



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés
Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación
“Valuación del capital accionario de Merle Group”

Autor: Ángel Kevin Sánchez
DNI: 39.400.647

Director del Trabajo Final de Graduación: Alejandro E. Loizaga

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 10 de Noviembre del 2023

Índice

1.La Empresa: Merle Group.....	6
2.Análisis de la industria.....	8
2.1. Análisis del consumo global de bebidas alcohólicas.....	8
2.2. Análisis del consumo global de bebidas espirituosas.....	14
2.3. Análisis del consumo de bebidas alcohólicas en américa.....	19
2.4. Análisis del consumo de bebidas alcohólicas en Argentina.....	21
2.5. Análisis del consumo de bebidas alcohólicas en Brasil.....	24
3.Análisis financiero.....	29
3.1. Evolución histórica de Merle Group.....	29
3.1.1. Evolución histórica de Ventas.....	30
3.1.2. Evolución histórica de Gastos.....	31
3.1.3. Evolución histórica de las Utilidades y Ratios de Rentabilidad.....	33
3.1.4. Evolución histórica de Bienes de Uso y Depreciaciones.....	35
3.1.5. Evolución histórica de las Ratios Financieros.....	36
3.1.5.1. Ratios de Liquidez.....	36
3.1.5.2. Ratios de Eficiencia.....	37
3.1.5.3. Ratios de Endeudamiento y Solvencia.....	38
3.2. Ratios de la Industria.....	39
4.Valuación de capital accionario de Merle Group.....	42
4.1. Valuación por método flujo de fondos descontados (DCF).....	42
4.1.1. Marco teórico.....	42
4.1.2. Estimación de la tasa de descuento (WACC).....	43
4.1.2.1. Cálculo del Costo del Capital Propio (Ke).....	44
4.1.2.1.1. Tasa Libre de Riesgo (Rf).....	44
4.1.2.1.2. Beta Apalancado (BI).....	44
4.1.2.1.3. Prima de Riesgo.....	46
4.1.2.1.4. Prima de Riesgo País (Rp).....	46
4.1.2.2. Cálculo del Costo de la Deuda (Kd).....	47
4.1.3.1. Cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC).....	48
4.1.3. Estimación de los flujos fondos libres.....	49
4.1.3.1. Inflación proyectada.....	50
4.1.3.2. Proyección de Resultados.....	52
4.1.3.2.1. Proyección de Utilidad Bruta.....	53
4.1.3.2.2. Proyección de Inversión en Capital (CAPEX).....	57
4.1.3.2.3. Proyección de Gastos Operativos.....	59
4.1.3.2.4. Proyección de Gastos Administrativos.....	61
4.1.3.2.5. Proyección de Gastos de Marketing.....	61
4.1.3.2.6. Proyección de Gastos de Comercialización.....	62
4.1.3.2.7. Proyección de Gastos Financieros.....	63
4.1.3.2.8. Proyección de Utilidad Neta.....	64
4.1.3.2.9. Proyección de Márgenes de Ganancias.....	65
4.1.3.2.10. Proyección de Ganancia Antes de Intereses, Impuestos,	

Depreciación y Amortización (EBITDA).....	65
4.1.3.3. Proyección del Estado de Situación Patrimonial.....	66
4.1.3.4. Cálculo del Flujo de Fondos Libres Proyectados.....	68
4.1.3.5. Cálculo del Valor terminal.....	69
4.1.3.6. Resultado de la valuación del capital accionario.....	70
4.1.3.6.1. Escenario Optimista.....	70
4.1.3.6.2. Escenario Pesimista.....	72
4.2. Valuación por múltiplos.....	75
4.2.1. Marco teórico.....	75
4.2.2. Elección del ratio.....	75
4.2.3. Empresas comparables.....	75
4.2.4. Resultado de la valuación por múltiplos.....	76
5. Conclusión.....	78
Anexos.....	80
Glosario.....	92
Bibliografía.....	94



Universidad de
San Andrés

Índice de gráficos

- Gráfico 1. Clasificación de población según consumo de bebidas alcohólicas por región
- Gráfico 2. Variación de consumidores habituales por región
- Gráfico 3. Tendencia del consumo de bebidas alcohólicas per cápita de la población
- Gráfico 4. Tendencia del consumo per cápita de los consumidores habituales por región
- Gráfico 5: Consumo de bebidas alcohólicas por persona de 15 años o más
- Gráfico 6. Participación de cada segmento de bebidas espirituosas sobre el total de las ventas del 2021
- Gráfico 7. Evolución de las ventas de bebidas espirituosas (millones USD)
- Gráfico 8. Proyección del consumo de bebidas espirituosas (millones de USD)
- Gráfico 9. Evolución de las ventas de bebidas espirituosas en el mundo (millones de USD)
- Gráfico 10. Consumo per cápita de bebidas alcohólicas en América de personas de 15 años o más
- Gráfico 11. Consumo per cápita de bebidas alcohólicas en Argentina por personas mayores a 15 años
- Gráfico 12. Tasa de crecimiento anual de la población en Argentina
- Gráfico 13. Consumo per cápita de bebidas alcohólicas en Brasil en personas mayores a 15 años
- Gráfico 14. Tasa de crecimiento anual de la población en Brasil
- Gráfico 15. Participación de las empresas en el mercado mundial del Gin en el 2021
- Gráfico 16. Participación de Merle Group en el mercado argentino de bebidas espirituosas
- Gráfico 17. Evolución de Ventas Netas, Costo de Mercadería Vendida y Utilidad Bruta de Merle Group
- Gráfico 18. Evolución histórica de Gastos de Merle Group
- Gráfico 19. Evolución histórica de Márgenes de Rentabilidad de Merle Group
- Gráfico 20. Evolución histórica de Ratios de Rentabilidad de Merle Group
- Gráfico 21. Evolución histórica de Bienes de Uso y Depreciaciones
- Gráfico 22. Inflación Anual Proyectada de Argentina
- Gráfico 23. Inflación proyectada en Argentina y Estados Unidos
- Gráfico 24. Proyección de CAPEX sobre Ventas
- Gráfico 25. Proyección de Ventas Netas en los tres Escenarios

Índice de tablas

- Tabla 1. Consumo de bebidas alcohólicas en Sudamérica (litros de alcohol puro per cápita)
- Tabla 2. Participación de las principales empresas en el mercado argentino de bebidas espirituosas
- Tabla 3. Evolución Histórica del Estado de Resultados de Merle Group (en millones de Pesos)
- Tabla 4. Evolución Histórica de las Utilidades de Merle Group (en millones de Pesos)
- Tabla 5. Evolución Histórica de los ratios de Liquidez
- Tabla 6. Evolución Histórica de los ratios de Eficiencia
- Tabla 7. Evolución Histórica de los ratios de Solvencia
- Tabla 8. Márgenes de las principales empresas de la Industria de bebidas espirituosas
- Tabla 9. Ratios de Empresas Comparables correspondientes a Balances del 2022
- Tabla 10. Betas Apalancados de empresas comparables
- Tabla 11. Betas Desapalancados
- Tabla 12. Proyección de ventas de principales productos (en miles de botellas)
- Tabla 13. Participación proyectada de Merle Group en el mercado de bebidas espirituosas de Argentina y Brasil
- Tabla 14. Utilidad Bruta Proyectada
- Tabla 15. Proyección de Utilidad Neta (en millones de pesos)
- Tabla 16. Proyección de Ganancia Antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización (EBITDA) (en millones de pesos)
- Tabla 17. Flujo Libre de Fondos Proyectados (en millones de pesos)
- Tabla 18. Determinación de la tasa crecimiento perpetuo
- Tabla 19. Valuación del capital accionario de Merle Group (en millones de pesos)
- Tabla 20. Estado de Resultados proyectados de Merle Group - Escenario Optimista (en miles de Pesos)
- Tabla 21. Flujo Libre de Fondos Proyectados - Escenario Optimista (en millones de pesos)
- Tabla 22. Valuación del capital accionario de Merle Group - Escenario Optimista (en millones de pesos)
- Tabla 23. Estado de Resultados proyectados de Merle Group - Escenario Pesimista (en miles de Pesos)
- Tabla 24. Flujo Libre de Fondos Proyectados - Escenario Pesimista (en millones de pesos)
- Tabla 25. Valuación del capital accionario de Merle Group - Escenario Pesimista (en millones de pesos)

Resumen ejecutivo

El presente trabajo final tiene como objetivo valorar la empresa argentina Merle Group al cierre de su ejercicio fiscal el 31 de diciembre de 2022. Merle Group es una empresa industrial ubicada en Buenos Aires, fundada en 2018, que se dedica a la producción y comercialización de bebidas espirituosas tanto de marca propia como de terceros. Fue impulsada desde sus inicios por inversiones en capital y la mejora constante de sus circuitos operativos, administrativos y comerciales. Esto le ha permitido posicionarse rápidamente en el mercado local y comenzar su expansión en Brasil, Uruguay, Chile y España.

La valuación del capital accionario se realiza a través del método de flujo de fondos descontados y de valuación por múltiplos de comparables, con el objetivo de compararlo con el precio negociado en una ronda de inversionistas realizada en noviembre de 2022. El último precio al que emitieron acciones se determinó utilizando metodologías sugeridas por J.P. Morgan, a través de múltiplos por comparables.

En este trabajo se tienen en cuenta los desafíos implicados en la valuación de una empresa relativamente nueva, en pleno crecimiento, con la mayoría de sus flujos de fondos en pesos y ubicada en una economía emergente con un mercado de capitales limitado. Se recopiló una gran cantidad de información interna de la empresa, principalmente reportes mensuales de resultados y situación patrimonial, que se utilizan para tomar decisiones estratégicas a corto y largo plazo, así como se realizan consultas constantes con cada dirección. Además, se llevan a cabo análisis de razonabilidad de los ratios internos de las operaciones realizadas y proyectadas. Con base en estos datos, se elaboran estados contables proyectados anuales y se generan flujos de fondos netos, aplicando herramientas financieras disponibles para este tipo de empresas, lo que permite llegar a valuaciones razonables.

La valuación de descuento de fondos se realiza bajo tres escenarios en función de la información y proyecciones expuestas a lo largo del trabajo, siendo la cuota de mercado proyectada para la empresa lo que determina diferentes resultados. En el escenario base se obtiene un valor por acción equivalente a 133,76 millones de pesos, mientras que en el escenario optimista 140,72 millones y finalmente en el escenario pesimista 90,60 millones. Por su parte, la valuación a través de múltiplos por comparables EV/EBITDA da lugar a una valuación de Merle Group de 63,76 millones de pesos. Estos importes son comparados con el precio al que se negoció en noviembre del 2022, el cual fue de 25 millones de pesos.

1.La Empresa: Merle Group

Merle Group es una empresa argentina fundada en 2018 por 4 ingenieros egresados del ITBA. Inicialmente, se estableció con una sede administrativa en Retiro - CABA, mientras que su fábrica se ubicaba en Avellaneda - Buenos Aires, operando bajo la forma de una Sociedad de Hecho. En 2019, la compañía inició el trámite para obtener su personería jurídica como Sociedad por Acciones Simplificada, adoptando el nombre de Polditos SAS y estableciendo su domicilio legal en CABA. A través de esta estructura legal, se capitalizaron los aportes societarios y se llevan a cabo las operaciones de la empresa. Actualmente, cuenta con 5 socios, siendo el último incorporado durante el año 2022 en una ronda de negocios.

El principal objeto de Merle Group es la destilación, producción y comercialización de bebidas espirituosas, con especial enfoque en la producción de gin y vodka. El gin es una bebida alcohólica que se distingue por su sabor característico derivado de botánicos, bayas y esencias florales. Su elaboración involucra diversas etapas como malteado, fermentación, destilación, aromatización y envasado. Para llevar a cabo este proceso, Merle Group utiliza tres alambiques tradicionales de 1.500 litros cada uno, en los cuales se destila el gin en presencia de hierbas como enebro, ulmaria y otras.

Merle es una marca propia de gin, específicamente del tipo London Dry, que ha sido desarrollada desde sus inicios mediante diversas estrategias de marketing y canales comerciales, con el objetivo de expandirse por toda Latinoamérica. Aunque tradicionalmente el consumo de gin se asocia a personas mayores en eventos formales, la empresa busca hacerlo más accesible y presente en eventos juveniles y bares, aprovechando su esencia coctelera distintiva.

En cuanto al vodka, es una bebida espirituosa elaborada principalmente con granos como trigo, centeno y cebada, que también pasa por un proceso de fermentación y destilación. A diferencia del gin, el vodka requiere múltiples etapas de destilación y filtrado para obtener un alcohol puro y alcanzar una graduación específica. En 2021, Merle Group lanzó su propia marca de vodka llamada Spectre, que se comercializa a través de los mismos canales pero dentro de un mercado más amplio.

El punto de partida para todos los proyectos de Merle Group es el desarrollo de marcas propias de bebidas espirituosas y productos complementarios a precios competitivos, con distribución en diversos canales de venta dentro del segmento de bebidas de gama media. Su enfoque se centra en el mercado latinoamericano, principalmente en Argentina y Brasil, donde se observa una tendencia hacia bebidas alcohólicas más refinadas y con un estilo cóctelero. Además de sus marcas propias, Merle Group también ofrece servicios a terceros, que van desde el desarrollo de recetas de bebidas espirituosas hasta la producción a gran escala.

El proyecto inicial de Merle Group fue financiado únicamente con aportes de los socios. El monto se destinó a la estructura de activos fijos, al capital de trabajo necesario para la producción de los primeros dos años y al lanzamiento de la marca. Inicialmente, se establecieron contratos de servicios con empresas reconocidas, como Cervecería y Maltería Quilmes y Destilería Patagónica, y se vendieron productos propios en CABA, Buenos Aires, Mendoza y Santa Fe. Durante el primer año, se entregaron 600.000 botellas de 750 ml, y en 2019 se entregaron 800.000 botellas entre gin y vodka, manteniendo márgenes brutos iguales a los de la industria y la competencia, es decir, del 32%. Durante los primeros 4 años, el aumento del capital se logró a través de la reinversión de utilidades, nuevos aportes de capital y préstamos de terceros. Las utilidades se destinaron exclusivamente al aumento del capital de trabajo, mientras que los préstamos y aportes de los socios se utilizaron para

la estructura fija de la empresa, como maquinarias, equipos de producción y automatización de líneas. Entre 2018 y 2022, se obtuvo la financiación necesaria para construir una capacidad operativa que permitirá afrontar la producción de los próximos 10 años. Se equipó una fábrica de 4.000 m² capaz de producir 200.000 botellas mensuales. La fábrica cuenta con tres líneas de destilación y fraccionamiento, siete tanques de almacenamiento, ocho depósitos para insumos y diferentes estados de los productos, así como oficinas, vestuarios, laboratorios, sistemas de anti incendios y transporte propio.

Hasta diciembre de 2022, Merle Group logró alcanzar una venta total de 1.000.000 de botellas de gin Merle de 750 ml en más de 7 variedades, siendo el London Dry su principal producto. También se vendieron 10.000 unidades de merchandising, como giftbox, cajas de hierbas, velas, copas y sets de bares. Además, se comercializaron 200.000 botellas de gin de terceras marcas, se desarrollaron 5 recetas y se establecieron acuerdos de producción con terceros. Merle Group también vendió 60.000 botellas de Merle Devs, una línea de combos limitados para promocionar la marca, así como 350.000 botellas de vodka y 100.000 botellas de agua tónica. Los distribuidores con los que trabajan se encuentran a lo largo de toda Argentina, principalmente en CABA, Buenos Aires, Córdoba, Mendoza, Santa Fe, Tucumán y Neuquén, así como en Brasil, con acuerdos comerciales en supermercados de Río de Janeiro.

Para asegurar la producción y evitar posibles quiebres en insumos y materias primas, Merle Group tiene acuerdos de aprovisionamiento anuales con proveedores de botellas, una fábrica propia ubicada en Santa Fe, importadores de botánicos directamente desde Albania, y fabricantes directos de alcohol, agua y packaging, principalmente en Buenos Aires.

La estrategia comercial de Merle Group apunta a un mercado de bebidas espirituosas en constante expansión y cada vez más competitivo, donde las empresas que inicialmente se enfocaron en el gin ahora buscan aumentar su participación. El mercado local está compuesto tanto por marcas locales como importadas. Algunas marcas importantes en la categoría de gin son Príncipes de los Apóstoles, Hiram Walker, Bols Gin, Gordons y Beefeater. En la categoría de gin de gama media, Merle logró una participación del 15%. En cuanto al vodka, la competencia es más fuerte, con marcas líderes reconocidas como Smirnoff, Absolut, Sky y Sernova. Spectre, la marca de vodka de Merle Group, está definiendo gradualmente su posicionamiento en el mercado a través de estrategias comerciales, el apoyo de distribuidores y acciones de marketing.

