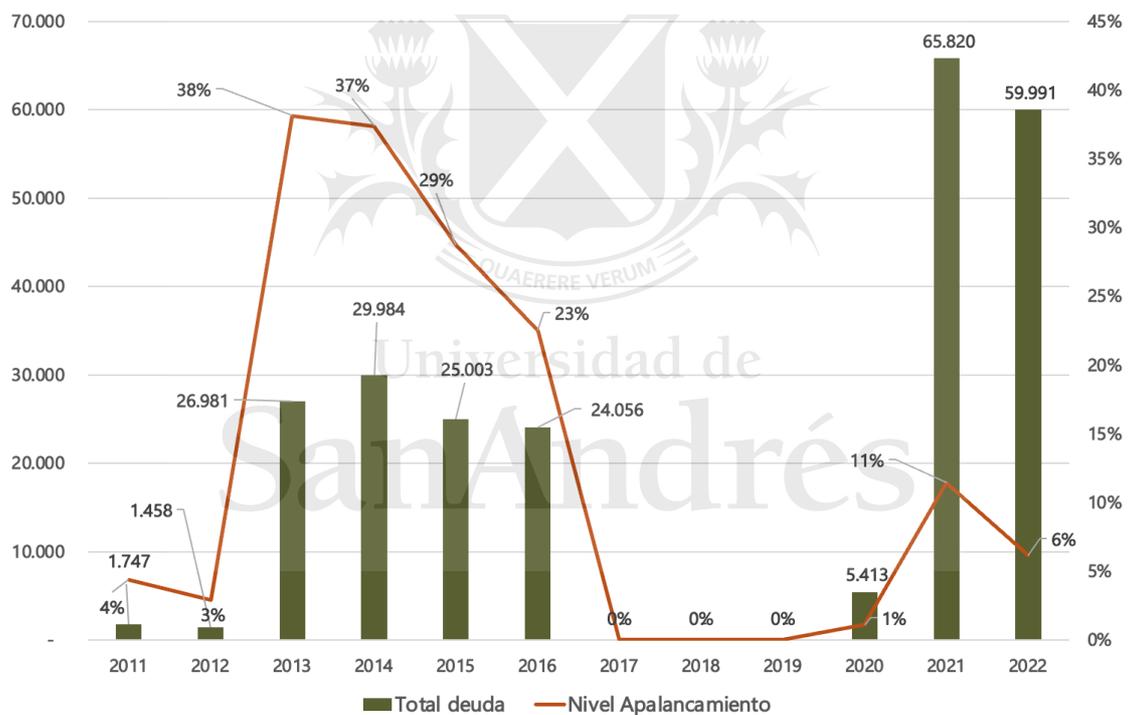
Como el índice de solvencia es mayor a uno en todos los años analizados se observa que la empresa es solvente.

En cuanto al índice de liquidez corriente se puede decir que el mismo mide la porción de pasivos corrientes que se encuentra cubierto con activos de la compañía de rápida realización. Se observa que en los años analizados el ratio fue mayor a uno excepto en el 2015, 2016, 2021 y 2022. El año 2021 y 2022, se da por el efecto pandemia y en los otros años se ve que está muy por debajo de uno y que a partir del 2017 se recupera, superando uno. En los otros años se observa que aumentaron los pasivos corrientes, más que nada el rubro de cuentas por pagar y préstamos.

8.6. Indicadores de Endeudamiento

Gráfico 11: Endeudamiento de Iguazú Argentina 2011-2022

En miles de pesos argentinos y %



Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina 2011-2022.

Como se observa en la anterior gráfica, la compañía ha mantenido apropiados niveles de apalancamiento, siendo su punto máximo en 2013 con 38,13%. Por otra parte,

su nivel de cobertura de intereses venía en aumento desde 2018, pero los efectos de la pandemia la redujeron, aunque aún es apropiada en un 2,08 para el 2021.

Por otra parte, la gráfica ilustra como en 2021 tuvo que aumentar drásticamente su nivel de endeudamiento, alzándolo por encima de los 65 millones, recursos que usó para pagar todas sus obligaciones como consecuencia del cierre del parque como parte de las medidas de aislamiento decretadas para frenar el avance de la pandemia.

No obstante, aún con tal nivel de endeudamiento en 2021, su nivel de apalancamiento se mantuvo bajo, solo llegando al 11,44%, lo cual es inferior al máximo nivel de endeudamiento en 2013 donde su deuda llegaba a los 26.9 millones de pesos argentinos pero con un apalancamiento del 38,13%.

9. Valuación de la Compañía

9.1. Consideraciones preliminares

En esta sección se realizará la valuación de Iguazú Argentina S.A. a través de la metodología de valuación por flujo de fondos descontados, con el objetivo de estimar el valor intrínseco del capital accionario al 30 de junio de 2022. La fecha seleccionada corresponde al último ejercicio de la empresa. La moneda de valuación será la de curso legal de la empresa, es decir pesos argentinos.

Este método de valuación supone que el valor de una empresa equivale al valor presente del flujo futuro de fondos que la empresa espera generar, descontado a una tasa que refleja el costo de financiamiento de esta.

A los fines de este trabajo de valuación, se utilizará el flujo de fondos disponibles para la firma. El FCFF, o flujo de fondos disponibles, es aquel que ha generado la empresa y que se encuentra “libre” para ser distribuido entre los inversores, entendiéndose como tales a los accionistas y a los acreedores. Para arribar a este, se calcula el flujo de caja de la firma luego del pago de impuestos, gastos operativos y necesidades de reinversión, pero antes del pago de gastos de índole financiera, como el pago de intereses.

Para construir los flujos es necesario estimar la vida del negocio. Para este trabajo, se asume que la vida de la concesión es finita ya que se espera que la compañía genere flujos de fondos por el plazo que dure la concesión, teniendo como fecha de finalización el año 2027 con posibilidad de una extensión del contrato por dos años debido al daño económico que genero la pandemia del COVID-19. Por lo tanto, se realizará una proyección de flujos para un período específico de tiempo que va desde el 2022 hasta el 2029.

Para poder arribar a un valor presente del FCFF será necesario utilizar una tasa de descuento, que refleje los riesgos, el valor del tiempo del dinero y el costo de oportunidad. El factor de descuento más utilizado para este cálculo es el costo promedio ponderado de capital, una medida del costo que tiene el financiamiento para una firma, teniendo en cuenta su estructura de capital.

Se utilizará como tasa de descuento el costo de capital de la compañía bajo el modelo de costo promedio ponderado de capital, WACC, por sus siglas en inglés. Al promedio del costo de los fondos propios, a partir de ahora denominaremos K_e , y del costo de la deuda, denominaremos K_d , ponderado según el porcentaje de participación de cada fuente de financiamiento sobre la estructura de capital de la empresa. Esta tasa refleja los retornos requeridos por los accionistas y los acreedores de deuda financiera.

El resultado que se obtendrá del método de cálculo descriptivo será el valor de la empresa. Posteriormente, se deberá sustraer el valor de la deuda financiera y adicionar las disponibilidades de caja de Iguazú Argentina a la fecha de valuación del valor de la empresa.

Lo anterior puede resumirse mediante la siguiente fórmula:

$$VP_{FF} = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+r)^t}$$

Donde:

VPFF: valor presente del flujo futuro de fondos

FCFFt: flujo de fondos disponible para la firma en el momento “t”

r: tasa de descuento

Este apartado que corresponde a la valuación de la firma se desarrollará en pesos argentinos. Por lo tanto, los flujos se proyectarán y se expresarán en miles de pesos argentinos y la tasa de descuento se estimará de forma tal que guarde consistencia con esto.

Una de las principales ventajas del uso del flujo de fondos descontados como método de valuación, es que otorga un resultado en términos absolutos.