2. Análisis de la industria

2.1. Análisis del consumo global de bebidas alcohólicas

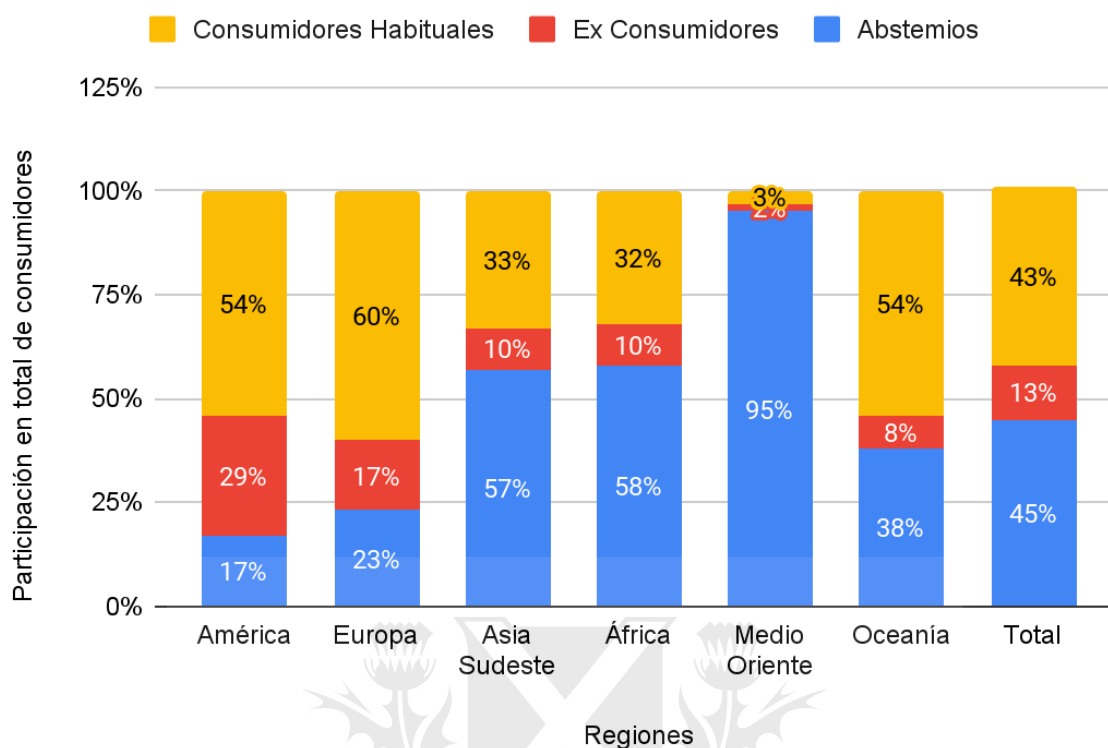
Para comprender el mercado de bebidas espirituosas se considera esencial comprender el consumo global de bebidas alcohólicas en los últimos años, especialmente en el contexto post pandemia. Para un análisis adecuado se tiene en cuenta el consumo per cápita a nivel mundial, segmentado por tipo de bebida y región geográfica.

La Organización Mundial de la Salud (OMS) es una fuente de información relevante, ya que recopila datos de diversas fuentes y emite informes públicos sobre el consumo de alcohol a nivel mundial. Estos informes analizan el consumo de alcohol en dos dimensiones: primero, clasificando a la población mayor de 15 años en consumidores habituales y no habituales; y segundo, midiendo el consumo en términos de litros o gramos de alcohol puro consumido por persona en cada región durante un año completo, sin asignar una clasificación específica a la población en análisis.

En la primera medición, se agrupa a la población según su nivel de consumo y se determina la proporción de cada grupo en relación al total de la población. Se identifican los consumidores habituales, es decir, las personas mayores de 15 años que han consumido bebidas alcohólicas más de una vez durante el año; los abstemios, aquellos que no han consumido alcohol durante el año; y los ex consumidores, personas mayores de 15 años que, a pesar de haber sido consumidores habituales en el pasado, no han consumido alcohol durante el último año. A través de encuestas realizadas por la OMS, se obtiene la proporción de cada grupo en el total de la población, la cual varía entre países. Para comprender el contexto de América en relación con otras regiones, es relevante observar los resultados estadísticos de una encuesta realizada por la OMS en 2018, que indica que América tiene una alta proporción de consumidores habituales en comparación con otras regiones, después de Europa. Estas proporciones están influenciadas por diversos factores propios de cada país, como características sociodemográficas, composición demográfica de la población, regulaciones vigentes, aspectos culturales y condiciones económicas.

San Andrés

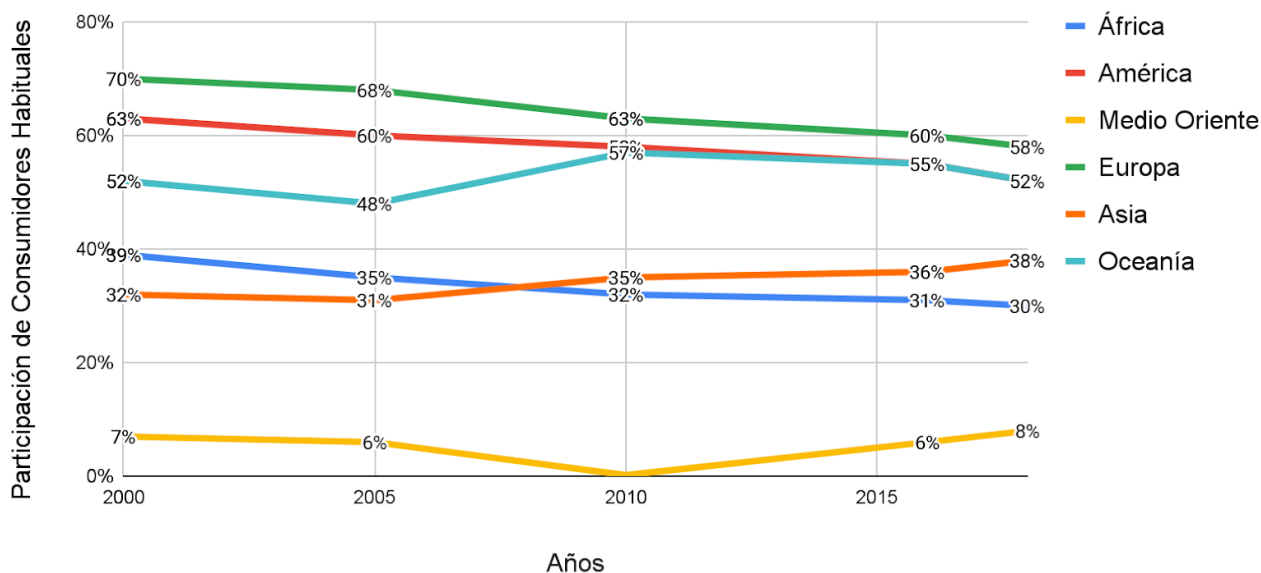
Gráfico 1. Clasificación de población según consumo de bebidas alcohólicas por región



Fuente: Encuesta de la Organización Mundial de la Salud (2018)

El grupo de tomadores habituales es de particular interés para el análisis de este trabajo. Además de conocer el porcentaje de este grupo en relación al resto de la población en la última encuesta informada, también es importante comprender la tendencia que ha experimentado este grupo en cada región en los últimos años. Para visualizar esta información, se presenta un gráfico que muestra la variación en la participación del grupo de tomadores habituales en los últimos 15 años, desglosado por región, hasta llegar a los datos informados en el año 2018. Este gráfico proporciona una visión clara de cómo ha evolucionado la presencia de los tomadores habituales en cada región a lo largo del tiempo, permitiéndonos analizar las tendencias y patrones de consumo en cada área geográfica. Es importante tener en cuenta que estos datos se basan en información recopilada de encuestas y estudios, y pueden variar según la región y el período de tiempo específico considerado.

Gráfico 2. Variación de consumidores habituales por región



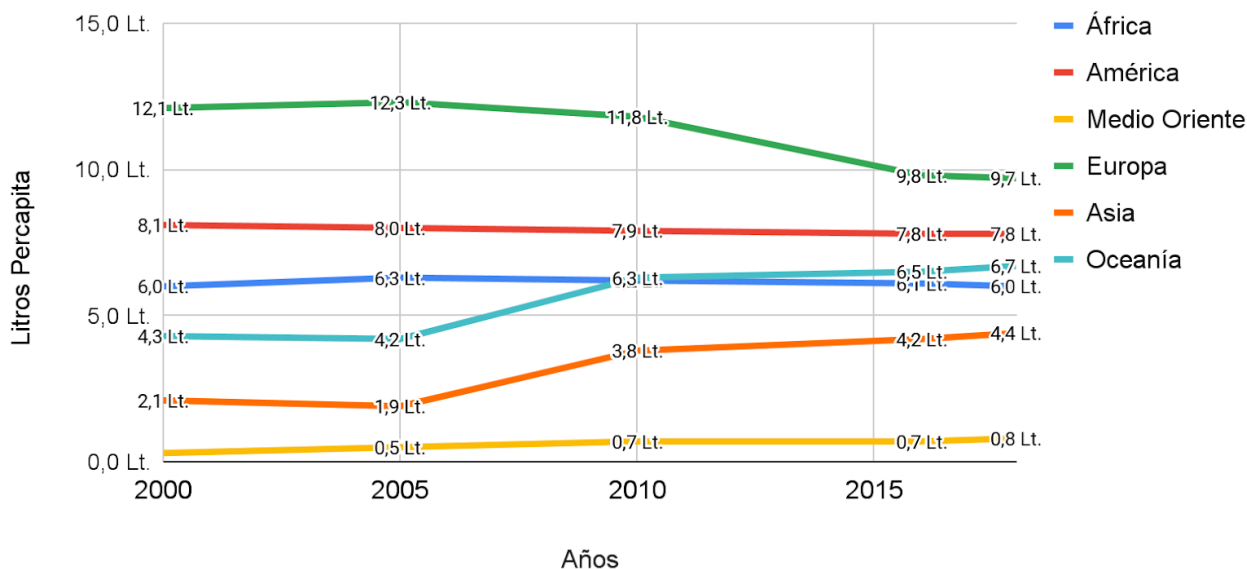
Fuente: Datos estadísticos de la Organización Mundial de la Salud (2018)

América y Europa han liderado las tendencias en el consumo de bebidas alcohólicas durante años, mientras que Medio Oriente muestra la menor participación en este aspecto. La composición del grupo de tomadores habituales en diferentes países ha experimentado una disminución leve entre los años 2000 y 2005. A partir de 2005, se observa una disminución más pronunciada en Europa, Medio Oriente y África, mientras que Oceanía y Asia comienzan a mostrar un crecimiento en esta categoría. América, por su parte, mantiene su tendencia estable a lo largo de los años.

La segunda medida que se utiliza para comprender el consumo global de bebidas alcohólicas es el consumo per cápita de alcohol, calculado anualmente por la OMS. Para este cálculo, se considera la cantidad de alcohol consumido que se declara en la base de datos del país, las bebidas comercializadas y las que están sujetas a impuestos. Además, se agrega un porcentaje adicional del 25% para tener en cuenta el consumo no registrado, que incluye bebidas producidas y distribuidas de manera informal. El cálculo del consumo per cápita de alcohol se realiza en términos de litros de alcohol puro anuales por cada persona mayor de 15 años en la población total.

En el siguiente gráfico se presentan las tendencias de esta medida, tomando datos reales que van desde el 2000 al 2016, sobre el total de la población de cada país:

Gráfico 3. Tendencia del consumo de bebidas alcohólicas per cápita de la población



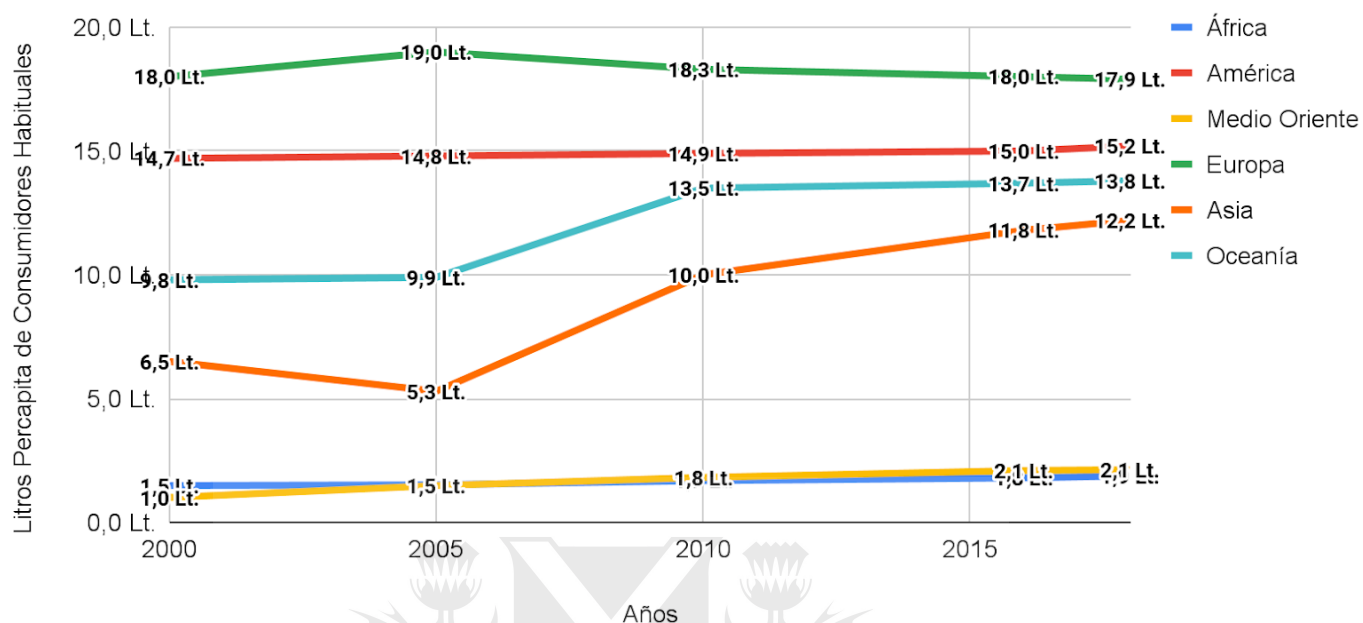
Fuente: Datos estadísticas publicados por la Organización Mundial de la Salud (2018)

En el gráfico se observa una tendencia similar a la medida anterior. Entre los años 2000 y 2005, el consumo per cápita de alcohol muestra una ligera disminución en todas las regiones. A partir de 2005, esta tendencia se acentúa con un descenso más marcado en Europa y Medio Oriente, mientras que Asia y Oceanía comienzan a mostrar valores más altos.

América se mantiene como la segunda región con mayor consumo per cápita, con un valor constante a lo largo de los años y sin presentar grandes variaciones. Estas tendencias se mantienen hasta el año 2018, donde Europa se sitúa como el principal consumidor per cápita de alcohol puro, con un promedio de 9,5 litros por año. América continúa como el segundo mayor consumidor, con un consumo anual de 8 litros. Oceanía experimenta un aumento significativo en su consumo per cápita, pasando de 4,3 litros en el año 2000 a convertirse en el tercer mayor consumidor, con una medida de 7,8 litros anuales. África y Asia se encuentran por debajo de estos valores, con un rango de consumo per cápita entre 4,3 y 6 litros. Por último, Medio Oriente y el resto del mundo presentan niveles muy bajos de consumo per cápita, que no superan los 0,3 litros por año.

Para el siguiente análisis, se combinarán las dos medidas anteriores en un nuevo gráfico, centrándose únicamente en la tendencia del consumo per cápita anual de las distintas regiones, considerando únicamente a los tomadores habituales. Esto permite observar una tendencia diferente en comparación con el análisis que incluía a toda la población.

Gráfico 4. Tendencia del consumo per cápita de los consumidores habituales por región



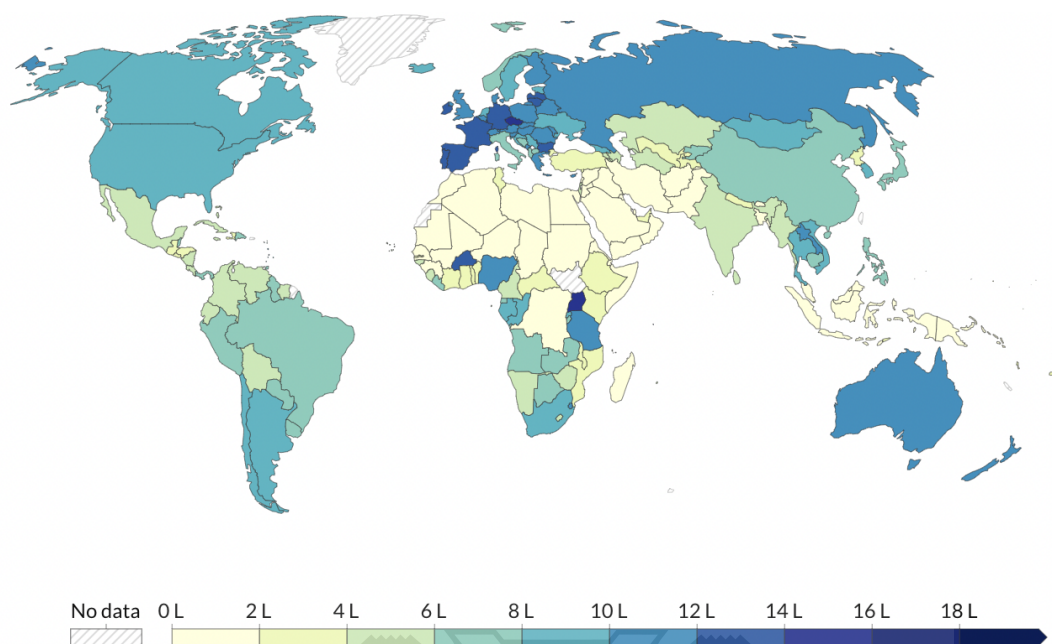
Fuente: Datos estadísticas publicados por la Organización Mundial de la Salud (2018)

La tendencia del consumo per cápita se mantuvo constante hasta el año 2005 en todas las regiones. A partir de ese año, se observa un aumento en el consumo en todas las regiones, excepto en Europa, donde comienza a disminuir. Aunque los análisis individuales mostraron un crecimiento en la participación de los grupos de abstemios y ex consumidores habituales a nivel mundial, el mayor consumo per cápita del grupo de tomadores habituales fue el factor que mantuvo constante el consumo per cápita de toda la población.

América se sitúa como la segunda región con mayor cantidad de consumidores habituales de bebidas alcohólicas. Según la encuesta de la OMS en 2018, el 54% de la población mayor de 15 años pertenece a este grupo, mientras que el 29% se considera ex consumidor. Solo el 17% de las personas declararon no haber consumido alcohol, lo que representa el porcentaje más bajo de abstemios en comparación con otras regiones a nivel mundial. Aunque el grupo de consumidores habituales ha disminuido en tamaño desde el año 2000, cuando representaba el 64%, sigue siendo el segundo más grande a nivel mundial. En el último cuadro se observa que, a pesar de la disminución en la participación de este grupo, el consumo per cápita de toda la población se ha mantenido constante, aproximadamente en 8 litros anuales durante los últimos 20 años. Esto se debe al aumento constante en el consumo per cápita del grupo de consumidores habituales, que ha pasado de 14,7 litros anuales en el año 2000 a 15,1 litros en 2018.

En el siguiente apartado del análisis del consumo de bebidas alcohólicas, se examinará la distribución del consumo de alcohol por países, centrándose especialmente en América. Our World in Data es una plataforma en línea que recopila y presenta datos e investigaciones sobre diversos temas relacionados con el desarrollo global. Uno de los informes que proporciona es el consumo de alcohol por persona en diferentes países de todo el mundo. En el último informe emitido en 2018, se muestra la cantidad de litros anuales per cápita consumidos en cada país, representada en diferentes tonos de azul.

Gráfico 5: Consumo de bebidas alcohólicas por persona de 15 años o más



Fuente: Our World in data (2018)

Los países que mayor consumo tienen en el mundo, mayores a 18 Litros per cápita por año, son Eslovaquia, Austria, Alemania, Francia, Portugal, España y Uganda. Luego les sigue con un consumo anual per cápita de entre 12 Litros y 18 Litros anuales, Rusia, Finlandia, Lituania, Bielorrusia, Bulgaria, Irlanda y Australia. Con un consumo per cápita de entre 6 litros y 12 litros podemos encontrar Argentina, Brasil, Chile, Uruguay, Perú, Norteamérica, Polonia, Suecia, Sudáfrica, Mongolia, China. Por su parte, Bolivia, México, Venezuela, Ecuador y la India son países que tienen un consumo anual per cápita entre 2 Litros y 6 Litros. El resto de los países, en su gran mayoría de África y Oceanía, tienen un consumo menor a 2 Litros anuales.

San Andrés

2.2. Análisis del consumo global de bebidas espirituosas

El mercado de bebidas alcohólicas está compuesto por diferentes segmentos, que incluyen cervezas, bebidas espirituosas, vinos y otros licores. Para obtener una mejor comprensión de la participación de cada uno de estos segmentos en el consumo global de bebidas alcohólicas, se utilizan informes de consultoras internacionales, como el reporte de facturación anual de bebidas alcohólicas de Statista del año 2021.

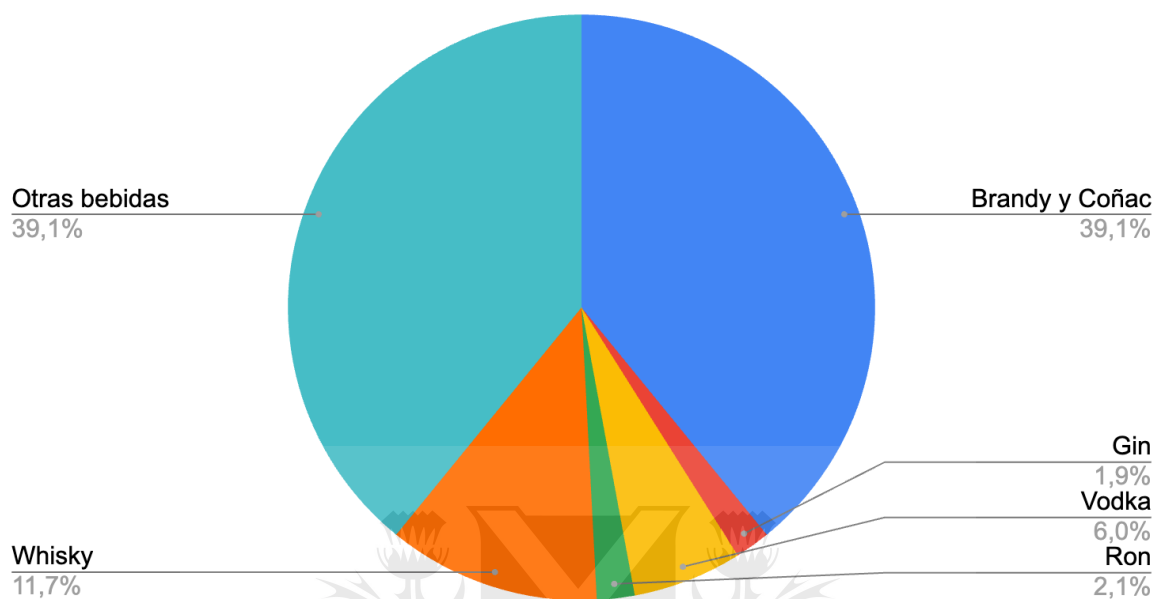
Según el informe de Statista, la facturación total mundial de bebidas alcohólicas en 2021 alcanzó los USD 1.100 millones en todos los segmentos. De este total, las cervezas representaron el principal segmento, con una participación del 40% en la facturación, totalizando USD 433 millones anuales. En segundo lugar se encuentran las bebidas espirituosas en todas sus variedades, que alcanzaron una facturación anual de USD 336 millones, lo que representa el 31% del mercado mundial. Los vinos ocuparon el tercer lugar con una participación del 20%, generando una facturación anual de USD 216 millones. Por último, los otros licores representaron el 9% del mercado mundial, con una facturación anual de USD 97 millones.

Dentro de estos segmentos, se destaca el de las bebidas espirituosas, ya que es en este ámbito en el que nuestra compañía se especializa. Según el informe de facturación mundial de 2021, el gin tuvo una participación del 1,9% en el total de las ventas, generando una facturación de USD 10.750 millones a nivel global. El vodka tuvo una participación ligeramente mayor, representando el 6% de las ventas y generando una facturación anual de USD 30.240 millones. Otros productos que forman parte del mercado de bebidas espirituosas incluyen el whisky, con una participación del 11,7% en las ventas, y el brandy, con un 39,1%. El resto de las ventas (39,1,8%) se atribuye a otros licores que también pasan por un proceso de destilación, siendo el tequila el líder en esta categoría.

Estos datos resaltan la importancia del segmento de bebidas espirituosas en el mercado global de bebidas alcohólicas, y enfatizan su relevancia para nuestra compañía, que se especializa en este sector.

Universidad de
San Andrés

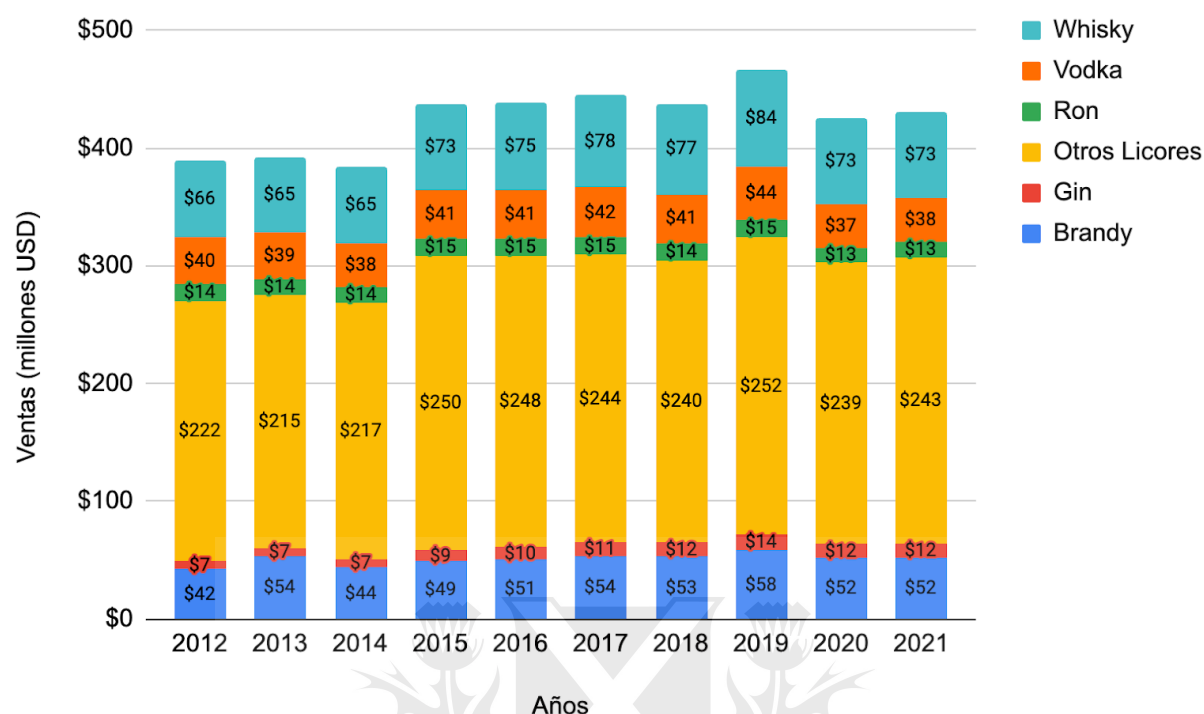
Gráfico 6. Participación de cada segmento de bebidas espirituosas sobre el total de las ventas del 2021



Fuente: Reporte del Statista (2021)

El IWSR (International Wine & Spirits Research) es una consultora especializada en recopilar información exclusivamente sobre la industria de bebidas alcohólicas a nivel mundial. Esta consultora se encarga de traducir esta información en informes que son utilizados como base para las estrategias de las compañías (IWSR, 2021, 75). Un indicador importante para evaluar el crecimiento de un sector es su CAGR histórico y proyectado. El CAGR (Compound Annual Growth Rate) es la tasa de crecimiento anual compuesta de una industria en particular, calculada a partir de los aumentos en sus ventas. Según los análisis realizados por esta consultora, el CAGR para las bebidas espirituosas durante el periodo de 2012 a 2019 fue del 2,6% anual. Sin embargo, durante el año 2020 y 2021, esta tasa se vio afectada negativamente por la pandemia del COVID-19, debido al cierre de establecimientos y las restricciones en el turismo, que son segmentos cruciales en este mercado. Como resultado, el CAGR se redujo al 1,2% durante este periodo.

Gráfico 7. Evolución de las ventas de bebidas espirituosas (millones USD)



Fuente: Datos estadísticos publicados por IWRS (2021)

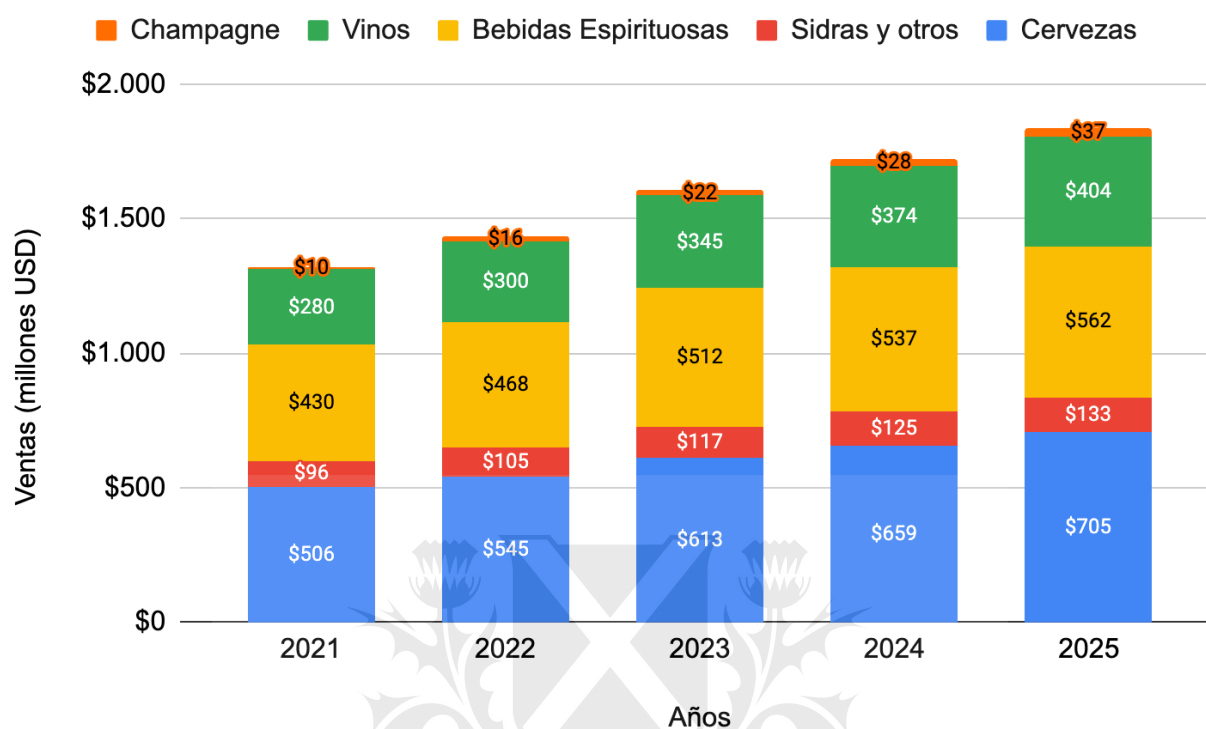
De no ser por la pandemia, las ventas de todas las bebidas espirituosas habrían continuado aumentando. En el caso del vodka, las ventas pasaron de USD 39,74 millones en 2012 a USD 44,28 millones en 2019, alcanzando su máximo histórico. Durante este periodo, el CAGR fue del 1,36%. Sin embargo, en el año 2020, las ventas se redujeron en USD 7,34 millones a nivel mundial, cerrando el año con una facturación anual de USD 36,94 millones. Este segmento fue uno de los más afectados debido al cierre de locales y la cancelación de eventos. En 2021, las ventas del vodka retomaron su crecimiento, pero a un ritmo más lento, alcanzando una facturación de USD 37,69 millones.

Lo mismo sucedió con el Gin, cuyas ventas experimentaron un aumento constante desde 2012 hasta 2019, pasando de USD 6,59 millones a USD 13,61 millones, con un CAGR del 9,49%. En el año 2020, las ventas disminuyeron en USD 1,84 millones, y se mantuvieron en USD 11,88 millones en 2021.

La pandemia del COVID-19 impactó inicialmente en el consumo de bebidas alcohólicas debido a las medidas adoptadas por los países, como el distanciamiento social, el uso de mascarillas, la reducción de la circulación en lugares de esparcimiento e incluso la prohibición de consumir alcohol. A medida que las restricciones fueron flexibilizándose a lo largo del 2021, se comenzaron a notar sectores que resultaron beneficiados, como el comercio electrónico, los servicios tecnológicos y el mercado de bebidas espirituosas.

En 2022, se observó una recuperación en muchos sectores y el mercado de las bebidas espirituosas rápidamente retomó niveles de crecimiento pre-pandémicos. Esto se vio respaldado por la tendencia de los consumidores a buscar experiencias más sofisticadas, aprovechando el tiempo y los recursos disponibles para probar diferentes cócteles en sus hogares. Esta tendencia hacia la premiumización del consumo de bebidas espirituosas ha llevado al IWRS a proyectar un CAGR del 4,68% entre 2022 y 2025 para este tipo de bebidas.