En contraste, una de sus principales limitaciones consiste en la dificultad de determinar los flujos futuros de fondos. Dada la incertidumbre de variables endógenas y exógenas que pueden influir en un negocio, el modelo puede estar sujeto a determinados sesgos en su cuantificación. Por tanto, para reducir ese riesgo, el presente documento tomará como base las variaciones interanuales de ingresos de los años históricos previos, así como la proporción combinada de costos y egresos que ha presentado la compañía; de este modo, se reducen las asunciones humanas y se pondera con base en lo que la misma historia ha reflejado.

9.2. Flujo de fondos disponible para la firma

El flujo de fondos disponible para la firma, o FCFF, es el flujo de caja que una empresa genera con las operaciones del negocio, luego de impuestos, ajustes por depreciaciones y amortizaciones, capital de trabajo e inversiones. Es una medida de la rentabilidad de un negocio luego de haber cubierto todos sus gastos operativos y necesidades de inversión, y representa el flujo de caja que está disponible para ser distribuido entre los inversores.

Existen distintas formas de calcularlo, partiendo de distintas magnitudes como el resultado neto de la firma, el flujo de operaciones o el EBIT. En este caso, se utilizará la siguiente fórmula:

$$\begin{aligned} & EBIT \times (1-t) \\ & + \text{Depreciaciones y amortizaciones} \\ & - \text{Inversiones de capital (CAPEX)} \\ & \pm \text{Variaciones del capital de trabajo} \\ & \boxed{\text{Flujo de fondos disponibles para la firma (FCFF)}} \end{aligned}$$

Donde:

t: alícuota impositiva

La fórmula parte de las utilidades antes de intereses e impuestos, pero se ajusta para deducir el impacto de los impuestos, ya que se busca obtener un flujo que no esté afectado por la estructura de capital de la empresa. Posteriormente se adicionan el impacto de depreciaciones y amortizaciones, cuyo efecto es solo contable, y por eso es necesario adicionar estos cargos. Finalmente, se debe reflejar el impacto de las erogaciones necesarias para que la empresa continúe en marcha, es decir las inversiones de capital en activos fijos o bienes de uso y las variaciones que pueda experimentar el capital de trabajo.

Como Iguazú Argentina es una empresa que se viene desarrollando hace veintisiete años, es dable presumir que el comportamiento histórico de sus principales variables puede ser utilizado como base para los supuestos sobre los que se desarrollarán las proyecciones.

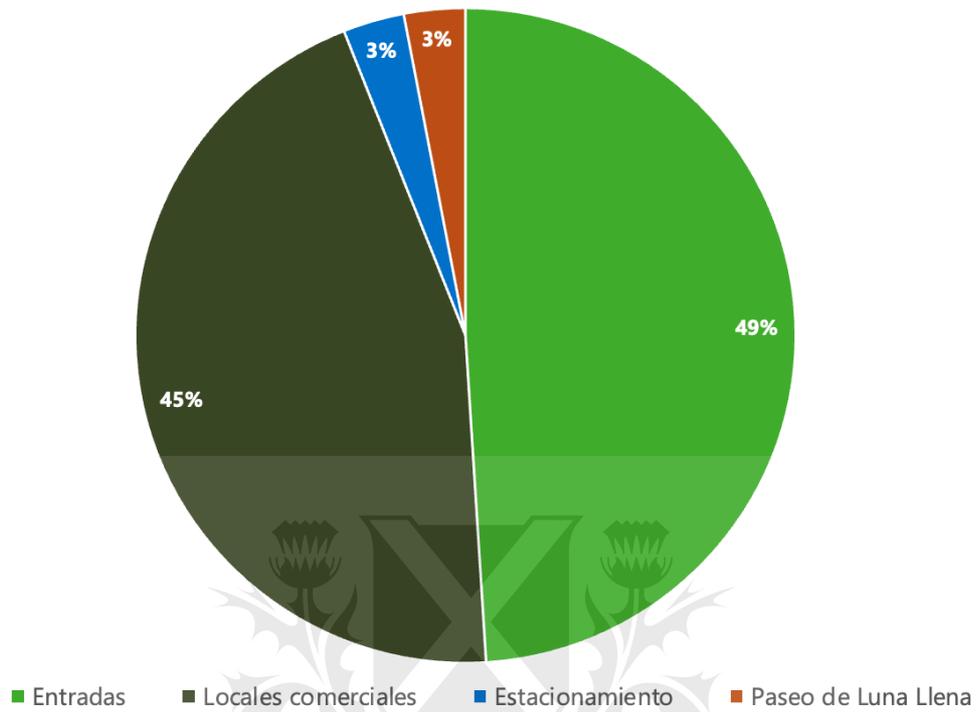
Las proyecciones se realizarán hasta el año 2029 que es cuando finaliza la concesión por contrato con APN.

Proyección de ventas

Para proyectar las ventas se analiza cómo es la distribución de las ventas dentro la concesionaria y luego se proyectará tomando la cantidad de visitantes que se espera por año multiplicada por el precio promedio que se le cobrará a cada visitante.

Para proyectar se utiliza la siguiente fórmula: **Ingresos = Precio x Cantidad**

Gráfico 12: Distribución de Ventas histórica de Iguazú Argentina



Fuente: Información brindada por Iguazú Argentina.

Tanto los tickets de acceso y los locales comerciales son los que mayor peso tienen dentro de la distribución. Por esta razón, se buscará el gasto promedio que realiza el visitante dentro del Parque Nacional Iguazú para utilizarlo como la variable precio para proyectar. Para obtener el mismo se realiza el precio promedio por visitante al 30/06/22 y se ajusta año tras año por la inflación argentina proyectada.

Tabla 7: Precio promedio por visitantes al 30 de Junio 2022

En miles de pesos argentinos	30/6/22
Cantidad de visitantes	1.046.899
Ingresos totales	\$ 1.126.216
Precio Promedio por visitante	\$ 1

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina al 30 de Junio 2022.

En lo que se refiere a la proyección de cantidad de visitantes anuales se tomará el comportamiento de crecimiento histórico de visitantes de la empresa en condiciones normales del negocio, es decir se toman los años 2003-2019. El crecimiento anual obtenido es del 6%. El mismo se obtiene a través de una fórmula, que es la tasa de crecimiento anual compuesta y divide el valor final del activo entre el valor inicial y eleva el resultado a la potencia de uno dividido en número de periodos de inversión, al resultado se resta uno. La cantidad proyectada para el 2023 será la misma que se tuvo en 2019, dado que se ha informado desde la empresa que se espera lograr el mismo nivel de visitantes que hubo antes de pandemia. Y a partir de allí, se proyectará el crecimiento del 6% anual.

Tabla 8: Ingresos proyectados Iguazú Argentina 2023-2029

En miles de pesos argentinos	Escenario Base						
	Proyectado						
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Cantidad de visitantes	1.625.628	1.723.166	1.826.556	1.936.149	2.052.318	2.175.457	2.305.984
Precio en pesos argentinos	\$ 2	\$ 5	\$ 8	\$ 11	\$ 15	\$ 19	\$ 24
Ingresos proyectados	\$ 3.969.756	\$ 8.731.479	\$ 14.345.820	\$ 21.133.481	\$ 31.132.694	\$ 41.475.224	\$ 55.253.626

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina.

Proyección de egresos

Como se vio en el apartado de Análisis Financiero, la distribución de costos está dada principalmente por insumos, mano de obra directa y costos indirectos. Los mismos a finales de Junio 2022, representaron un 25,45% para insumos, 56,35% para mano de obra y 18,20% para costos indirectos.

Como se ha visto a lo largo de la historia de la compañía los costos no han sido tratados eficientemente, es decir los mismos estuvieron exorbitados.