Gráfico 8. Proyección del consumo de bebidas espirituosas (millones de USD)



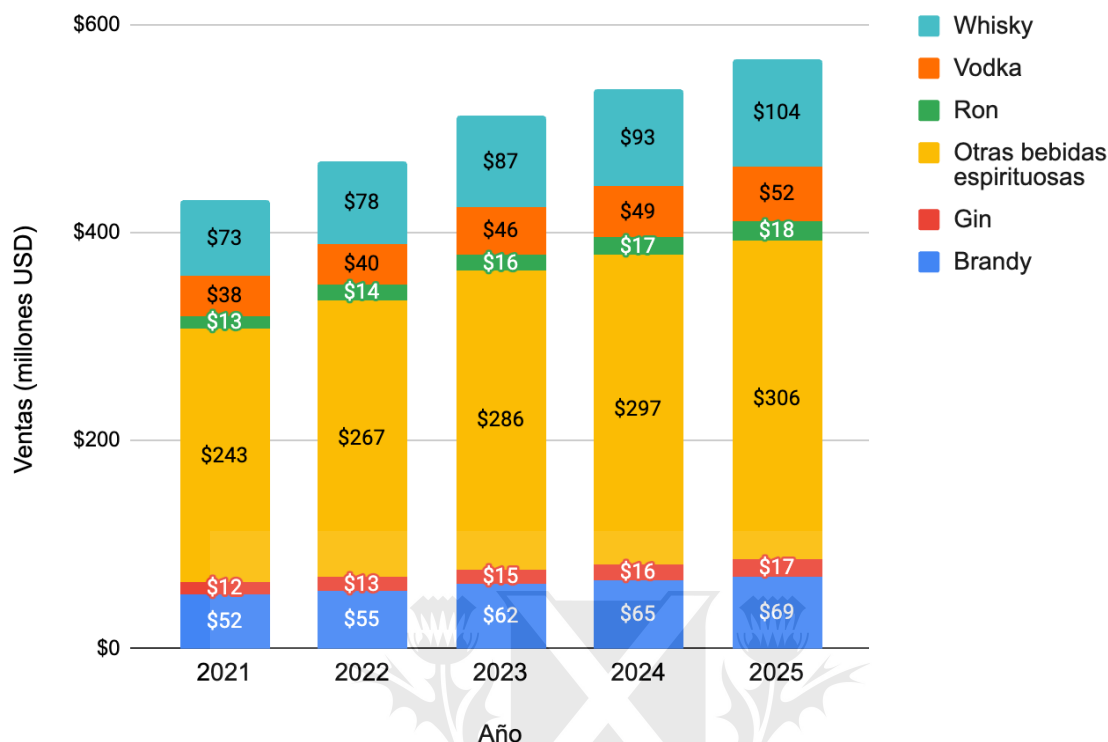
Fuente: Datos estadísticos publicados por IWRS (2021)

La consultora proyecta las ventas anuales en millones de dólares a nivel mundial y se basa en los CAGR promedio históricos de cada sector, teniendo en cuenta los efectos del COVID-19 y las nuevas tendencias emergentes. Dentro de estas proyecciones, los segmentos de cerveza, vinos y bebidas espirituosas son los que tienen mayor participación.

El crecimiento en el mercado de bebidas alcohólicas se espera que se dé de manera dispar en diferentes países, excepto en Estados Unidos, donde las bebidas listas para beber (RTD) están afectando considerablemente las ventas de cerveza. En el caso de los vinos, se proyecta un CAGR del 0,4%, con un mayor énfasis en aquellos vinos que apuntan al segmento premium.

En el siguiente gráfico se muestra la proyección de las ventas anuales de bebidas espirituosas en el mundo, en millones de dólares, según la consultora Statista.

Gráfico 9. Evolución de las ventas de bebidas espirituosas en el mundo (millones de USD)



Fuente: Datos publicados por el Statista (2021)

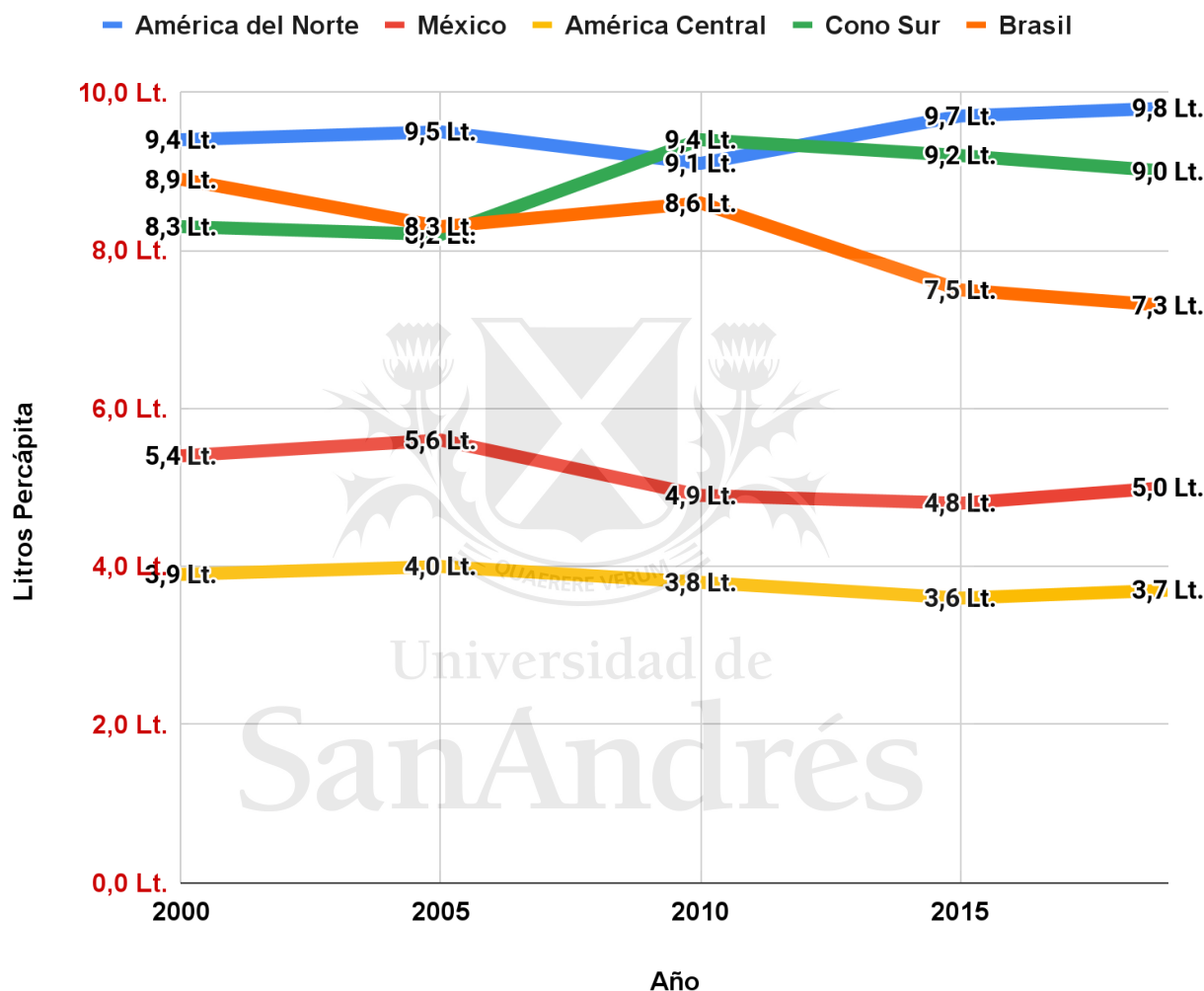
Se espera un CAGR promedio del 7,6% entre 2022 y 2025. Dentro de esta categoría, el gin ha experimentado el mayor crecimiento desde 2010 hasta 2019, con un CAGR del 2,8%. Posteriormente, su crecimiento se redujo al 1,2%, manteniéndose en ese nivel hasta la actualidad. Ahora se proyecta que entre 2023 y 2025, el gin tenga un aumento en su CAGR del 1,7%, especialmente en países como Sudáfrica, Rusia, Argentina y Brasil. Se espera que sea del 4,26% durante el 2023 y 2025.

En el caso del vodka, el volumen mundial se mantuvo estable hasta 2020, cuando experimentó una caída significativa debido a la pandemia. Sin embargo, en 2022 se observó una recuperación, volviendo a los niveles de facturación previos a la pandemia y con un CAGR del 1,82%. Se proyecta que esta recuperación continúe en 2023 y mantenga un CAGR del 4,17% hasta el 2025.

2.3. Análisis del consumo de bebidas alcohólicas en América

El mercado objetivo para las ventas y el crecimiento proyectado de Merle Group se encuentra en Latinoamérica. Por lo tanto, en esta etapa se tiene en cuenta los informes de la OMS sobre el consumo de alcohol en estos países durante los últimos años.

Gráfico 10. Consumo per cápita de bebidas alcohólicas en América de personas de 15 años o más



Fuente: Datos estadísticas publicados por la Organización Mundial de la Salud (2019)

En un gráfico de curvas se presenta la evolución del consumo de alcohol en países de América desde el año 2000 hasta 2019. Se observa que en los principales países, el consumo de alcohol se ha mantenido constante a lo largo de 20 años, con desviaciones de aproximadamente 1 a 1,5 litros en relación a su promedio. Los países de Centroamérica, México y el Caribe muestran los niveles más bajos de consumo, con valores que no superan los 4 litros anuales. Por otro lado, los países de Norteamérica tienen los mayores niveles de consumo, superando los 9,4 litros anuales. En el caso de los países del cono sur y Brasil, que son de interés para Merle Group, se observa un aumento gradual en el consumo, pasando de 8,3 litros en el año 2000 a 9 litros en el 2019, con picos de hasta 9,2 litros anuales. Estos países se posicionan como algunos de los mayores consumidores per

cápita de la región, después de Norteamérica. En cuanto a Brasil, se destaca por tener el tercer mayor consumo de alcohol, con 7,3 litros per cápita en el año 2019. Sin embargo, se ha registrado una disminución significativa en su consumo, pasando de 8,9 litros en el año 2000 a 7,3 litros en el 2019.

Tabla 1. Consumo de bebidas alcohólicas en Sudamérica (litros de alcohol puro per cápita)

Sub Region	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Brasil	8,5 Lt.	8,6 Lt.	8,4 Lt.	8,3 Lt.	8,1 Lt.	7,9 Lt.	7,6 Lt.	7,6 Lt.	7,3 Lt.	7,3 Lt.
Argentina	9,1 Lt.	9,0 Lt.	9,1 Lt.	9,3 Lt.	9,5 Lt.	9,6 Lt.	9,8 Lt.	9,6 Lt.	9,5 Lt.	9,5 Lt.
Chile	9,3 Lt.	9,5 Lt.	9,2 Lt.	9,5 Lt.	9,1 Lt.	9,2 Lt.	9,1 Lt.	9,0 Lt.	8,9 Lt.	8,9 Lt.
Paraguay	7,6 Lt.	7,5 Lt.	7,3 Lt.	7,0 Lt.	6,8 Lt.	6,7 Lt.	6,7 Lt.	6,9 Lt.	7,0 Lt.	7,0 Lt.
Uruguay	7,1 Lt.	7,2 Lt.	7,4 Lt.	7,5 Lt.	7,4 Lt.	7,0 Lt.	6,9 Lt.	7,0 Lt.	6,9 Lt.	6,9 Lt.

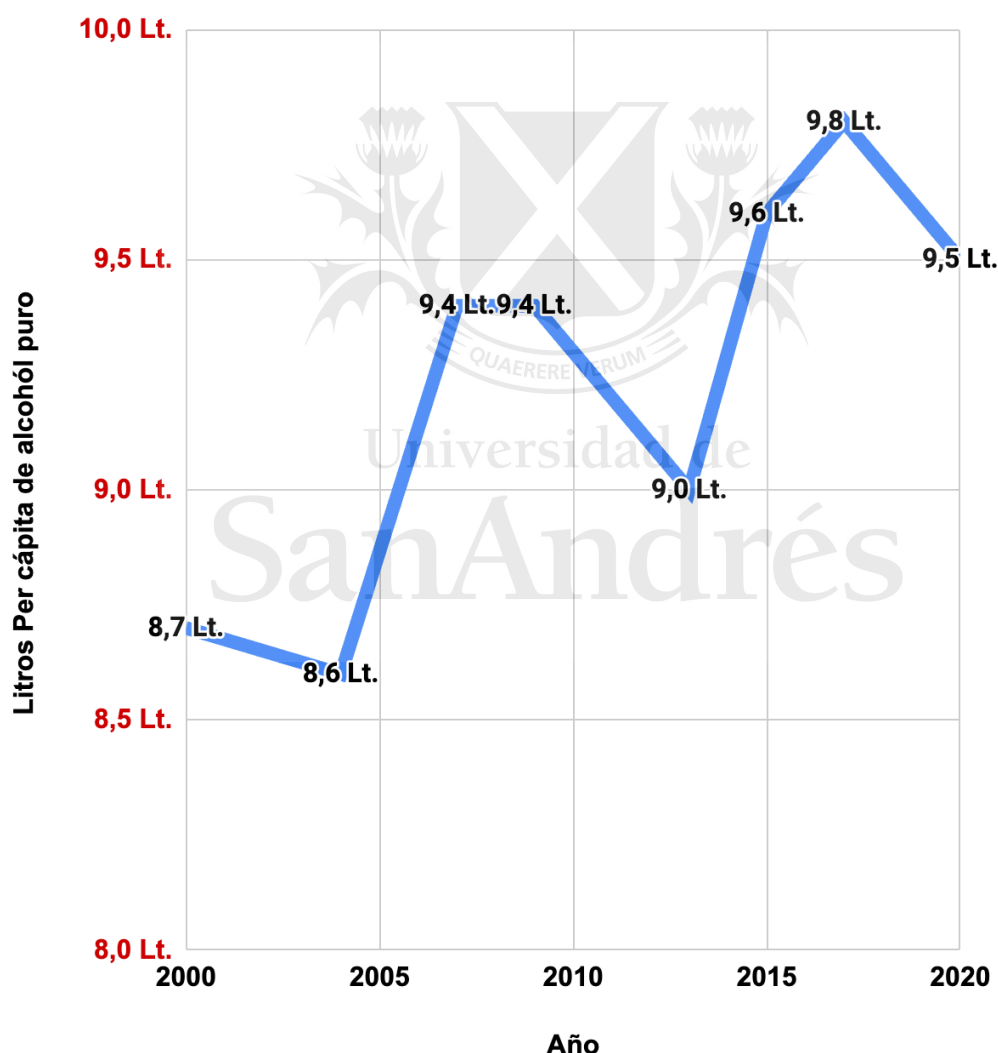
Fuente: Datos estadísticas publicados por la Organización Mundial de la Salud (2019)



2.4. Análisis del consumo de bebidas alcohólicas en Argentina

En el siguiente gráfico se muestra la evolución del consumo per cápita de alcohol puro en Argentina desde el año 2000. Durante ese periodo, Argentina se ha posicionado como el mayor consumidor de bebida alcohólicas entre los países del cono sur. En el año 2010, Chile tenía el mayor consumo con 9,3 litros per cápita de alcohol puro, pero a lo largo de los años su consumo disminuyó llegando a 8,9 litros en 2019. En contraste, Argentina experimentó un aumento en su consumo, pasando de 9,1 litros en el año 2000 a 9,5 litros en 2019. El gráfico permite visualizar la tendencia ascendente del consumo de alcohol en Argentina a lo largo de los años.

Gráfico 11. Consumo per cápita de bebidas alcohólicas en Argentina por personas mayores a 15 años

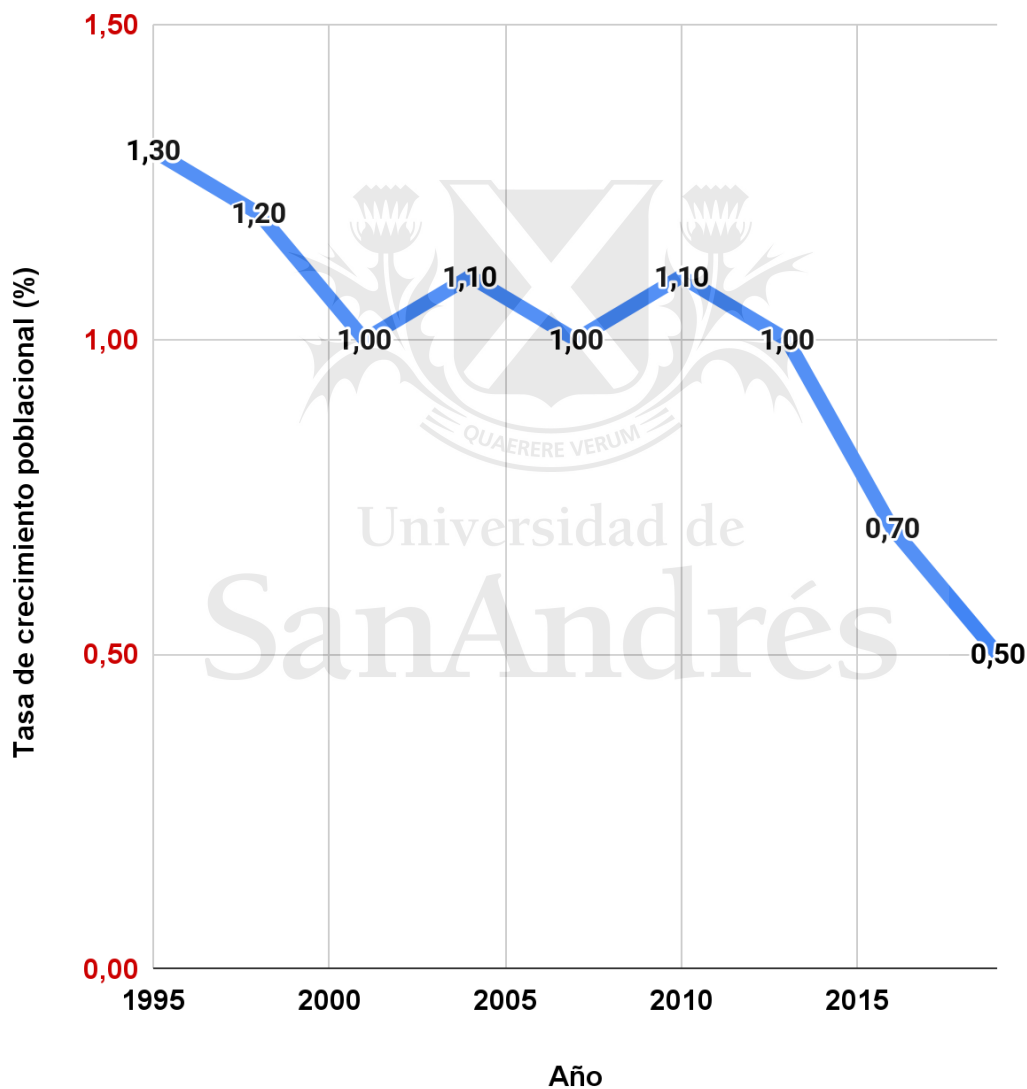


Fuente: Datos estadísticas publicados por la Organización Mundial de la Salud (2020)

Durante los últimos años, Argentina se ha mantenido como uno de los mayores consumidores de alcohol en América. A lo largo de un período de 20 años, se observa un

aumento gradual en el consumo per cápita, con un incremento total del 9,19%. Sin embargo, se han registrado fluctuaciones en el consumo a lo largo del tiempo. Entre los años 2001 y 2004, Argentina experimentó una disminución en el consumo, alcanzando niveles mínimos de 8,6 litros anuales. Estos años estuvieron marcados por sucesos que afectaron a la economía en general. A partir de 2004, el consumo de alcohol comenzó a aumentar nuevamente hasta llegar a un pico en 2010. Posteriormente, se produjo una caída en el consumo para luego retomar variaciones positivas a partir de 2014. Estas fluctuaciones reflejan la influencia de diversos factores económicos y sociales en el consumo de alcohol en Argentina a lo largo del tiempo.