A partir del año 2022 se puede observar que los costos de mano de obra comienzan a mejorar en un 13,51% respecto al año anterior. Esto nos da un primer indicio de que la compañía está trabajando en mejorar su costos relacionados con los recursos humanos, trabajando en un ordenamiento y reestructuración de los mismos. Desde la compañía han informado que para el ejercicio próximo habrá una nueva Gerencia General y un nuevo equipo en la gestión que trabajaran en la reducción de costos de la compañía.

Con lo cual para el escenario base se asigna un 50% de costos sobre ventas proyectadas para la proyectar los mismos. La mediana histórica de costos sobre ventas de la compañía ha sido 55%, con lo cual se reduce un 5% a esta ya para el escenario base se espera que hayan mejoras relacionadas a los costos asociados a recursos humanos.

Gastos de Comercialización y Administración

Para los gastos de comercialización y administración se les asignara la proporción que tuvieron estos históricamente con respecto a las ventas. Representando los de comercialización un 10% y los de administración un 18% sobre las ventas de la empresa.

Depreciaciones

Durante el periodo 2017-2022, la relación entre las depreciaciones sobre los activos fijos (infraestructura y equipamiento) se mantuvo entre 8% y 20%. Por lo tanto, para la proyección de estos rubros se tomará el promedio de los cinco años, que fue de 15% para las depreciaciones sobre las ventas proyectadas de cada año.

Tabla 9: Porcentaje depreciaciones sobre activos fijos

En miles de pesos y %

Activos fijos

en miles de pesos argentinos	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Infraestructura y Equipamiento	51.776	52.292	273.351	341.525	448.900	727.934
Total	51.776	52.292	273.351	341.525	448.900	727.934

Depreciaciones

en miles de pesos argentinos	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Depreciación Infraestructura y Equipamiento	5.876	6.562	22.114	66.654	77.962	135.938
Total	5.876	6.562	22.114	66.654	77.962	135.938

% Depreciación Activos fijos

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Depreciación Infraestructura y Equipamiento	11%	13%	8%	20%	17%	19%	15%
Total	11%	13%	8%	20%	17%	19%	15%

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina 2017-2022.

Capital de Trabajo

Para la estimación de capital de trabajo, se analizó la relación histórica entre el capital de trabajo neto y las ventas. Para los años analizados, 2017 a 2022, el promedio de esta razón asciende a 8%.

Tabla 10: Proyección del capital de trabajo neto de Iguazú Argentina

En miles de pesos y %

Capital de trabajo

en miles de pesos argentinos	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
Capital de trabajo neto	423	46.961	(34.243)	19.499	(41.716)	(61.553)	
CTN/Ventas	0,17%	12,83%	-5,14%	2,71%	-51,44%	-5,47%	-8%

Proyección de Capital de trabajo

en miles de pesos argentinos	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Capital de trabajo neto	(306.616)	(674.403)	(1.108.044)	(1.632.310)	(2.404.630)	(3.203.468)	(4.267.686)
CTN/Ventas	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%	-8%
Variación CT	245.064	367.786	433.641	524.266	772.320	798.837	1.064.218

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina 2017-2022.

La variación del capital de trabajo neto será el que se utilice al momento de estimar el flujo de fondos disponible para la firma. Las variaciones positivas, o aumentos

del capital de trabajo neto tendrán un impacto negativo, y por lo tanto se restarán. Las variaciones negativas tendrán un efecto positivo y deberán ser sumadas al flujo. En la tabla anterior, las variaciones del capital de trabajo neto se exponen teniendo en cuenta el efecto que tendrán sobre el flujo de fondos. Es decir, los aumentos se exponen con signo negativo y las disminuciones con signo positivo.

Inversiones en bienes de capital (CAPEX)

Se analizó la relación histórica del CAPEX con las ventas netas de la compañía para las estimaciones de inversiones en bienes de capital. Se toma el promedio del giro ordinario del negocio de CAPEX/Ventas que es de 6%. Las inversiones están compuestas por infraestructura y equipamientos.

Tabla 11: CAPEX histórico y promedio de Iguazú Argentina 2017-2022

En miles de pesos argentinos y %

CAPEX						
en miles de pesos argentinos	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Inversión en Inf y Equipamiento	(4.653)	(7.158)	(12.354)	(17.946)	(13.896)	(183.594)
Desinversión en Inf y Equipamiento	1.188	1.560	3.840	0	4	66.068
Total	(3.465)	(5.598)	(8.514)	(17.946)	(13.892)	(117.526)

en miles de pesos argentinos	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Promedio
CAPEX Infraestructura y Equipamiento	(3.465)	(5.598)	(8.514)	(17.946)	(13.892)	(117.526)	
CAPEX /Ventas	1%	2%	1%	2%	17%	10%	6%
Promedio CAPEX/Ventas	6%						

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina 2017-2022.

Por lo expuesto se tomará el 6% de las ventas proyectadas para proyectar el CAPEX de la compañía.

Impacto de Inversiones CAPEX Obras Nuevas

Las anteriores asunciones se han realizado solo tomando en consideración el giro ordinario del negocio; si se toma en cuenta las inversiones en infraestructura que la compañía tiene previstos llevar a cabo, el impacto sobre el flujo de fondos sería distinto

y sobre el CAPEX también. Para calcular la inversión en obras nuevas se toma la cantidad a invertir en dólares y se los lleva a pesos argentinos a través del tipo de cambio de referencia del Banco Central de la República Argentina (BCRA) al 30/06/22 siendo el mismo de \$124. El mismo arroja como monto de inversión en 1.441 millones de pesos argentinos.

Tabla 12: Obras nuevas previstas por Iguazú Argentina 2023-2027

Obras nuevas	en dólares	en pesos argentinos
Inversión en nuevas obras	11.642.000	1.441.978.120

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina.

Tabla 13: Depreciación Obras nuevas Iguazú Argentina 2023-2027

Depreciación Obras Nuevas en miles de pesos argentinos	2023	2024	2025	2026	2027
Depreciación Obras Nuevas activarse 23	(57.679)	(57.679)	(57.679)	(57.679)	(57.679)
Depreciación Obras Nuevas activarse 24		(72.099)	(72.099)	(72.099)	(72.099)
Depreciación Obras Nuevas activarse 25			(96.132)	(96.132)	(96.132)
Depreciación Obras Nuevas activarse 26				(144.198)	(144.198)
Depreciación Obras Nuevas activarse 27					(288.396)
Total	(57.679)	(129.778)	(225.910)	(370.108)	(658.503)

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina.

Como se puede observar, si se realizan las obras nuevas que la concesionaria tiene prevista, el valor de la empresa no será el mismo, ya que la empresa tendrá más CAPEX que con el giro ordinario del negocio y se tendrán en cuenta las depreciaciones vinculadas al CAPEX por las mismas.

Impuestos

La tasa de impuestos utilizada para las proyecciones de Iguazú Argentina es la correspondiente al impuesto a las ganancias en Argentina a la fecha de valuación. La misma representa un 35%.

9.3. Tasa de descuento

Para arribar al valor presente es necesario descontar el FCFE utilizando una tasa que refleje los riesgos, el valor tiempo del dinero y el costo de oportunidad. Esta tasa representa el costo de financiamiento promedio para la empresa y tiene en cuenta para su cálculo la estructura de capital de esta.

El cálculo del costo promedio ponderado del capital se realiza mediante la aplicación de la siguiente fórmula:

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

Siendo:

Kd: costo de la deuda financiera

T: tasa del impuesto a las ganancias

D: deuda financiera

E: capital propio

Ke: costo del capital propio

El costo de la deuda (Kd) es el costo que tiene una determinada empresa por desarrollar su actividad usando créditos y préstamos o emisión de deuda como forma de financiación. Se utiliza el costo efectivo de la deuda después de que se hayan aplicado impuestos. Se trata de un costo observable ya que puede ser identificado y es más sencillo de calcular que el costo de capital.