Gráfico 12. Tasa de crecimiento anual de la población en Argentina



Fuente: Datos estadísticas publicados por la Organización Mundial de la Salud (2021)

Es crucial tener en cuenta la población de cada país, ya que es un factor determinante para evaluar la demanda potencial y el tamaño del mercado. Además, el crecimiento de la

población puede indicar el potencial aumento en las ventas debido a un mayor número de consumidores.

Entre 1995 y 2020, la tasa de crecimiento de la población disminuyó significativamente, pasando de un 1,3% en 1995 a un 0,5% en 2021, alcanzando su punto más bajo en este último año. A pesar de esta tendencia a la baja en la tasa de crecimiento, la cantidad total de personas mayores de quince años ha aumentado nominalmente. En el año 2000, la población de este grupo fue de 17.102.000 personas, mientras que en 2020 aumentó a 21.134.224 personas.

Estos datos demuestran que, aunque la tasa de crecimiento de la población ha disminuido, la cantidad total de personas en el grupo demográfico de quince años o más ha experimentado un incremento a lo largo de estos años. Este aumento en la población puede tener implicaciones importantes para la demanda de productos y servicios, incluyendo el consumo de bebidas alcohólicas como las que ofrece Merle Group.

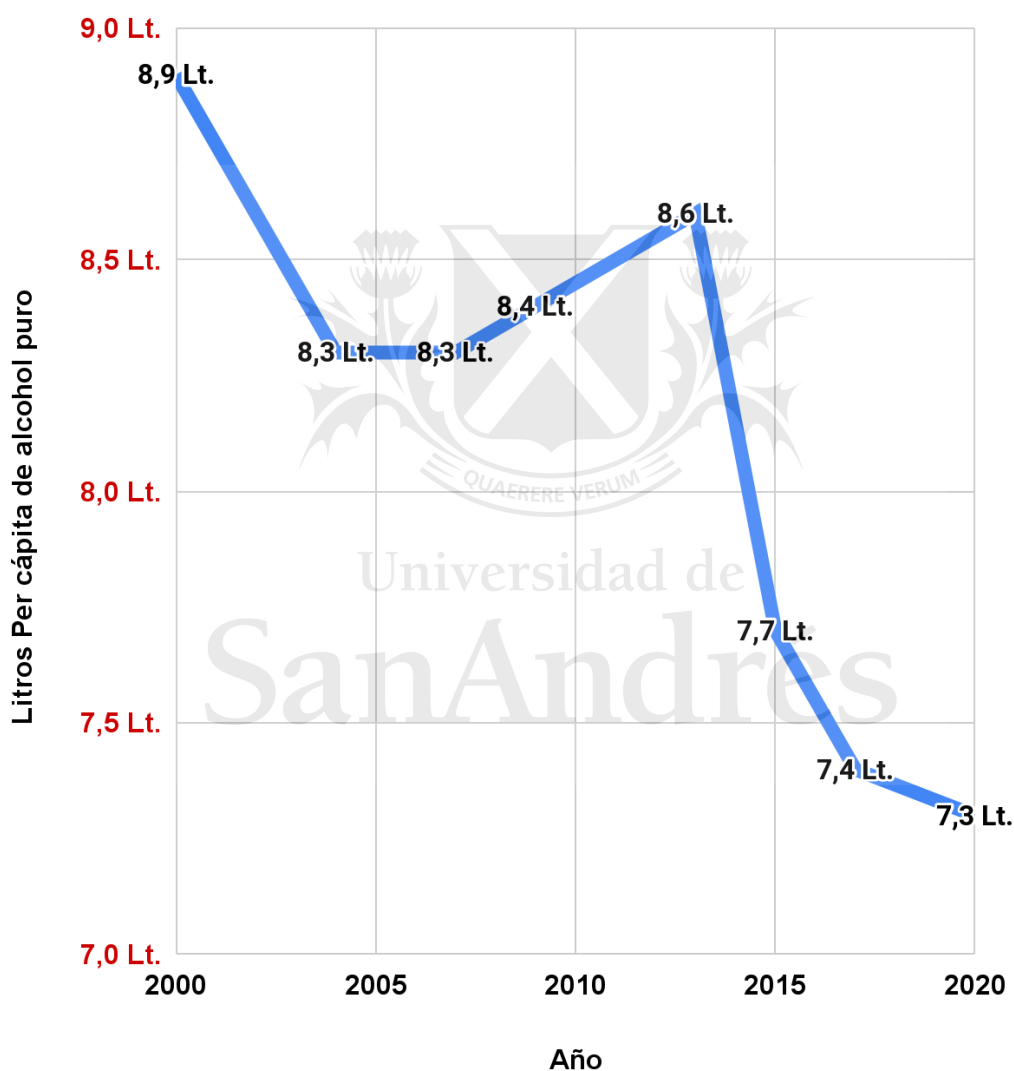


Universidad de
San Andrés

2.5. Análisis del consumo de bebidas alcohólicas en Brasil

El enfoque de este análisis se centra en Brasil, tanto por ser un mercado en el que se realizan ventas actualmente, como por su potencial como punto de expansión en los próximos años. Brasil se posiciona como el cuarto país con mayor consumo per cápita de bebidas alcohólicas en América, después de Chile. Para visualizar la evolución de esta medida en las últimas dos décadas, se presenta en siguiente gráfico la evolución del consumo per cápita de bebidas alcohólicas en términos de litros de alcohol puro.

Gráfico 13. Consumo per cápita de bebidas alcohólicas en Brasil en personas mayores a 15 años



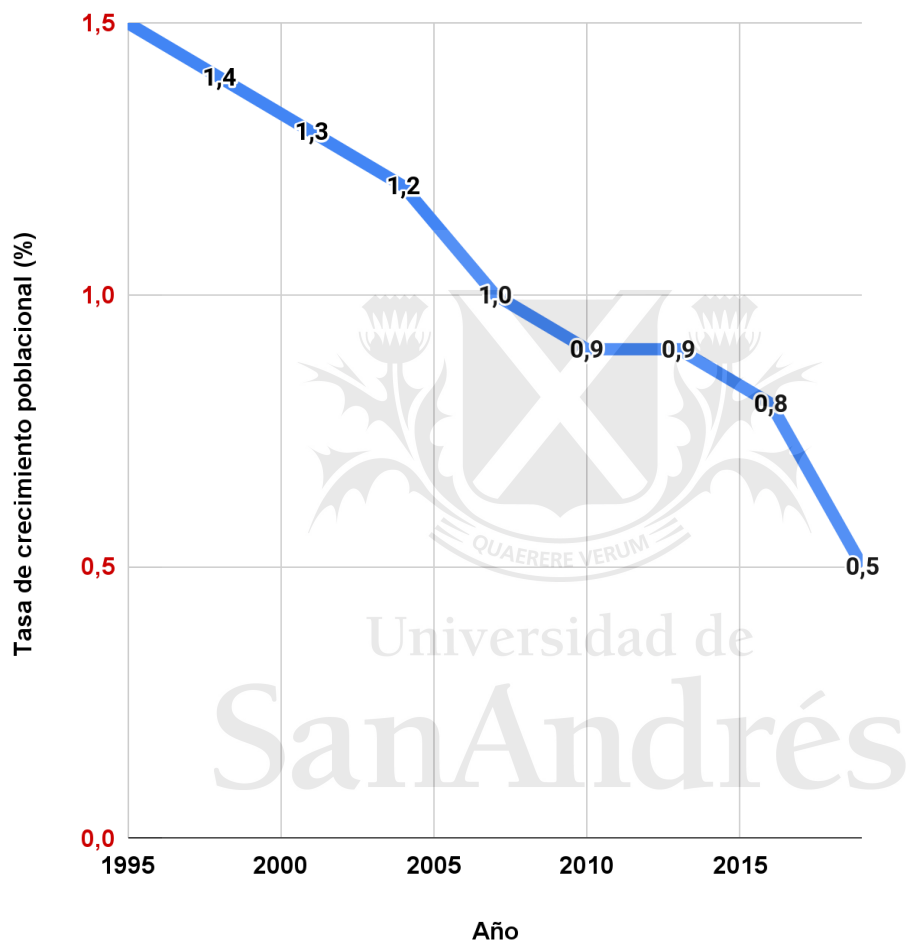
Fuente: Datos estadísticas publicados por la Organización Mundial de la Salud (2021)

A lo largo de las últimas dos décadas, el consumo per cápita de bebidas alcohólicas en Brasil ha experimentado un declive constante. Desde el año 2000, se observa una disminución gradual en esta medida, alcanzando su punto mínimo en 2019 con un consumo de 7,30 litros per cápita. Durante este período, se registraron fluctuaciones en el consumo, con un primer mínimo de 8,3 litros anuales en 2003 y un punto de inflexión en 2012 con 8,6

litros. Sin embargo, posteriormente el consumo continuó su tendencia a la baja hasta los actuales 7,3 litros per cápita. Cabe destacar que estos valores están calculados en términos de alcohol puro y se refieren a la población brasileña mayor de 15 años.

En el siguiente gráfico se presenta la evolución de la tasa de crecimiento poblacional anual en Brasil desde 1995 hasta 2021. Durante este periodo, se observa que la tasa de crecimiento ha experimentado cambios significativos.

Gráfico 14. Tasa de crecimiento anual de la población en Brasil



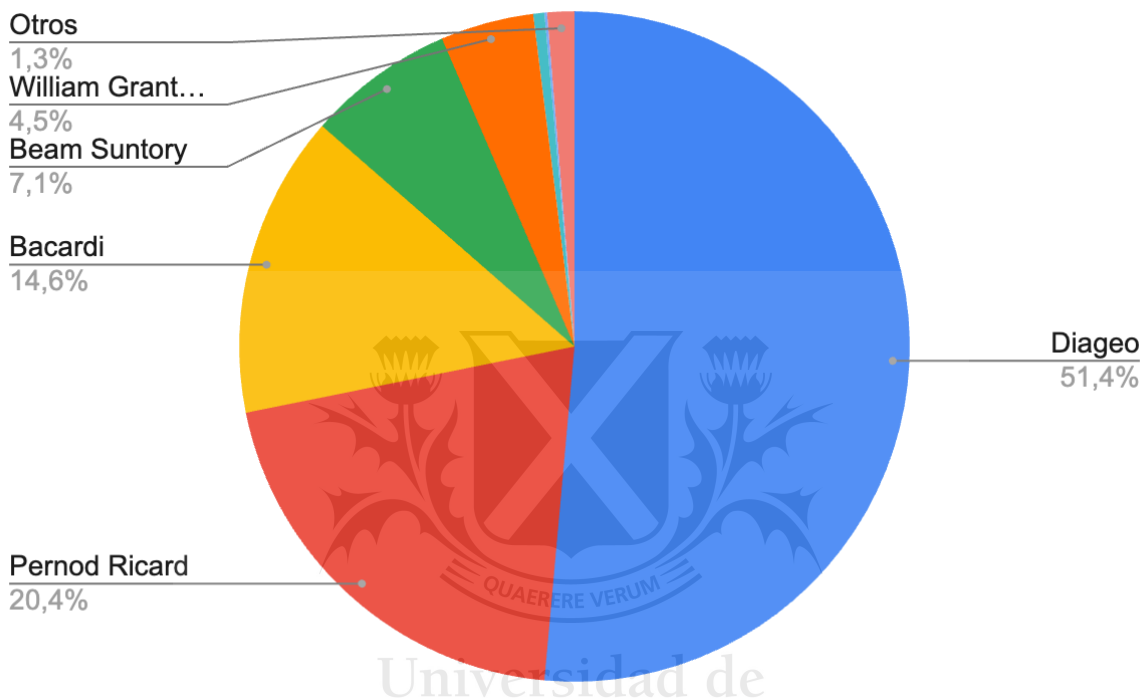
Fuente: Datos estadísticas publicados por la Organización Mundial de la Salud (2021)

La tasa de crecimiento poblacional en Brasil ha disminuido gradualmente a lo largo de los años, pasando del 1,5% en 1995 al 0,5% en 2021. Como se mencionó anteriormente, esta tasa indica la velocidad a la que la población está creciendo y, por lo tanto, el potencial de demanda que podría generar. En el año 2000, Brasil contaba con una población mayor de 15 años de 81.445.000 personas, y para el 2021 esta cifra aumentó a 100.455.000 personas. Aunque el crecimiento poblacional se ha desacelerado en comparación con hace una década, sigue existiendo un crecimiento constante. Es importante destacar que la población adulta brasileña es aproximadamente cinco veces más grande que la de Argentina, lo que representa un mercado potencial que quintuplica al mercado local. Esta diferencia en el tamaño de la población brinda oportunidades de expansión significativas para las ventas y el crecimiento de Merle Group en Brasil.

2.6. Participación en el mercado

El mercado mundial del gin, está liderado por 9 empresas, según datos de IWSR al 2021. Estas empresas son Diageo, Pernod Ricard, Bacardi, Beam Suntory, William Grant & Sons, Campari, Remy Cointreau, Brown forman y LVMH. La que se lleva un poco más de la mitad del mercado es Diageo, con sus distintas marcas de gin, como Tanqueray, Gordon 's, Jinzu Gin, Boodles British Gin, Pimm' s Gin Sling y Roe & Co. Distilled Irish Gin.

Gráfico 15. Participación de las empresas en el mercado mundial del Gin en el 2021



Fuente: Datos publicados por IWSR (2021)

En Argentina, el mercado de bebidas alcohólicas está liderado por empresas nacionales e internacionales. Algunas de las más importantes son: A-B InBev: una empresa cervecera internacional que tiene presencia en Argentina a través de Cervecería y Maltería Quilmes. Además de su reconocida marca de cerveza, también produce variedades de gin, como la marca Bosque. Grupo Peñaflor: se dedica a la producción y distribución de una amplia variedad de bebidas alcohólicas, incluyendo vinos, espumantes, licores y destilados. Pernod Ricard: otra empresa internacional con presencia destacada en Argentina, principalmente en el mercado de whisky, vodka y gin. Sus marcas más conocidas incluyen Absolut, Chivas Regal y Hiram Walker. Diageo: también presente en los mismos rubros, ofrece marcas como Johnnie Walker, Smirnoff y Baileys.

En el mercado argentino de bebidas espirituosas que facturo 165.517 millones de pesos hay más de 300 marcas de gin que compiten por cuotas de mercado. El 75% de los productos son de fabricación nacional y el 25% son importados. Entre los importados de alta gama se encuentran Tanqueray, Hendricks y Bombay, mientras que en la gama media se destacan Beefeater y London. Entre las marcas nacionales, se encuentran Bols, Alma, Principe de los apóstoles, Bosque y Merle.

Teniendo en cuenta el promedio de ventas de los últimos cuatro años, se puede analizar en el siguiente cuadro la participación de las principales empresas en las mercado argentino de bebidas espirituosas.