Se calcula:

Kd: $i(1-t)$

Siendo:

i: tasa de interés aplicada por financiación obtenida

t: tasa impositiva

A lo largo de la historia de la compañía se puede observar que la misma utiliza capital propio para financiarse y muy poco deuda bancaria, solamente en ocasiones especiales como fue la pandemia. Los tres años anteriores al 2020 la compañía estaba sin deuda financiera. Y además, la empresa es de capital cerrado con lo cual no tiene emisión de deuda. Dada esta situación, al ser marginal la deuda de Iguazú Argentina en la estructura de capital se opta por asignar el 100% del costo de financiamiento al costo del capital propio y se utiliza solamente la primer parte de la fórmula del costo promedio ponderado del capital, es decir K_e .

Costo del Capital Propio (K_e)

Para calcular el costo de los recursos propios de la empresa, expresados estos mediante su patrimonio, se utiliza el modelo de CAPM (Costo del capital propio) el cual busca determinar la tasa esperada de retorno de un activo financiero; dado que la inversión en una empresa puede constituirse como un tipo de instrumento con capacidad de retornar una utilidad, puede utilizarse este modelo.

Se calcula:

$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f) + \text{Riesgo país}$

Siendo:

R_f : tasa libre de riesgo

β : coeficiente beta, representa el riesgo sistemático

R_m : Riesgo del mercado

$(R_m - R_f)$: prima de riesgo del mercado

Riesgo país: se debe adicionar para las empresas que se encuentran en países emergentes por sus mayores riesgos

Tasa libre de riesgo

La tasa libre de riesgo es el componente básico sobre el que se construyen el costo de capital propio y el costo del capital. Para que una tasa sea considerada como libre de riesgo, deben cumplirse dos condiciones: no debe existir riesgo de default o incumplimiento de pago ni riesgo de reinversión. La tasa libre de riesgo que se constituirá como la mínima tasa de costo de oportunidad de la inversión. De esa forma, la tasa de retorno que se obtenga será igual a la tasa de retorno esperada.

Para esta valuación se utilizará la tasa libre de riesgo correspondiente al rendimiento de los bonos del tesoro americano, a los que se considera libre de riesgo. Este valor se obtienen del bono de Estados Unidos a 10 años que da un valor de 2,97% al 30 de junio del 2022.

Prima de Riesgo del Mercado

La prima del riesgo del mercado se calcula como la diferencia entre el retorno esperado de un portafolio diversificado representativo del mercado y la tasa libre de riesgo. Representa el retorno esperado por encima de la tasa de riesgo, para ese portafolio representativo del mercado.

En este caso en particular, se tomará el índice S&P 500, el mismo está compuesto por quinientos valores más representativos y líquidos de las principales industrias del mercado de Estados Unidos. Para obtener la tasa de riesgo de mercado se toma el rendimiento del S&P 500 incluyendo dividendos y se calcula el rendimiento geométrico promedio del índice en los últimos noventa y cinco años (1927-2022). El mismo da un rendimiento de 9,64%.

Tabla 14: Prima de Riesgo del Mercado

Diferencia entre retorno del S&P 500 y tasa libre de riesgo

Retorno de S&P 500 (1927-2022)	9,64%
Tasa libre de riesgo (30/06/2022)	2,97%
Prima de Riesgo del Mercado	6,67%

Fuente: Elaboración propia en base a datos de Treasury Gov – Investing.

Beta

Se denomina beta al coeficiente que representa el riesgo sistemático del capital accionario, es decir aquel riesgo que no puede eliminarse mediante la diversificación de un portafolio. Mide el riesgo sistemático del activo con respecto a un índice de mercado. Esta determinado por el contexto por lo que no puede eliminar el riesgo, ya que este es inherente a la actividad operacional y financiera de la empresa.

Adicionalmente, debe estimarse la beta para el modelo. De este modo, es posible medir la sensibilidad del activo o empresa a la incertidumbre del mercado. Para este cálculo, se tomará en cuenta:

- Beta comparativo con industrias del segmento

En este caso, se tomará como base la beta de cuatro empresas comparables que cotizan en bolsa:

- Tourism Holding Limited de Nueva Zelanda: **1,29**
- Vail Resorts Inc. de Estados Unidos: **1,21**
- Six Flags Entertainment Corporation de Estados Unidos: **2,18**
- China Tourism Group de China: **1,34**

Para el caso particular, se tomará la Beta de las cuatros empresas del mundo, las mismas están apalancadas con lo cual se procede a desapalancarlas y luego obtener el

promedio de las cuatro betas desapalancadas de industrias similares a Iguazú Argentina, el promedio de las mismas da 1,15.

Tabla 15: Betas comparables de empresas de turismo del mundo

Empresas	Beta desapalancada	Deuda	Equity	Tasa impositiva
Tourism Holdings Limited	0,96	0,32	0,68	0,28
Vail Resorts, Inc	1,20	0,01	0,99	0,21
Six Flags Entertainment Corporation	1,11	0,55	0,45	0,21
China Tourism Group	1,34	0,12	0,88	0,25
	1,15			

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Yahoo Finance.

La fórmula que se utiliza para desapalancar las betas es:

$$\beta_u = \frac{E\beta_L}{E + D(1 - T)}$$

De esta manera, se obtiene la beta para Iguazú Argentina de 1,15.

El modelo costo promedio de capital es un modelo que fue diseñado intrínsecamente para valorar empresas e instrumentos financieros para el mercado norteamericano, por lo que es preciso extrapolar los resultados inferidos para el caso particular de Argentina. Para esto, se toma en consideración el riesgo país de Argentina.

Prima del Riesgo País

Las primas de rendimiento atribuibles al riesgo país reconocen básicamente la posibilidad de insolvencia del deudor. En los casos extremos, cuando existe riesgo de default, la inclusión del riesgo país corriente suele conducir a tasas de descuento que reflejan que el mercado descuenta que el país dejará de pagar sus obligaciones.

La historia muestra que cuando el riesgo país sube por encima de los 1.000 puntos básicos, se cierran los mercados de capitales y el país no consigue crédito

voluntario y cuando el riesgo país desciende de los 1.000 puntos básicos, el mercado percibe que existe voluntad de pago, más allá de que siga desconfiando de un default (esto ocurrió con Argentina en junio de 2005 cuando canjeó exitosamente la deuda en default y el riesgo país cayó abruptamente de 6.660 a 912 puntos básicos).

Debajo de los 900 puntos básicos, los inversores perciben que el riesgo de default se ha reducido y cuando el riesgo país desciende por debajo de los 500 puntos básicos, la percepción de un default es prácticamente inexistente, subsistiendo igualmente la mayoría de los riesgos económicos y políticos que forman parte del riesgo país.

La empresa a valorar se encuentra dentro de un Patrimonio Natural de la Humedad y es considerada una de las maravillas del mundo. Además, el lugar es conocido mundialmente y posiblemente tanto inversores extranjeros como nacionales les interesaría este negocio ya que a la fecha ha recibido 20 millones de visitantes y se espera que esta cifra llegue a 34 millones al 2027.

En la presente valuación, considerando que la empresa desarrolla una actividad que no se ve afectada plenamente por los riesgos que enfrenta el Estado soberano, y en que el 62% de los ingresos corresponde a visitantes extranjeros, se consideró una prima de riesgo país de 700 puntos básicos.

Combinando los elementos anteriores según la fórmula de cuantificación del costo de capital, resulta lo indicado en la siguiente gráfica:

Tabla 16: Costo del Capital- Iguazú Argentina

Costo Capital	Capital	100%
$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + \text{Riesgo país}$		
	Rf	3% 10 años
	Rm	10% S&P 500
	Riesgo país Argentina	7% 700pb
	β Iguazú Argentina	1,15
	Ke	18%

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina.