Tabla 2. Participación de las principales empresas en el mercado argentino de bebidas espirituosas

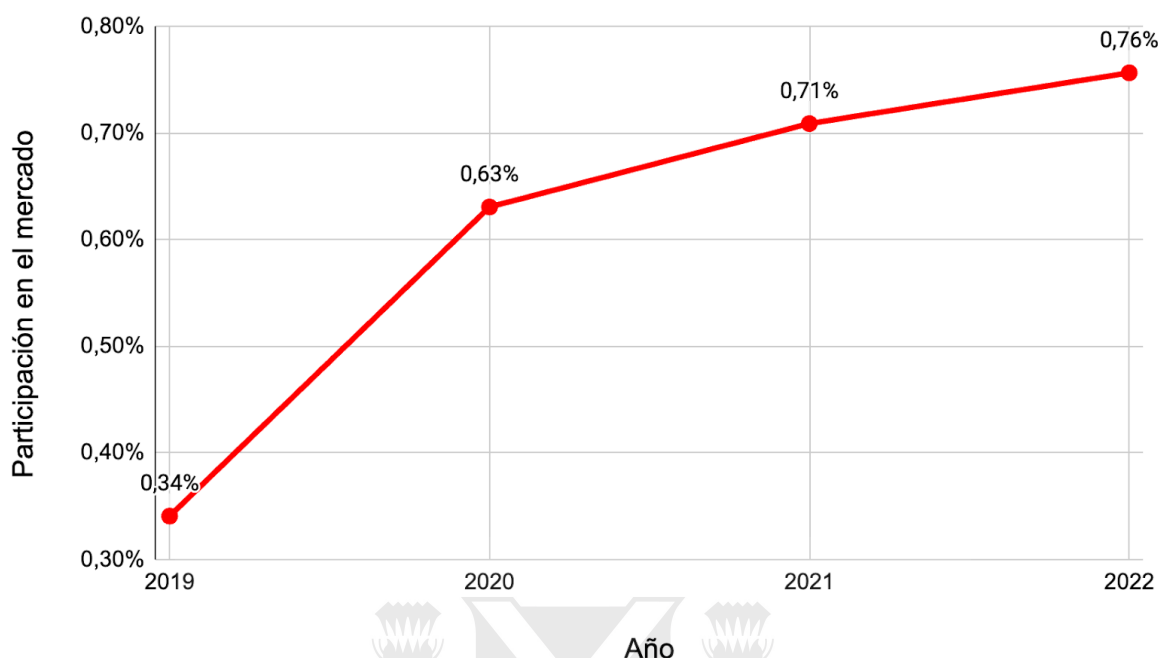
Año	Ventas Bebidas Espirituosas (millones de pesos)	Ventas Merle Group (millones de pesos)	Ventas Grupo Peñaflor (millones de pesos)	Ventas Pernod Ricard (millones de pesos)	Ventas Bols Gin (millones de pesos)
2019	\$ 107.998	\$ 368	\$ 29.159	\$ 50.759	\$ 6.480
2020	\$ 97.212	\$ 613	\$ 26.247	\$ 45.689	\$ 5.833
2021	\$ 123.588	\$ 876	\$ 33.369	\$ 58.086	\$ 7.415
2022	\$ 165.517	\$ 1.252	\$ 44.690	\$ 77.793	\$ 9.931

Fuente: Datos estadísticas publicados en Encuestas anuales de supermercados y autoservicios (INDEC)

A raíz de los datos arrojados desde las encuestas anuales a supermercados y servicios, del INDEC, en el 2022 se determina una venta anual de 165.517 millones de pesos en distintos tipos de bebidas espirituosas. Entre esas ventas, las empresas que lideran son: Bols Gin con un 6%, Pernod Ricard con un 47%, Grupo Peñaflor con un 27% y Merle Group con 0,7%.

Estas empresas comercializan distintas marcas de bebidas espirituosas, pero para el análisis preciso del gin, se citan determinadas marcas. Hiram Walker, gin nacional producido por Pernod Ricard Argentina, tiene una significativa participación del 16% en el mercado local. Este gin compite en el segmento de gama media con precios altamente competitivos. Un gin de origen inglés es Beefeater, también perteneciente a Pernod Ricard, que cubre el 21% del mercado argentino y es considerado un referente en su categoría. Bols Gin, con una cuota del 6%, también está presente en el mercado local. Por su parte, Gordon's, un gin británico distribuido por el Grupo Peñaflor en Argentina, lidera con una participación del 22%. Su concentrado se importa desde Inglaterra y se procesa en las destilerías del Grupo Peñaflor. En cuanto a la marca Tanqueray, un gin de alta calidad pero con un precio más elevado, abarca el 5% del mercado nacional y es totalmente importado de Inglaterra.

Gráfico 16. Participación de Merle Group en el mercado argentino de bebidas espirituosas



Fuente: Elaboración propia en base a Balances publicados por Merle Group y datos del INDEC

La empresa Merle Group, que inició sus ventas en 2018, ha ido ganando relevancia en el mercado de bebidas espirituosas con todos sus productos. En el año 2019, alcanzó ventas totales de 368 millones de pesos y una participación del 0,34% en el mercado. En el 2020, sus ventas aumentaron a 613 millones de pesos, con una participación del 0,63%. Durante el 2021, las ventas de Merle Group ascendieron a 876 millones de pesos, en un mercado con un total de ventas de 123.588 millones de pesos, lo que representa una cuota del 0,71%. Para el año 2022, la compañía alcanzó un total de 1.039 millones de pesos en ventas, manteniendo una cuota de mercado del 0,76%.

3. Análisis financiero

3.1. Evolución histórica de Merle Group

Desde 2019, las operaciones de Merle Group se han desarrollado en una etapa de plena expansión y posicionamiento, lo que se traduce en aumentos constantes en las ventas netas, los costos de mercaderías vendidas y los gastos. Estos incrementos están generando utilidades netas que oscilan entre los 16 millones en 2019 y los 74 millones en 2022. El desglose detallado de los componentes que contribuyen a esta evolución histórica de la utilidad neta se presenta en la siguiente tabla de Estados de Resultados. Cabe destacar que estos valores están expresados en pesos, habiéndose reexpresado por inflación al 31 de diciembre de 2022 con el propósito de lograr una comparación homogénea.

Tabla 3. Evolución Histórica del Estado de Resultados de Merle Group (en millones de Pesos)

Año	2019	2020	2021	2022
Ventas	368	613	876	1.252
Costo de Mercadería	(249)	(415)	(593)	(847)
Utilidad Bruta (\$)	119	198	283	405
Utilidad Bruta (%)	32%	32%	32%	32%
Gastos Operativos	(22)	(37)	(62)	(88)
Gastos Administrativos	(31)	(51)	(57)	(81)
Gastos de Marketing	(11)	(18)	(20)	(28)
Gastos de Comercialización	(20)	(34)	(38)	(54)
Gastos Financieros	(32)	(53)	(89)	(127)
Otros Ingresos y Egresos	22	37	74	106
Impuesto a las Ganancias	(9)	(15)	(33)	(59)
Utilidad Neta (\$)	16	27	60	74

Fuente: Elaboración propia según Balances Publicados por Merle Group

Las ventas han experimentado un aumento real a lo largo de los años debido a la expansión de las líneas de venta hacia nuevas provincias y la incorporación de más distribuidores en cada una de ellas. Durante este período, el margen bruto se ha mantenido constante en un 32%. Además, el tamaño de la planta operativa se ha triplicado y el equipo administrativo ha aumentado. Se han contratado servicios adicionales para recibir asesoramiento en áreas legales, impositivas, de calidad, marketing, entre otras. Esto ha resultado en un aumento en los gastos de mantenimiento, repuestos y reparaciones, justificando el incremento real en cada uno de los rubros de gastos. En el año 2021, se observa un notable salto en la utilidad neta debido a la incorporación de nuevos contratos de servicios de desarrollo de recetas.

3.1.1. Evolución histórica de Ventas

Las ventas reflejan el total neto de los ingresos generados por las ventas de gin, vodka, merchandising y agua tónica. Aunque la empresa divide sus resultados brutos en diferentes líneas de producción, se ha optado por analizar los Estados de Resultado de manera simplificada para facilitar su análisis y realizar proyecciones de manera más sencilla. La evolución histórica de las ventas se ha caracterizado por un crecimiento sostenido desde el lanzamiento en 2018, lo que ha consolidado su presencia en el mercado de bebidas espirituosas tanto en Brasil como en Argentina. A lo largo de estos tres años, la cifra de botellas vendidas ha experimentado un aumento significativo.

Durante el año 2019, marcado por el lanzamiento de vodka y la introducción de nuevas variantes de gin, las ventas alcanzaron la cifra de 368 millones de pesos, respaldadas por una utilidad bruta de 119 millones de pesos. A pesar del desafiante contexto de la pandemia en 2020, se logró un aumento en la utilidad bruta, alcanzando los 198 millones de pesos. Este incremento se sustentó en una venta de 613 millones y un costo de mercadería vendida de 415 millones.

En el año 2022, se comercializaron en total 1.529.761 unidades de botellas que incluyen gin, vodka y agua tónica. El margen bruto alcanzado fue del 32,30%, mientras que el EBITDA se situó en un 22,81% y la utilidad neta representó un 6%. Estos márgenes se encuentran por debajo de los estándares de la industria debido a la inversión realizada en la expansión de la capacidad de producción. La estrategia proyectada por la compañía se enfoca en incrementar las ventas sin aumentar proporcionalmente los costos fijos, con el propósito de atenuar dichos costos.

Dentro de las marcas propias, el producto estrella es el Gin Merle, particularmente en su variante London Dry Gin. Junto a sus otras variantes y el merchandising asociado, se establece una base de producción y comercialización de 1 millón de botellas al año. Esta línea logra un margen bruto del 40%. En el transcurso del año 2022, se vendieron 1 millón de unidades del Gin Merle, generando un valor de 713 millones de pesos. Adicionalmente, las ventas de Giftbox ascendieron a un total de 35 millones de pesos. Por otra parte, Spectre, una marca de vodka propia lanzada en 2021, obtuvo ventas de 350.000 botellas en 2022, generando ingresos por un total de 262,5 millones y un margen bruto del 25%. A su vez, Annika, una marca propia de agua tónica lanzada en 2021, generó ventas por 100 mil botellas durante el mismo período, con un total de 91 millones de pesos y un margen bruto del 25%. Estos productos se comercializan tanto en Argentina como en Brasil.

En paralelo a las ventas de marcas propias, Merle Group produce diversas marcas de terceros, incluyendo Quilmes y Destilería Patagónica, entre otras. A lo largo del año 2022, se vendieron en total 1.500.000 botellas de estos productos, equivalente a un monto total de 94,5 millones de pesos. Estas ventas contribuyeron a un margen bruto del 33,75%. Las cantidades de producción están establecidas mediante contratos que incluyen una cantidad mínima garantizada.

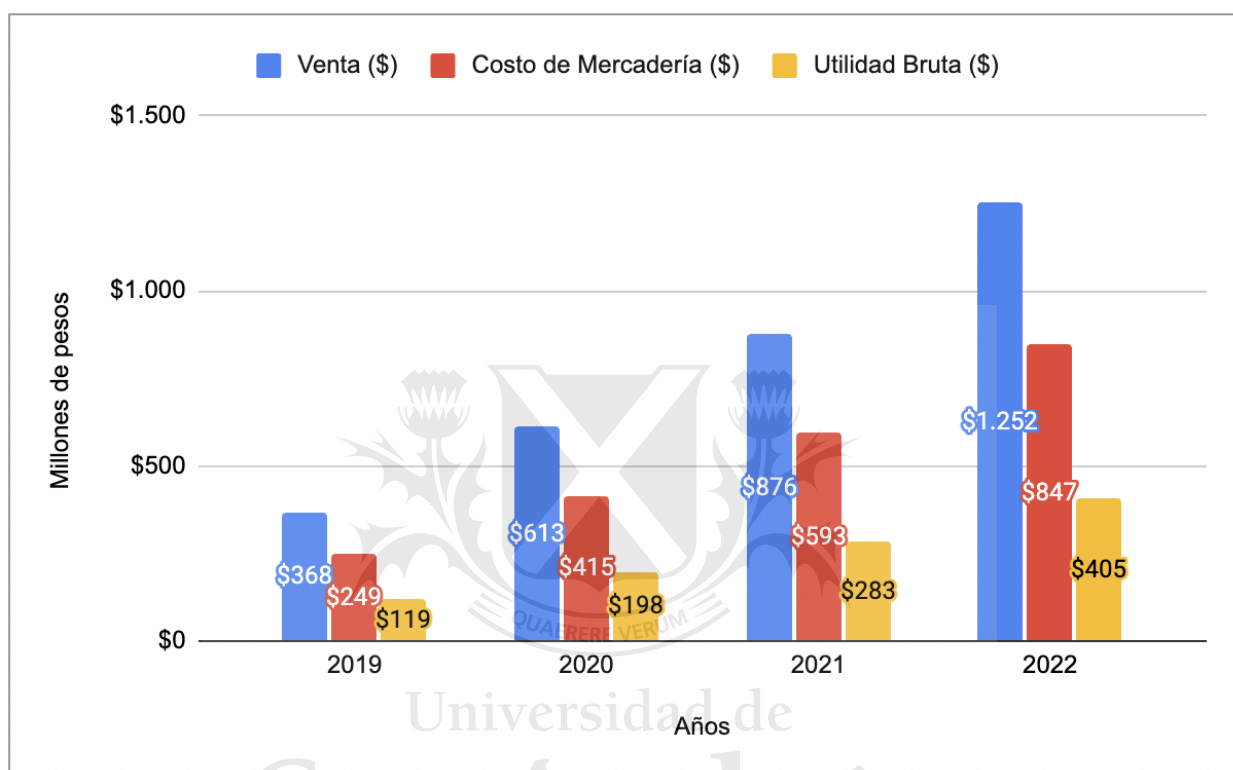
La empresa también presta servicios de desarrollo de recetas para terceros, ajustándose a las especificaciones solicitadas por los clientes. Durante el año 2022, se llevaron a cabo un total de 7 desarrollos, generando ingresos por un total de 106 millones de pesos. Estos ingresos se categorizan bajo el rubro de "Otros Ingresos y Egresos". En general, estos contratos suelen incluir la producción de una cantidad mínima de botellas una vez completado el proceso de desarrollo.

El CAGR de las ventas para el primer período fue del 29%, reflejando una tasa de crecimiento sólida y constante. Este índice experimentó un aumento en el 2021, elevándose al 34% con ventas totales de 876 millones, en comparación con el primer año de actividad.

Finalmente, en el año 2022 se alcanzó un máximo histórico en las ventas, llegando a la cifra de 1.252 millones, lo que contribuyó a un CAGR total histórico del 36%.

Estos resultados demuestran la capacidad de adaptación y crecimiento de la empresa en un entorno desafiante, así como su firme posición en el mercado de bebidas espirituosas, respaldada por estrategias de producto efectivas y una sólida ejecución operativa.

Gráfico 17. Evolución de Ventas Netas, Costo de Mercadería Vendida y Utilidad Bruta de Merle Group



Fuente: Elaboración propia según Estados de Resultados publicados por Merle Group

3.1.2. Evolución histórica de Gastos

Durante el período de posicionamiento de Merle Group, que abarca desde 2019 hasta 2022, se ha observado un crecimiento constante en todos los componentes de gastos que integran el Estado de Resultados. Este incremento sostenido puede atribuirse en gran medida a la expansión de la estructura fija, que engloba activos como bienes de uso, planta operativa y recursos administrativos. Además, se han realizado inversiones considerables para ampliar y mejorar los canales de venta, incluyendo asignaciones presupuestarias para actividades comerciales y de marketing. En el Estado de Resultados del 2022¹, en términos porcentuales, los gastos operativos representan el 21,70% de la utilidad bruta, mientras que los gastos administrativos equivalen al 20,05%. Los gastos de marketing representan un 7,07% del resultado bruto, los gastos de comercialización también un 7,07%, y los gastos financieros representan el 31,42%. Este último rubro se compone principalmente de intereses no financieros generados por los préstamos realizados por los socios, clasificados

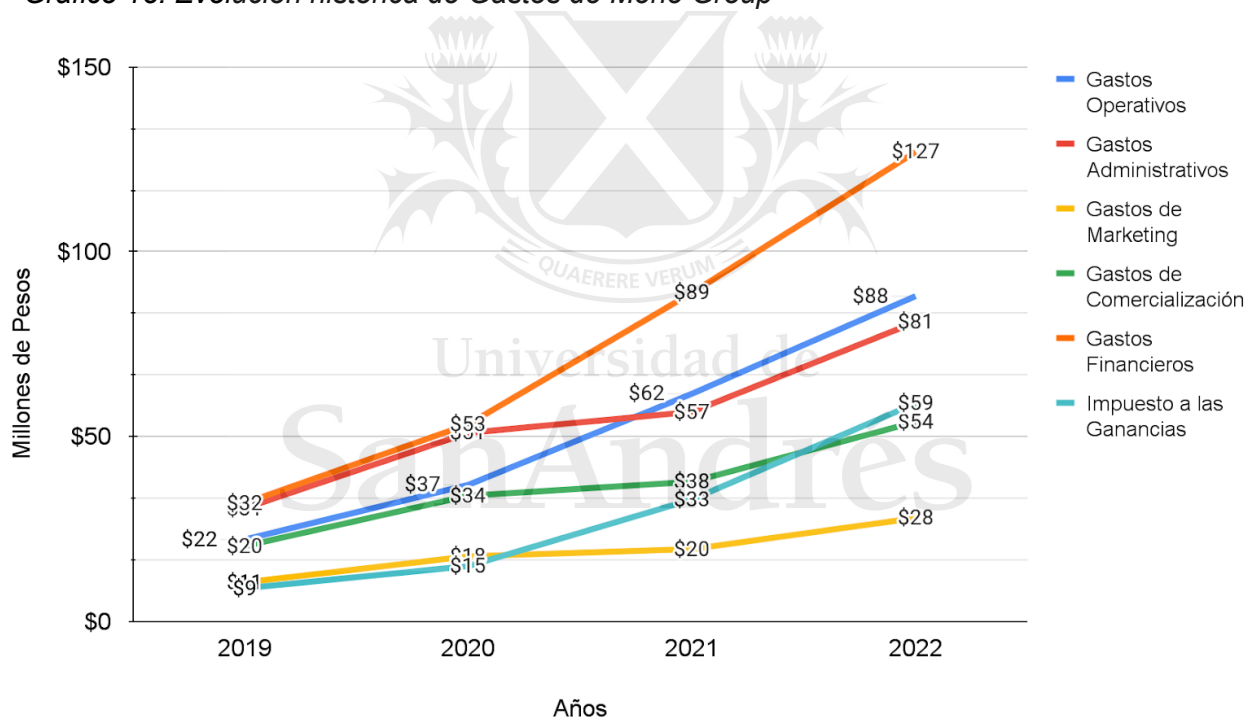
¹ En el Anexo 1 se presenta el Estado de Resultado del periodo 2022

como "otras deudas", y de intereses generados por los planes de pago utilizados para abonar los impuestos internos ante la AFIP.

Un aspecto particularmente notable dentro de este panorama de crecimiento es el marcado aumento en los Gastos Financieros. Es relevante destacar que este rubro ha experimentado el mayor incremento desde 2019 hasta 2022, pasando de 32 millones a 127 millones. Este notorio aumento puede atribuirse en gran parte a la estrategia de financiamiento adoptada, que ha implicado la obtención de capital de terceros para respaldar tanto la adquisición de activos fijos como el capital de trabajo esencial para las operaciones cotidianas.

En esta línea, se ha optado por la utilización de financiamiento externo, mayoritariamente proveniente de los propios socios de la empresa, con el propósito de respaldar las iniciativas de expansión y crecimiento. Esta decisión estratégica ha resultado en la aceleración del ritmo de desarrollo y en la captura de oportunidades clave en el mercado. No obstante, es fundamental enfatizar que esta elección también ha conllevado un aumento significativo en los gastos financieros, ya que se han incurrido en costos asociados a intereses y otras cargas relacionadas con el capital obtenido de terceros.

Gráfico 18. Evolución histórica de Gastos de Merle Group



Fuente: Elaboración propia según Estados de Resultados publicados por Merle Group

En este período de tres años, se observa que el CAGR de los Gastos Administrativos, Marketing y Comercialización fue del 28%, cifra similar al crecimiento experimentado en las Ventas Netas y la Utilidad Bruta, que se situaron en un 36%. Sin embargo, los Gastos Financieros y los Gastos Operativos superaron esta cifra, alcanzando un CAGR del 41%.

3.1.3. Evolución histórica de las Utilidades y Ratios de Rentabilidad

Es notable que el crecimiento de todos los gastos se mantuvo en línea con el aumento en las ventas durante este período. La Utilidad Bruta permaneció constante, permitiendo al incremento real de las ventas contrarrestar el impacto de los gastos, evitando una disminución directa en la Utilidad Neta. La estructura de costos unitarios asociados a los productos vendidos se mantuvo estable, sin modificar el 32% de margen bruto a lo largo de los años.

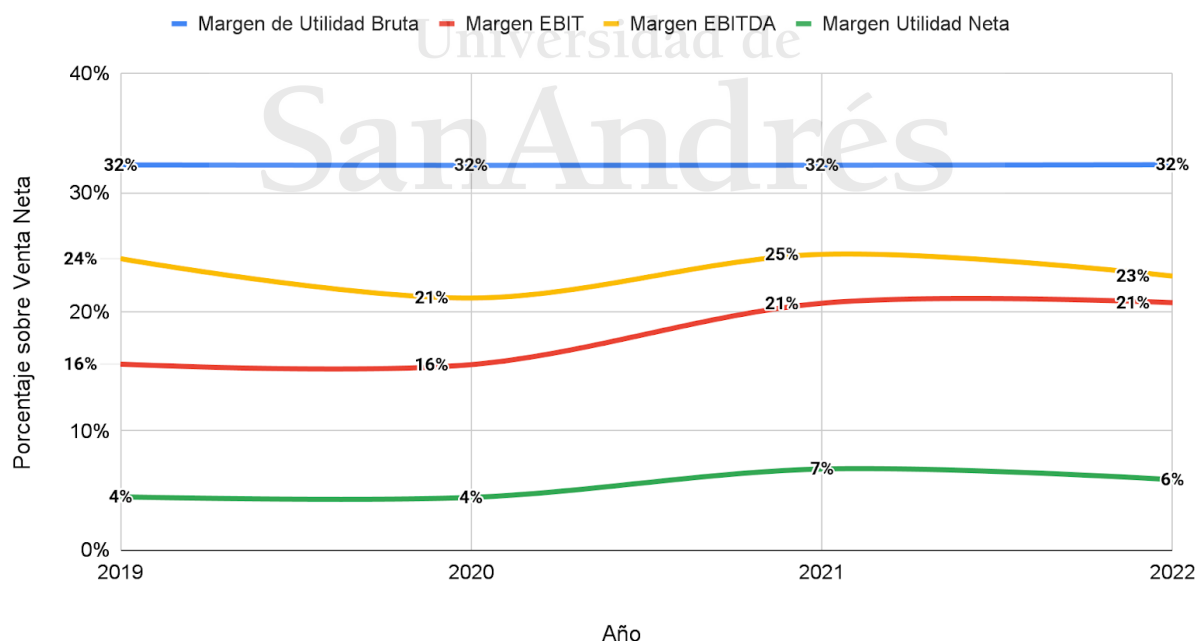
Tabla 4. Evolución Histórica de las Utilidades de Merle Group (en millones de Pesos)

Utilidades de Merle Group (en millones de pesos)				
Años	2019	2020	2021	2022
Ventas Netas	\$ 368	\$ 613	\$ 876	\$ 1.252
Utilidad Neta	\$ 16	\$ 27	\$ 60	\$ 74
Utilidad Bruta	\$ 119	\$ 198	\$ 283	\$ 405
EBIT	\$ 57	\$ 95	\$ 182	\$ 260
EBITDA	\$ 90	\$ 130	\$ 217	\$ 298

Fuente: Elaboración propia según Balances Publicados por Merle Group

Este mismo cuadro puede traducirse en el siguiente gráfico, expresados en ratios sobre ventas netas a los fines de comprender la evolución porcentual.

Gráfico 19. Evolución histórica de Márgenes de Rentabilidad de Merle Group



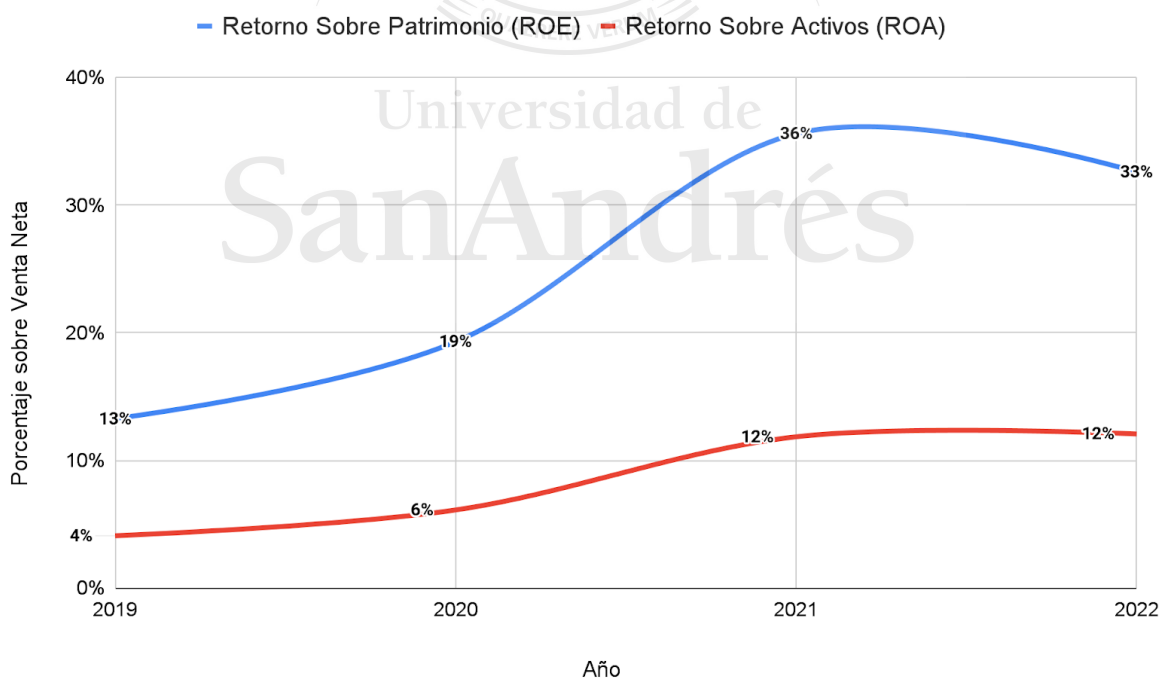
Fuente: Elaboración propia según Estados de Resultados publicados por Merle Group

A pesar del aumento en los gastos, la Utilidad Neta se mantuvo constante, variando desde un 4% en 2019 hasta un 6% en 2022. El CAGR de las Ventas Netas y la Utilidad Bruta durante el período 2019-2022 fue del 36%, reflejando una alineación en su crecimiento. Mientras tanto, el CAGR de la Utilidad Neta superó este valor, situándose en un 46%. Estos resultados demuestran que, aunque los gastos experimentaron un crecimiento constante en relación con las ventas, la estrategia de expansión y la eficiencia en la gestión permitieron mantener la Utilidad Bruta y Neta en un rango estable. Esto sugiere una capacidad efectiva para manejar los costos y maximizar los beneficios a pesar del aumento en las operaciones y actividades de la empresa.

El margen de EBITDA se mantuvo constante, oscilando entre el 23% y 24%, pasando de 90 millones de pesos en el 2019 y 298 millones en el 2022, con un CAGR del 35%. Además, el margen de utilidad bruta se mantuvo estable en un 32% a lo largo de todos los años, señalando una consistente gestión de costos y producción. Aunque el EBITDA experimentó fluctuaciones, con su punto más bajo en 2020 (21%) y su punto más alto en 2021 (25%), generalmente se mantuvo en un rango cercano, denotando una cierta estabilidad en la eficiencia operativa.

El margen EBIT, como ratio que considera las ganancias antes de intereses e impuestos sobre ventas netas, se lo puede analizar junto con el EBITDA. Este pasa del 16% en 2019 al 21% en 2022, siendo en este último año donde más se acerca al EBITDA. Esto nos indica que la participación de las depreciaciones dentro del resto de los gastos, principalmente financieros e impuestos, se va licuando a lo largo de los años. La incorporación de los activos no continuará después del 2022, por lo que esta diferencia del 2% se mantendrá a lo largo de los siguientes años.

Gráfico 20. Evolución histórica de Ratios de Rentabilidad de Merle Group



Fuente: Elaboración propia según Estados de Resultados publicados por Merle Group

Los ratios de retorno, específicamente el Retorno Sobre Patrimonio (ROE) y el Retorno Sobre Activos (ROA), destacan como indicadores significativos del rendimiento generado por el capital invertido y el total de activos empleados, respectivamente. El efecto del

apalancamiento, que conlleva un aumento en los gastos financieros, tuvo un impacto positivo en el ROE. Aunque ambos ratios exhibieron un crecimiento constante y significativo, el ROE aumentó de un 13% en 2019 a un 33% en 2022, indicando mayores ganancias. Simultáneamente, el ROA creció del 4% al 12%, lo cual refleja una mejor utilización de los activos para generar beneficios. Al analizar conjuntamente estos dos ratios, se observa un aumento en la eficiencia de los activos empleados en la actividad a lo largo de los años, a pesar del incremento en su volumen, siendo el ROE el que nos señala que esta expansión de activos está principalmente financiada por capital de terceros.

Análisis DuPont del ROE:

$$ROE = \text{Margen Neto} * \text{Rotación de Activos} * \text{Apalancamiento Financiero}$$

$$ROE = 6\% * 2,04 * 2,70 = 33\%$$

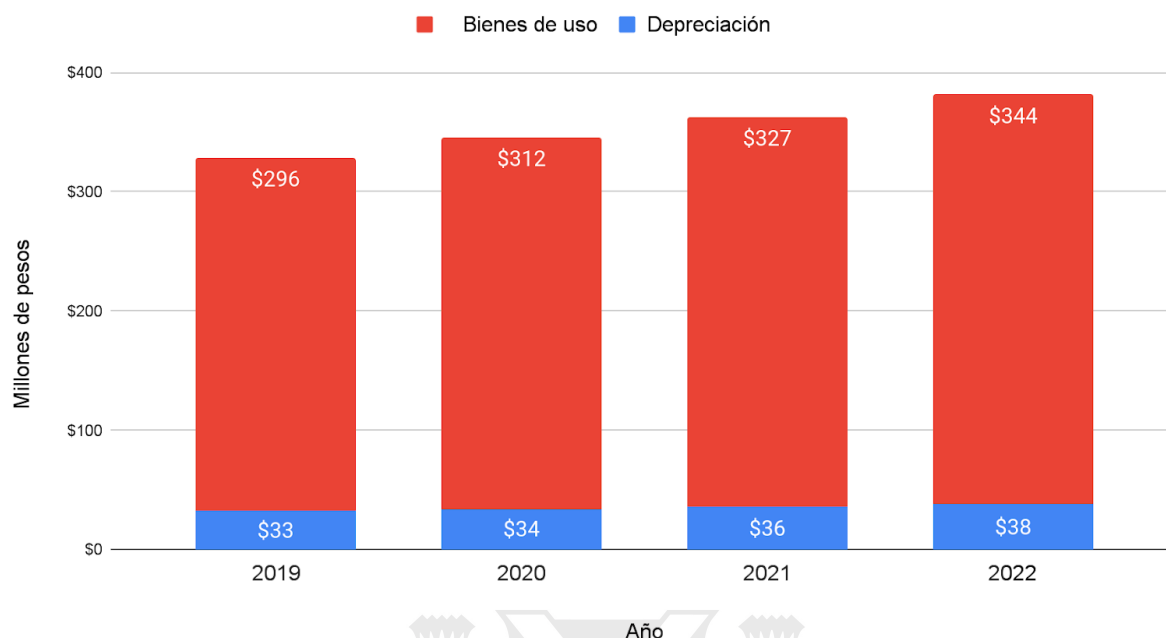
El análisis DuPont del ROE es una herramienta financiera que descompone el Retorno sobre el Patrimonio (ROE) en sus componentes clave. Sirve para entender en detalle cómo se está generando el ROE de una empresa y cuáles de los componentes pueden estar contribuyendo más o menos a ese retorno.

En este análisis se observa que el margen neto del 6% se ve impulsado en gran medida por el apalancamiento financiero de la empresa, que alcanza el 2,7. A pesar de que la rotación total de activos es de 2,04, el factor principal que supera el promedio es el apalancamiento.

3.1.4. Evolución histórica de Bienes de Uso y Depreciaciones

La inversión en Bienes de Uso se traduce en incorporación de maquinarias que corresponden a las tres líneas de envasado y destilado, construcción de depósitos y ampliación de las instalaciones de la fábrica. En el siguiente gráfico se observa la variación que activos fijos desde el 2019 al 2022, pasando de 296 millones de pesos a 344 millones, un aumento del 17%. Este aumento impacta directamente en la depreciación anual debido a que este se mantiene en un 11% en promedio del total de bienes de uso de cada periodo, creciendo entre el 2019 al 2022 del 4%.

Gráfico 21. Evolución histórica de Bienes de Uso y Depreciaciones



Fuente: Elaboración propia según Estados de Situación Patrimonial publicados por Merle Group

3.1.5. Evolución histórica de las Ratios Financieros

La evolución histórica del estado de situación patrimonial² revela una serie de ratios de liquidez que proporcionan información importante sobre la salud financiera de la empresa a lo largo del tiempo.

3.1.5.1. Ratios de Liquidez

El ratio de liquidez indica la capacidad de la empresa para cubrir sus pasivos corrientes. Inicialmente, se observa que el índice de liquidez corriente fue superior a uno, indicando que la empresa tenía suficientes activos líquidos para cubrir sus pasivos a corto plazo. Por otro lado, el índice de liquidez ácida fue de 0,90, lo que sugiere que, si bien había liquidez disponible, una parte significativa del capital de trabajo se destinaba a inversiones en proyectos en desarrollo.