Estructura de capital

Por último, se determinará la estructura de financiamiento de la empresa, es decir las proporciones de participación de deuda y capital propio. Este dato es fundamental para poder realizar la ponderación de los costos de cada fuente de financiamiento.

En base al estudio realizado sobre la compañía se observa que la empresa es de capital cerrado y la deuda bancaria que tuvo en pocos años es marginal, por lo cual se asume que la estructura de capital es 100% “equity”, es decir capital propio.

En el caso de Iguazú Argentina al haber solo una fuente de financiamiento el WACC será igual al CAPM, es decir de 18%.

La tasa de descuento está calculada en dólares estadounidenses y debería estar en pesos argentinos ya que los flujos de fondos proyectados están en esa moneda. Por lo cual es preciso calcular la tasa de descuento para cada año proyectado teniendo en cuenta la inflación en Argentina.

Se proyecta la inflación de Argentina para tres escenarios distintos: base, optimista y pesimista. Para proyectar la inflación de Argentina para el escenario base se toma un informe publicado por el Banco Central en el cual pronostica que la misma será de 127% para el 2023, 108% para el 2024 y de 55% para el 2025. Para los años 2026 y

2027 se toma el promedio de inflación de los últimos 10 años y para los dos últimos años 26%, que representa lo que fue la inflación en Argentina en el 2017.

Para el escenario optimista se visualiza que la inflación va a disminuir, pero como se sabe a la fecha que los pronósticos económicos para el año 2023 no son alentadores, se tomará la misma inflación que tuvo Argentina en el 2022 de 95%. Luego, para los años 2024-2026 se estima la inflación que hubo en Argentina entre el 2012-2018 donde la mediana de la misma fue del 25% y para los últimos años proyectados restantes se proyecta un 9% de inflación, la misma representa la mediana de la inflación que hubo en el periodo 2004-2009.

Y por último, para el escenario pesimista se tomará la misma inflación que hubo en el 1991 para proyectar el 2023 ya que se espera que sea más alta que la del 2022 inclusive. Para el 2024 se toma la misma inflación que se proyectó en el base para ese año. Para el 2025 se estima que la inflación será la misma que fue en 2022 es decir del 95%. A partir de 2026 hasta finalizar la proyección del escenario mencionado, se tomará el promedio de los últimos 4 años de inflación en Argentina siendo del 60%.

Se proyecta la inflación de Estados Unidos, la misma para los tres escenarios ya que se utiliza el criterio de que el país es estable y mantiene una inflación histórica sin alta volatilidad.

Se realiza la siguiente fórmula para obtener la tasa de descuento en pesos argentinos:

$$Ke \text{ en pesos} = (1 + Ke \text{ en usd}) * (1 + \text{Inflación Arg}) / (1 + \text{Inflación USA}) - 1$$

Tabla 17: Cálculo del Ke de Iguazú Argentina en pesos argentinos

	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Inflación Argentina Escenario Base	127%	108%	55%	39%	39%	26%	26%
Inflación Argentina Escenario Optimista	95%	25%	25%	25%	9%	9%	9%
Inflación Argentina Escenario Pesimista	172%	108%	95%	60%	60%		
Inflación USA	3%	2%	2%	2%	2%	1,50%	1,50%
Ke en pesos Escenario Base	160%	139%	79%	60%	60%	46%	46%
Ke en pesos Escenario Optimista	123%	44%	44%	44%	25%	26%	26%
Ke en pesos Escenario Pesimista	211%	139%	125%	84%	84%		

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina.

Por consiguiente, cuando se realice la valoración de la empresa, se espera que su tasa de retorno de los flujos descontados proyectados a futuro sea superior a su costo de capital estimado.

9.4. Resultados de la valuación

En este punto se resumirán los resultados de la valuación de Iguazú Argentina al 30 de junio de 2022, realizada mediante el método de flujo de fondos descontados. En el primer cuadro se observará los resultados contemplando el giro ordinario del negocio y en la segundo cuadro, los resultados del valor de la compañía contemplando las obras nuevas. Cabe destacar en este punto, que al valor presente de los flujos de fondos descontados a Junio 2022 se adiciona la caja que tenía la empresa a esa fecha. Si el modelo de tasa de descuento contemplaría deuda habría que restarle la deuda financiera al valor de Iguazú Argentina. Sin embargo, como este modelo supone una estructura de capital financiada 100% con capital propio solamente se adicionará la caja y equivalentes a la fecha de valuación.

Tabla 18: Resultado de la valuación de Iguazú Argentina al 30/6/22

Valuación de la Empresa	Sin Incluir Capex Obras Nuevas
Fecha de valuación	Junio 30 / 2022
Unidad de Medida	En miles de pesos argentinos
Tasa de descuento	Ke
Valor de Iguazú Argentina	1.088.812
Caja y equivalentes 30/06/22	28.424
Valor de la Empresa	1.117.237
Cantidad de Acciones	2.000.000
Precio por Acción	0,6

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina.

Como se puede observar en la Tabla 18, el valor de la empresa al 30 de junio del 2022 es de 1.008 millones de pesos argentinos. A ese resultado se le suma el saldo de caja y equivalentes para llegar al valor del capital accionario. El mismo es de 1.117 millones de pesos argentinos. El precio por acción es de 600 pesos argentinos.

Tabla 19: Resultado de la valuación contemplando Obras nuevas 30/6/22

Valuación de la Empresa	Incluyendo CAPEX Obras Nuevas
Fecha de valuación	Junio 30 / 2022
Unidad de Medida	En miles de pesos argentinos
Tasa de descuento	Ke
Valor de Iguazú Argentina	986.387
Caja y equivalentes 30/06/22	28.424
Valor de la Empresa	1.014.812
Cantidad de Acciones	2.000.000
Precio por Acción	0,5

Fuente: Elaboración propia en base a la información financiera de Iguazú Argentina.

Como se puede observar en la Tabla 19, el valor de la empresa al 30 de junio del 2022 incluyendo las inversiones en obras nuevas asciende a 986 millones de pesos argentinos. A ese resultado se le suma el saldo de caja y equivalentes para llegar al valor del capital accionario. El mismo es de 1.014 millones de pesos argentinos. El precio por acción es de 500 pesos argentinos.

9.5. Análisis de sensibilidad

Las proyecciones realizadas están basadas en supuestos y criterios sobre el comportamiento futuro de determinadas variables clave. Los mismos se plantean en base a información disponible al momento de realizar la valuación, pero el futuro trae consigo el concepto de incertidumbre, y el escenario planteado puede diferir de lo que realmente suceda.

Es por ello, que se realizará un análisis de sensibilidad, en el que se planteen dos escenarios adicionales, uno pesimista y otro más optimista que el escenario base.

Tomando como base que las inferencias realizadas en el descuento de flujos de fondos se realizan bajo el supuesto de inercia del giro ordinario del negocio basado en la historia financiera de la compañía, para incorporar análisis de riesgo de liquidez en la valuación de esta, se considerarán supuestos de sensibilidad al modelo que permita abstraer en estos posibles factores adversos que puedan incidir en el desempeño de la misma.

La proyección de flujos se realizará sobre el hito inicial de conclusión de la concesión, el cual tendrá lugar en 2029.

Por consiguiente, para la creación de los escenarios de estrés en el modelo que permita determinar la forma en la cual una variación en sus fundamentales afecta el valor de la empresa, se consideraran los siguientes tres casos:

- Escenario Base

Corresponde a la proyección ya realizada previamente en el presente documento en el cual se mantiene la inercia actual de la compañía e incorpora la opción de realización de obras nuevas. Además contempla una reducción pequeña en los costos sobre las ventas.

- Escenario Pesimista

Considera un aumento en la inflación proyectada de Argentina, además asume un aumento en la estructura de costos y gastos de la organización, bajo la premisa que la velocidad de incorporación de salidas de dinero tiende a ser más ágil que el efecto de un posible aumento en las ventas. Para proyectar el crecimiento de las ventas se toma el crecimiento histórico de visitantes, pero incorporando los años de pandemia. El mismo es de 3% anual. Con lo cual, el crecimiento para este escenario es mucho más lento que en el base.

Además en este escenario, las proyecciones se realizan hasta el 2027 no contemplando la extensión del contrato prevista.

- Escenario Optimista

Considera un escenario en el que, a consecuencia de las estrategias de mercado de la organización y un relajamiento en las medidas de aislamiento y viaje de turistas favorezca mejores ingresos para la empresa.

No obstante, siendo consecuente con la realidad de los negocios, la estructura de costos puede mantenerse inalterable o bajar ligeramente debido a la cobertura de los mayores flujos de recursos hacia la empresa. Con lo cual los costos sobre las ventas se proyectaran un 5% menos que en el base.

Por consiguiente, para el caso de los ingresos se estima un incremento del 11% anual que se obtiene del comportamiento de crecimiento histórico de los mejores años de crecimiento de la compañía. Se toma la mediana de esos años y da 11%.

La inflación proyectada en este escenario es la más baja de los escenarios proyectados, tomando la mediana de inflación en el país desde el 2011- 2018, la misma es de 25% a partir del 2024. Y para los tres últimos años proyectados se estima que la inflación sea del 9%.

La proyección en este escenario contempla la extensión del contrato.

A continuación, se exponen los resultados obtenidos al realizar el análisis de sensibilidad:

Tabla 20: Análisis de sensibilidad de valuación de capital accionario de Iguazú Argentina

Valuación de la Empresa	Escenarios		
	Optimista	Base	Pesimista
Fecha de valuación	30/6/22		
Unidad de Medida	en miles de pesos argentinos		
Tasa de descuento	Ke en pesos		
Valor de Iguazú Argentina	1.468.627	1.088.812	487.216
Caja y equivalentes 30/06/22	28.424	28.424	28.424
Valor de la Empresa	1.497.052	1.117.237	515.641
Cantidad de Acciones	2.000.000	2.000.000	2.000.000
Precio por Acción	0,7	0,6	0,3

Fuente: Elaboración propia en base a los Flujos Proyectados.

De acuerdo a los resultados obtenidos del análisis de sensibilidad, el precio de la acción podría oscilar entre los 700 y 300 pesos argentinos.

10. Conclusiones

Iguazú Argentina es una compañía que lleva larga trayectoria administrando y cuidando el Parque Nacional Iguazú. Sus 27 años de experiencia en el mercado turístico, junto con las cifras expuestas en sus estados contables demuestran que la empresa se encontraba, antes de la pandemia, en una etapa de madurez y de estabilidad económica, llegando a su fin del contrato en el año 2027. Se pudo notar que sus costos tuvieron un crecimiento más veloz que sus ingresos. Esto puede ser debido a que con la alta inflación que sufre Argentina, cuando se realiza el aumento tarifario, ya se encuentra desequilibrado los costos de venta que suben desorbitadamente.

A través del presente documento, se ha esbozado una hoja de ruta para valuar una empresa de capital cerrado, tomando en consideración sus diversos factores incidentes tanto externos como internos, así como la modelación cuantitativa de un modelo de flujos de fondos descontados que permita incorporar elementos de proyección

financiera y sensibilidad de la empresa a tales elementos exógenos y endógenos que afectan positiva o negativamente a una empresa. Principalmente, la variable determinante en un país como Argentina es la inflación por esa razón se debe realizar una tasa de descuento cada año.

Por otra parte, las consideraciones particulares del riesgo sistémico materializado en el que la humanidad reside hoy día con ocasión de una pandemia han generado estrés en casi todas las empresas en el mundo. No obstante, este elemento se mostró particularmente inquietante en la estabilidad y continuidad de las empresas que operan en actividades económicas relacionadas con el sector del turismo como es el segmento al que pertenece la empresa objeto de estudio, lo cual ha provocado una merma cuantiosa en el flujo de visitantes al lugar, trayendo consigo una nulidad en sus flujos de recursos entrantes. Para agravar esta situación, se observó que la empresa no ha podido reducir su estructura de costos, lo que ha agregado mayor estrés a sus perspectivas de crecimiento a futuro.

Por consiguiente, para afrontar el embate económico en el que se encuentra, ha tenido que acudir a liberar todas las reservas de dinero que había conseguido con su crecimiento sistemático desde el año 2013. Además, contrario a su política de mantener bajos sus niveles de apalancamiento, tuvo que recurrir a créditos bancarios para sostener su capital de trabajo hasta tanto el flujo de personas pueda reincorporarse como parte de las medidas de relajamiento del aislamiento preventivo y restricción de viajes de los que ha sido objeto la humanidad.

Conexo a lo anterior, se observó que la empresa estaba creciendo año tras año si se toma en consideración una perspectiva de estados financieros bajo moneda legal, es decir, pesos argentinos.

Otro elemento preocupante en la compañía es que no existe una clara correspondencia en la elasticidad de sus ingresos respecto a sus costos, pues en la mayoría de los casos, sus salidas de dinero crecen de forma más acelerada que la velocidad con la

que es capaz de construir nuevos ingresos. Esto puede deberse a lo que se mencionó con anterioridad, con respecto a que la autorización de aumento de tarifario es más lento que la velocidad de la inflación o también por la falta de desarrollo de nuevos productos.

Sin embargo, es digno de notar que la empresa, dada su circunstancia particular de manejar sus fuentes de ingreso principalmente de contado, ha ido optimizando su ciclo de efectivo manteniéndolo en ordenes negativas, lo que le permite apalancar su capital de trabajo sobre condiciones de inercia de mercado.

Finalmente, se proyectaron las cifras de la compañía con base en un modelo de flujos de flujos descontado con finalización del actual periodo de concesión en 2029. Se tomó en cuenta las inversiones en infraestructura que son pertinentes para mejorar su oferta de valor.

Como conclusión de tal escenario base, se infiere que la compañía debería trabajar en reducir sus costos y controlar que no aumenten más que sus ingresos porque se observó que en algunos años los ingresos fueron importantes pero los costos asociados fueron aún mayores que las ventas. También se aconsejaría aumentar sus ingresos a través de nuevos productos como ser nuevos paseos en horarios especiales: como apreciar el amanecer/atardecer en Garganta del Diablo.

También se sugiere, no realizar las nuevas obras a menos que se renegocie el plazo de concesión ya que en la valuación donde se contemplan las inversiones de las obras nuevas se puede observar que el valor es menor que en las que no se las tiene en cuenta.

De este modo, se espera que el presente trabajo haya permitido establecer una guía adecuada para aplicar estas suposiciones y criterios en un proceso de valoración de empresas.

11. Bibliografía

11.1. Bibliografía Académica

Brealey, R., Myers, S., Allen, F. (1996). *Principios de Finanzas Corporativas*. Nóvena Edición. Mc Graw Hill.

Damodaran, A. (2015). *Applied Corporate Finance*. Cuarta Edición. John Wiley & Sons.

Fernández, P. (2002). *Valuation Methods and Shareholder Value Creation*. Academic Press.

11.2. Informes y Reportes

Administración de Parques Nacionales. (2020). *Reporte Ejecutivo 107*. Buenos Aires, Argentina: Administración de Parques Nacionales.

Apollo Global Management. (2021). *Summary indicators by Company*. Sunnyvale, California, USA: Yahoo Finance.

Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo. (2020). *Turismo Post Covid 19*. Asociación Española de Expertos Científicos en Turismo.

Administración de Parques Nacionales. (1995). *Licitación de concesión de obra pública*.

Banco Central de la República Argentina. (2021). *Comparador de Tasas*. Buenos Aires, Argentina: Banco Central de la República Argentina.

Banco Mundial. (2020). *Apoyo a los países en una época sin precedentes*. Banco Mundial.

Banco Mundial. (2021). *Argentina: Panorama General*. Banco Mundial.

- Bolsa de Comercio de Rosario. (2021). *Informe de Coyuntura Económica*. Rosario, Argentina: Bolsa de Comercio de Rosario.
- Concesión Parque Nacional de Iguazú. (2021). *Informe Anual Financiero*. Misiones, Argentina: Concesión Parque Nacional de Iguazú.
- Damodaran, A. (05 de 01 de 2022). *Damodaran Online*. Obtenido de Damodaran Online: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#ca%20pstru
- DatosMacro. (2021). *Aspectos Macroeconómicos de Argentina*. DatosMacro.
- DatosMacro. (2021). *Prima de Riesgo por Países*. DatosMacro.
- DatosMacro. (2021). *Tasa de Retorno de Bomos USA*. DatosMacro.
- Diario Ámbito. (04 de Mayo de 2021). *Diario Ámbito*. Obtenido de Diario Ámbito: <https://www.ambito.com/finanzas/dolar/qienes-no-pueden-comprar-n5136310>
- Fernández, P. (2003). *Levered and Unlevered Beta*. Navarra, España: IESE Business School.
- FocusEconomic Concensus. (2021). *Argentina GDP*. FocusEconomic Concensus.
- Iguazú Argentina S.A. (2012). *Estados Financieros 2011*. Misiones, Argentina: Iguazú Argentina S.A.
- Iguazú Argentina S.A. (2013). *Estados Financieros 2012*. Misiones, Argentina: Iguazú Argentina S.A.
- Iguazú Argentina S.A. (2014). *Estados Financieros 2013*. Misioes, Argentina: Iguazú Argentina S.A.

Iguazú Argentina S.A. (2015). *Estados Financieros 2014*. Misiones, Argentina: Iguazú Argentina S.A.

Iguazú Argentina S.A. (2016). *Estados Financieros 2015*. Misiones, Argentina: Iguazú Argentina S.A.

Iguazú Argentina S.A. (2017). *Estados Financieros 2016*. Misiones Argentina: Iguazú Argentina S.A.

Iguazú Argentina S.A. (2018). *Estados Financieros 2017*. Misiones, Argentina: Iguazú Argentina S.A.

Iguazú Argentina S.A. (2019). *Estados Financieros 2018*. Misiones, Argentina: Iguazú Argentina S.A.

Iguazú Argentina S.A. (2020). *Estados Financieros 2019*. Misiones, Argentina: Iguazú Argentina S.A.

Iguazú Argentina S.A. (2021). *Estados Financieros 2020*. Misiones, Argentina: Iguazú Argentina S.A.

Iguazú Argentina S.A. (2022). *Estados Financieros 2021*. Misiones, Argentina: Iguazú Argentina S.A.

Iguazú Argentina S.A. (2023). *Estados Financieros 2022*. Misiones, Argentina: Iguazú Argentina S.A.

11.3. Sitios web

Bolsa de Comercio de Rosario. (2021) *Informe Coyuntura Económica*.

https://www.bcr.com.ar/sites/default/files/2021-07/2021_07_informe_coyuntura_economica_bcr.pdf

Datos Macro (2022). *Prima de Riesgo Argentina*.

<https://datosmacro.expansion.com/prima-riesgo/argentina>

Investing. (2022). *Rentabilidad Histórica S&P*. New York, USA: Investing.

<https://es.investing.com/indices/us-spx-500-historical-data>

Iguazú Argentina. (2022). *Parque Nacional Iguazú*. Misiones, Argentina.

<https://iguazuargentina.com/es/>

Silva, M. (2016). *Las Consecuencias Económicas de la Introducción del Ceó Cambiario en la Argentina*. Mendoza, Argentina: Universidad Nacional del Cuyo.

https://bdigital.uncu.edu.ar/objetos_digitales/8389/silva-cepo-cambiario-la.pdf

Singerman-Makon. (2020). *Desafíos del Turismo en Argentina*. Singerman-Makon.

<https://singerman-makon.com/desafios-del-turismo-en-argentina/>

Treasury Gov (2022). *Treasury yield curve*.

https://home.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/TextView?type=daily_treasury_yield_curve&field_tdr_date_value=2021

World Travel & Turism Council. (2020). *Executive report*. World Travel & Turism Council.

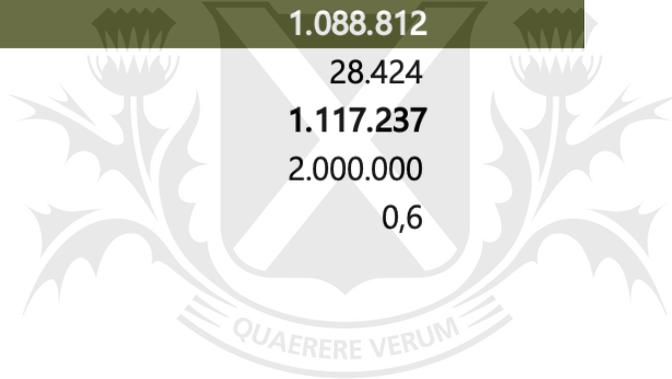
<https://wttc.org/>

Yahoo Finance. Historical data. (Junio-Julio 2022). <https://finance.yahoo.com/>

Anexo A: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Base

		Escenario Base						
en miles de pesos argentinos		Proyección						
		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos								
Tickets	49%	1.945.181	4.278.425	7.029.452	10.355.406	15.255.020	20.322.860	27.074.277
Locales Comerciales	45%	1.786.390	3.929.165	6.455.619	9.510.066	14.009.712	18.663.851	24.864.132
Paseo de Luna Llena	3%	119.093	261.944	430.375	634.004	933.981	1.244.257	1.657.609
Estacionamiento	3%	119.093	261.944	430.375	634.004	933.981	1.244.257	1.657.609
Total Ingresos		3.969.756	8.731.479	14.345.820	21.133.481	31.132.694	41.475.224	55.253.626
Egresos								
Costos		1.984.878	4.365.739	7.172.910	10.566.740	15.566.347	20.737.612	27.626.813
Gastos de Venta		396.976	873.148	1.434.582	2.113.348	3.113.269	4.147.522	5.525.363
Gastos de Administración		714.556	1.571.666	2.582.248	3.804.027	5.603.885	7.465.540	9.945.653
Depreciaciones y Amortizaciones		139.279	212.003	331.490	507.511	766.816	1.112.263	1.572.471
Total Egresos		3.235.689	7.022.557	11.521.229	16.991.626	25.050.317	33.462.938	44.670.300
Resultado Operativo (EBIT)		734.068	1.708.922	2.824.590	4.141.855	6.082.377	8.012.286	10.583.326
Impuestos	35%	(256.924)	(598.123)	(988.607)	(1.449.649)	(2.128.832)	(2.804.300)	(3.704.164)
EBIT (1-t)		477.144	1.110.799	1.835.984	2.692.206	3.953.545	5.207.986	6.879.162
Depreciaciones y Amortizaciones		139.279	212.003	331.490	507.511	766.816	1.112.263	1.572.471
CAPEX	6%	(226.603)	(498.412)	(818.892)	(1.206.347)	(1.777.124)	(2.367.499)	(3.154.001)
Variaciones de capital de trabajo	8%	245.064	367.786	433.641	524.266	772.320	798.837	1.064.218
Flujo de fondos disponibles para la firma		634.884	1.192.177	1.782.223	2.517.636	3.715.557	4.751.587	6.361.850
Ke en pesos Escenario Base		160%	139%	79%	60%	60%	46%	46%
Valor presente Junio 2022	1.088.812	2.194.219	4.044.859	5.450.436	6.220.805	6.257.981	4.366.367	6.361.850
Valor de la compañía	1.088.812							

Valuación de la Empresa	Sin Incluir Capex Obras Nuevas
Fecha de valuación	Junio 30 / 2022
Unidad de Medida	En miles de pesos argentinos
Tasa de descuento	Ke
Valor de Iguazú Argentina	1.088.812
Caja y equivalentes 30/06/22	28.424
Valor de la Empresa	1.117.237
Cantidad de Acciones	2.000.000
Precio por Acción	0,6



Universidad de
San Andrés

Anexo B: Flujo de Fondos disponibles para la firma incluyendo CAPEX Obras Nuevas – Escenario Base

en pesos argentinos

Inversiones CAPEX

1.441.978.120

En miles de pesos argentinos	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Depreciaciones	57.679	129.778	225.910	370.108	658.503	-	-
CAPEX Obras Nuevas	(288.396)	(288.396)	(288.396)	(288.396)	(288.396)	-	-
FCE tras Inversiones Capex Obras Nuevas	404.167	1.033.559	1.719.737	2.599.348	4.085.664	4.751.587	6.361.850
Valor presente	\$ 986.387	2.158.801	4.118.942	5.645.389	6.451.652	6.257.981	4.366.367

Valuación de la Empresa**Incluyendo CAPEX Obras Nuevas**

Fecha de valuación

Junio 30 / 2022

Unidad de Medida

En miles de pesos argentinos

Tasa de descuento

Ke

Valor de Iguazú Argentina**986.387**

Caja y equivalentes 30/06/22

28.424

Valor de la Empresa**1.014.812**

Cantidad de Acciones

2.000.000

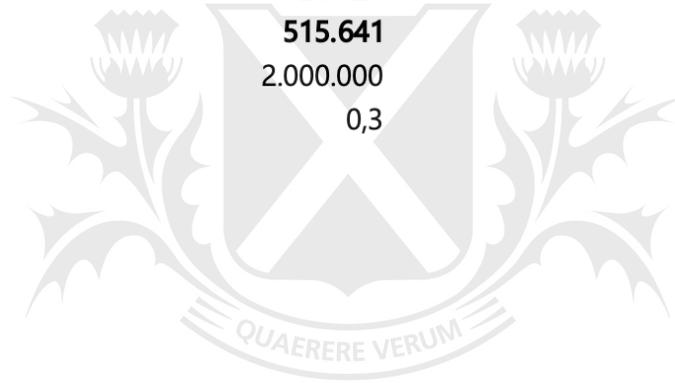
Precio por Acción

0,5

Anexo C: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Pesimista

		Escenario Pesimista				
en miles de pesos argentinos		Proyección				
		2023	2024	2025	2026	2027
Ingresos						
Tickets	49%	1.544.175	3.308.241	6.637.787	10.918.220	17.958.928
Locales Comerciales	45%	1.418.120	3.038.180	6.095.927	10.026.937	16.492.893
Paseo de Luna Llena	3%	94.541	202.545	406.395	668.462	1.099.526
Estacionamiento	3%	94.541	202.545	406.395	668.462	1.099.526
Total Ingresos		3.151.378	6.751.512	13.546.504	22.282.082	36.650.873
Egresos						
Costos		1.733.258	3.713.332	7.450.577	12.255.145	20.157.980
Gastos de Venta		315.138	675.151	1.354.650	2.228.208	3.665.087
Gastos de Administración		567.248	1.215.272	2.438.371	4.010.775	6.597.157
Depreciaciones y Amortizaciones		132.463	188.696	301.525	487.113	792.378
Total Egresos		2.748.106	5.792.451	11.545.123	18.981.241	31.212.603
Resultado Operativo (EBIT)		403.272	959.061	2.001.381	3.300.841	5.438.270
Impuestos	35%	(141.145)	(335.671)	(700.483)	(1.155.294)	(1.903.395)
EBIT (1-t)		262.127	623.390	1.300.897	2.145.547	3.534.876
Depreciaciones y Amortizaciones		132.463	188.696	301.525	487.113	792.378
CAPEX	6%	(179.888)	(385.392)	(773.265)	(1.271.911)	(2.092.114)
Variaciones de capital de trabajo	8%	181.854	278.068	524.832	674.720	1.109.818
Flujo de fondos disponibles para la firma		396.555	704.762	1.353.990	2.035.468	3.344.958
Ke en pesos Escenario Pesimista		211%	139%	125%	84%	84%
Valor presente FCF Junio 2022	487.216	1.118.518	1.971.284	3.075.983	3.631.336	3.344.958
Valor de la compañía		487.216				

Valuación de la Empresa	Sin Incluir Capex Obras Nuevas
Fecha de valuación	Junio 30 / 2022
Unidad de Medida	En miles de pesos argentinos
Tasa de descuento	Ke
Valor de Iguazú Argentina	487.216
Caja y equivalentes 30/06/22	28.424
Valor de la Empresa	515.641
Cantidad de Acciones	2.000.000
Precio por Acción	0,3



Universidad de
San Andrés

Anexo D: Flujo de Fondos disponible para la firma – Escenario Optimista

		Escenario Optimista						
en miles de pesos argentinos		Proyección						
		2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029
Ingresos								
Tickets	49%	1.669.256	2.312.202	3.202.791	4.436.406	5.353.081	6.459.164	7.169.672
Locales Comerciales	45%	1.532.990	2.123.451	2.941.338	4.074.251	4.916.095	5.931.885	6.584.392
Paseo de Luna Llena	3%	102.199	141.563	196.089	271.617	327.740	395.459	438.959
Estacionamiento	3%	102.199	141.563	196.089	271.617	327.740	395.459	438.959
Total Ingresos		3.406.645	4.718.780	6.536.307	9.053.890	10.924.655	13.181.967	14.631.983
Egresos								
Costos		1.532.990	2.123.451	2.941.338	4.074.251	4.916.095	5.931.885	6.584.392
Gastos de Venta		340.665	471.878	653.631	905.389	1.092.465	1.318.197	1.463.198
Gastos de Administración		613.196	849.380	1.176.535	1.629.700	1.966.438	2.372.754	2.633.757
Depreciaciones y Amortizaciones		134.589	173.891	228.332	303.742	394.734	504.527	626.397
Total Egresos		2.621.440	3.618.601	4.999.837	6.913.082	8.369.732	10.127.363	11.307.745
Resultado Operativo (EBIT)		785.206	1.100.179	1.536.470	2.140.808	2.554.923	3.054.604	3.324.239
Impuestos	35%	(274.822)	(385.063)	(537.765)	(749.283)	(894.223)	(1.069.112)	(1.163.484)
EBIT (1-t)		510.384	715.116	998.706	1.391.525	1.660.700	1.985.493	2.160.755
Depreciaciones y Amortizaciones		134.589	173.891	228.332	303.742	394.734	504.527	626.397
CAPEX	6%	(194.459)	(269.359)	(373.107)	(516.816)	(623.604)	(752.456)	(835.227)
Variaciones de capital de trabajo	8%	201.570	101.347	140.382	194.453	144.494	174.351	111.997
Flujo de fondos disponibles para la firma		652.083	720.996	994.314	1.372.904	1.576.324	1.911.914	2.063.922
Ke en pesos Escenario Optimista		123%	44%	44%	44%	25%	26%	26%
Valor presente FCF Junio 2022	1.468.627	2.622.608	3.043.446	3.387.040	3.503.088	2.816.698	1.637.747	2.063.922
Valor de la compañía	1.468.627							

Anexo E: Mapa del Área Cataratas