Es fundamental considerar que en el 2022 las obligaciones tributarias, especialmente el impuesto interno, constituyen una porción significativa de los pasivos a corto plazo. Dado que el impuesto interno se abona a través de planes de pago, es frecuente que estas deudas de corto plazo alcancen una magnitud considerable. Además, los préstamos otorgados por los socios también se incluyen en las demás obligaciones corrientes. No obstante, es relevante resaltar que los compromisos más inmediatos, como las deudas comerciales, de seguridad social y bancarias, no exceden el nivel de los créditos de la empresa. Esto sugiere que, aunque no se ajusten a los ratios convencionales, las deudas

² En el Anexo 2 se presentan los Estados de Situación patrimonial del que resultan los ratios financieros.

de mayor urgencia pueden ser solventadas sin dificultad mediante el uso de los activos más líquidos disponibles.

Con el tiempo, a medida que la inversión en inventarios como insumos, productos en proceso y productos terminados aumentó, el índice de liquidez ácida comenzó a disminuir, manteniéndose en un rango de 0,6 a 0,7. Esta disminución indica que una porción cada vez mayor de los activos líquidos de la empresa se destinaba a inventarios, lo que podría tener implicaciones para la capacidad de la empresa para enfrentar sus obligaciones financieras inmediatas.

En cuanto al ratio de liquidez corriente, se observa una tendencia a la disminución hasta el año 2022, pasando de 1,1 a 0,9. Esta reducción puede atribuirse al aumento simultáneo de las deudas comerciales y los créditos por ventas. Las deudas comerciales aumentaron a una tasa compuesta anual (CAGR) del 31% entre 2019 y 2022, mientras que los créditos por ventas lo hicieron en un 25%.

Tabla 5. Evolución Histórica de los ratios de Liquidez

Ratios de Liquidez de Merle Group				
Año	2019	2020	2021	2022
Índice de Liquidez Corriente	1,1	0,8	0,8	0,9
Índice de Liquidez Ácida	0,9	0,7	0,6	0,7

Fuente: Elaboración propia según Estados de Situación Patrimonial publicados por Merle Group

En conjunto, estos cambios en los ratios de liquidez sugieren una evolución en la gestión financiera de la empresa. La inversión en nuevos proyectos y la expansión de los inventarios impactaron en la liquidez, lo que se refleja en los índices de liquidez ácida y corriente. Además, el aumento en las deudas comerciales y los créditos por ventas puede haber influido en la reducción del índice de liquidez corriente. Estos indicadores resaltan la necesidad de una gestión financiera cuidadosa y el equilibrio entre la inversión en crecimiento y la capacidad de cumplir con las obligaciones financieras.

3.1.5.2. Ratios de Eficiencia

Lo que se expuso anteriormente se puede observar en los ratios de eficiencia. El análisis de los indicadores de rotación y eficiencia operativa revela tendencias clave en la gestión financiera de la empresa a lo largo de los últimos años.

El índice de rotación de inventario experimentó un aumento de 17 días en 2020 a 23 días en los dos años siguientes, donde finalmente se estabilizó. Este aumento sugiere que la empresa necesitó más tiempo para convertir sus inventarios en ventas. Es posible que haya habido cambios en la demanda del mercado debido al COVID-19, en los procesos de producción y en la gestión de inventario que influyeron en esta tendencia. A pesar de la extensión en los días de rotación, es alentador ver que este índice se mantuvo relativamente constante en los últimos dos años, lo que podría indicar una mayor estabilidad en la gestión de inventarios.

En lo que respecta a los días promedio de cobro, estos variaron entre 31 y 33 días. Esto sugiere que la empresa tomó entre 31 y 33 días en promedio para convertir sus cuentas por cobrar en efectivo. Las variaciones en este indicador podrían estar relacionadas con los

términos de crédito otorgados a los clientes, la eficiencia en la facturación y cobranza, y la situación crediticia de los clientes.

Por otro lado, el índice de días promedio de pagos fluctuó entre 27 y 23 días. Esto significa que la empresa tardó entre 23 y 27 días en promedio en pagar sus cuentas pendientes a proveedores y acreedores. Las variaciones en este indicador pueden reflejar las políticas de pago de la empresa, su relación con proveedores y factores económicos más amplios.

Tabla 6. Evolución Histórica de los ratios de Eficiencia

Ratios de Eficiencia de Merle Group				
Año	2019	2020	2021	2022
Rotación de Inventario (días)	31	17	23	23
Promedio de días de Cobro (días)	31	35	36	33
Promedio de días de Pago (días)	27	31	25	23

Fuente: Elaboración propia según Estados de Situación Patrimonial publicados por Merle Group

3.1.5.3. Ratios de Endeudamiento y Solvencia

El análisis del ROE subraya la relevancia del endeudamiento externo como fuente de financiamiento en la inversión realizada a lo largo de los cuatro años. Este enfoque se tradujo en una serie de cambios en los índices de solvencia y endeudamiento, aunque estos se mantuvieron dentro de rangos saludables en los años recientes.

El índice de endeudamiento experimentó un aumento del 40% al 60%, estabilizándose en este último nivel durante los últimos dos años. Este incremento puede ser indicativo de la importancia que tuvo el financiamiento a través de terceros en el respaldo de la inversión de la empresa. A pesar de esta evolución, es tranquilizador ver que el índice de endeudamiento se mantuvo en niveles considerados saludables entre 2022 y 2021.

Además, el índice de apalancamiento financiero nos revela un dato interesante. Muestra que el EBIT generado ha crecido aún más rápido que el costo financiero. En los primeros dos años, el EBIT cubría 1,8 veces el costo financiero, y esta cifra aumentó a 2 veces entre 2021 y 2022. Este aumento sugiere una mayor capacidad para cumplir con los costos financieros y refleja una gestión efectiva de las obligaciones financieras a medida que la empresa crece y aumenta su apalancamiento.

Tabla 7. Evolución Histórica de los ratios de Solvencia

Ratios de Solvencia de Merle Group				
Año	2019	2020	2021	2022
Índice de Solvencia (Equity/Activo)	3,2	3,2	3,0	2,7
Índice de Endeudamiento (Deuda/Activo)	0,4	0,5	0,6	0,6
Índice de Apalancamiento Fro. (EBIT/Intereses)	1,8	1,8	2,0	2,0

Fuente: Elaboración propia según Estados de Situación Patrimonial publicados por Merle Group

3.2. Ratios de la Industria

La industria de bebidas espirituosas en la que Merle Group se desarrolla está conformada por diversas empresas, tanto a nivel local como internacional. Cada una de estas empresas tiene su propia estructura de activos fijos, gastos y costos, que si bien cuentan con sus particularidades, no dejan de estar influidas por la industria en la que operan, lo cual es relevante para comprender los márgenes de utilidad bruta y neta que se pueden alcanzar en este sector. Son empresas que cotizan en bolsa y con tamaño y márgenes muy parecidos al de Merle Group

Tabla 8. Márgenes de las principales empresas de la Industria de bebidas espirituosas

Merle Group				
Márgenes	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Utilidad Bruta (%)	32%	32%	32%	32%
EBITDA (%)	23%	21%	25%	23%
Utilidad Neta (%)	4%	4%	7%	6%
Margen EBIT (%)	6%	7%	4%	4%

MGP Ingredients. Inc				
Márgenes	30/06/2022	30/6/2021	30/6/2020	30/6/2019
Utilidad Bruta (%)	32%	32%	25%	21%
EBITDA (%)	13%	13%	10%	12%
Utilidad Neta (%)	6%	5%	4%	7%
Margen EBIT (%)	10%	10%	7%	9%

Brown-Forman Corporation				
Márgenes	31/12/2023	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020
Utilidad Bruta (%)	59%	61%	61%	63%
EBITDA (%)	28%	32%	36%	34%
Utilidad Neta (%)	19%	21%	26%	25%
Margen EBIT (%)	26%	30%	34%	32%

Jiugui Liquor Co., Ltd.				
Márgenes	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Utilidad Bruta (%)	80%	80%	79%	78%
EBITDA (%)	37%	37%	40%	30%
Utilidad Neta (%)	26%	26%	27%	20%
Margen EBIT (%)	36%	36%	37%	27%

Fuente: Datos publicado en Yahoo Finance (2022)

MGP Ingredients, Inc.³, una empresa estadounidense con sede en Atchison, Kansas, tiene una larga historia en la destilación, producción y comercialización de diversas bebidas alcohólicas destiladas, que incluyen bourbon, vodka, whisky y otros licores. Además, se

³ En el Anexo 3 se presenta el EECC del que resultan los ratios

diversifica en la fabricación de alcohol etílico y productos químicos industriales. Fundada en 1941, cotiza en el Mercado Americano. Según sus informes financieros públicos, sus márgenes de utilidad bruta oscilan entre el 21% y el 32% desde 2019 hasta 2022, con su EBITDA variando entre el 12% y 13%. La Utilidad Neta se sitúa entre el 7% en 2019 y el 6% en 2022.

Por otro lado, Brown-Forman Corporation,⁴ con sede en Louisville, Kentucky, es una empresa estadounidense que se destaca por la producción y venta de bebidas alcohólicas de alta calidad, en especial whisky, vodka y otros licores. Fundada en 1870 y cotizando en bolsa, opera en más de 170 países. Sus estados financieros revelan márgenes netos que oscilan entre el 19% y el 25%, con márgenes brutos promedio del 61% y un EBITDA que varía entre el 28% y 34%.

En cuanto a Jiuggi Liquor Co.,⁵ una destacada empresa china fundada en 1956, se especializa en la producción y venta de licores y bebidas espirituosas, con una presencia significativa a nivel local e internacional. Cotiza en la Bolsa de Valores de Hong Kong. Sus márgenes brutos se sitúan entre el 78% y 80%, mientras que los márgenes netos oscilan entre el 20% y 27%, y el EBITDA se encuentra en el rango del 30% al 37%.

En resumen, al analizar los márgenes de ganancia de las principales empresas de la industria desde 2019 hasta 2022, los informes financieros muestran un promedio de utilidad bruta del 57%, con un mínimo del 32% y un máximo del 80%. En cuanto al EBITDA, varía del 13% al 37%, con un promedio del 25%. La Utilidad Neta presenta menos fluctuación en este período, con un rango del 6% al 26% y un promedio del 16%

Aunque es importante tener en cuenta los ratios de la industria para evitar sobreestimar los de Merle, también es necesario proyectar con los márgenes actuales de la empresa, según el balance cerrado al 31 de diciembre de 2022. La utilidad bruta fue del 32%, el EBITDA del 23% y la utilidad neta del 6%. Si bien estos márgenes son similares a los promediados anteriormente, se entiende que los márgenes de la empresa local sean más bajos, ya que se trata de una empresa nueva en un mercado más pequeño.

En el siguiente cuadro se presentan los indicadores de crecimiento, tamaño y endeudamiento de las mismas empresas comparables con las que se analiza la industria donde opera Merle Group. El tamaño de cada una al 31/12/2022 se lo puede dimensionar a través de sus ventas anuales, EBITDA generado y Capitalización de mercado. El crecimiento se lo observa con el CAGR de ventas y de EBITDA, ambos entre el 2019 y 2022. El nivel de endeudamiento se lo analiza mediante el ratio de endeudamiento (Deuda total sobre la totalidad de activos), y ratio Deuda sobre Patrimonio neto.

⁴ En el Anexo 4 se presenta el EECC del que resultan los ratios

⁵ En el Anexo 5 se presenta el EECC del que resultan los ratios

Tabla 9. Ratios de Empresas Comparables correspondientes a Balances del 2022

Indicadores		Empresas Comparables				
		MGP Ingredients. Inc	Brown-Forman Corporation	Jiugui Liquor Co., Ltd.	Fevertree Drinks	Merle Group
Tamaño o Escala	Capitalización de Mercado (miles de USD)	USD 2.084.000	USD 31.540.000	USD 3.495.800	USD 1.585.100	
	Ventas (miles de USD)	USD 782	USD 4.228.000	USD 567.058	USD 423.489	USD 3.694
	EBITDA (miles de USD)	USD 169.300	USD 1.283.000	USD 196.000	USD 48.831	USD 879
Crecimiento	CAGR Ventas	21%	6%	28%	7%	36%
	CAGR EBITDA	23%	0%	35%	-16%	35%
Endeudamiento	Ratio de Endeudamiento (Deuda/Activo)	0,10	0,67	0,28	0,01	0,63
	Ratio de Deuda s/ Patrimonio	0,11	0,07	0,01	0,01	3,26
	Deuda (miles de USD)	USD 232.000	USD 2.260.000	USD 9.643	USD 20.480	USD 1.137
	Patrimonio Neto (miles de USD)	USD 746	USD 3.268.000	USD 581.312	USD 294.216	USD 347.000
Rentabilidades	EBITDA	13%	28%	37%	11%	23%
	EBIT	10%	26%	36%	9%	21%
	Utilidad Neta	6%	19%	26%	7%	6%
	Utilidad Bruta	32%	59%	80%	35%	32%

Fuente: Balances publicados y datos presentados en Yahoo Finance (2022)

4. Valuación de capital accionario de Merle Group

4.1. Valuación por método flujo de fondos descontados (DCF)

4.1.1. Marco teórico

La valuación de la empresa se realiza con el objetivo de encontrar, a través del valor económico de la empresa, el de sus acciones al 31 de diciembre de 2022. Estos valores se comparan con el precio al que se vendieron durante el 2022 y determinar si hay diferencias. La valuación se hará a través del método de flujos de fondos descontados. Según A. Damodaran, este método consiste en calcular el valor intrínseco del activo a través del cálculo del valor presente de los flujos de caja futuros, descontados a una tasa que replicará la estructura de capital, y que intentará compensar el riesgo que conlleva la inversión en el activo.

La valuación mediante este método implica lo siguiente:

- Estimación de la tasa de descuento: Para descontar los flujos de fondos, se utiliza la tasa WACC, que representa el costo de oportunidad para los proveedores de capital en función de la estructura de capital de la empresa. El método WACC consiste en una tasa de descuento ponderada entre los costos del financiamiento de la empresa, aplicada sobre flujos de caja desapalancados. Primero, se calcula el costo del capital propio de los inversores mediante el modelo CAPM. Luego, se determina el costo de la deuda provista por terceros, que refleja la tasa a la cual la empresa podría obtener deuda en el mercado.
- Estimación del flujo de caja libre: El flujo de caja libre, también conocido como "free cash flow to firm" en inglés, comprende la ganancia operativa después de impuestos, sumada a las depreciaciones y restada de las inversiones de capital. Es el dinero disponible tanto para el capital como para la deuda. Estimar los flujos de fondos es complejo debido a la incertidumbre que rodea el futuro de la empresa y los riesgos que enfrenta. Esta proyección se realiza por una cantidad determinada de periodos que se consideren suficientes hasta que la empresa alcance la madurez y una mayor estabilidad de los mismos. Los supuestos utilizados para proyectar los flujos de fondos y el valor terminal deben ser los mismos que se utilizan para determinar la tasa WACC con la que se descuenten.
- Estimación del horizonte temporal y cálculo del valor terminal: Calcular los flujos de fondos a lo largo del tiempo es complicado y puede tener un margen de error amplio. Para abordar esta situación, se introduce el concepto de valor terminal o residual. Este concepto establece que después de cierto período de tiempo, el valor residual de la empresa será igual a todos los flujos de caja infinitos divididos por una tasa de crecimiento anual constante.

4.1.2. Estimación de la tasa de descuento (WACC)

El costo promedio ponderado del Capital, o tasa WACC (Weighted Average Cost of Capital), es una tasa de descuento que debe reflejar los riesgos inherentes de la empresa en cuanto a la generación de flujos y de sus activos. Es el rendimiento mínimo que se le requiere a la empresa para cubrir el costo de la deuda expresada en su tasa de interés, el costo de capital propio reflejada en la tasa de rendimiento esperada exigida por los inversionistas, ponderado según la participación de cada fuente de financiamiento en la estructura de financiamiento de la empresa.

La tasa wacc con la que se descuentan los flujos de fondos resulta de la siguiente fórmula básica:

$$Tasa\ WACC = Ke * \frac{E}{(E+D)} + Kd * (1 - t) * \left(\frac{D}{D+E}\right)$$

Ke es el Costo del Equity y multiplica al Equity (E) dividido por la totalidad del financiamiento, (E+D). Kd es el Costo del Financiamiento de terceros y multiplica a la participación de la Deuda (D) sobre la totalidad del financiamiento. Este último, a diferencia del primer término, multiplica al escudo fiscal (1-t), siendo t la alícuota del impuesto a las ganancias. La tasa Wacc se calcula en dólares, tomando datos del mercado americano para una mayor solidez en las estimaciones, y se la convierte en moneda local usando la inflación de la moneda local con que se proyectaron los flujos de fondos y la inflación proyectada para EEUU, usando la siguiente fórmula:

$$Tasa\ WACC\ EM\$ = \left[(1 + Tasa\ WACC\ USD) * \left(\frac{1+Inflación\ EM\$}{1+Inflación\ USD}\right) \right] - 1 * 100$$

Se trabaja con dos Tasas WACC, una para los flujos ordinarios que se darán hasta el 2033 y otra para el valor terminal. La diferencia entre estas dos tasas es la ponderación del riesgo país Brasil y Argentina en el costo de equity, por diferentes distribuciones de las ventas proyectadas para cada uno, y la inflación proyectada en cada uno. La primera toma el promedio ponderado de las ventas proyectadas hasta el 2033, entre estos países, mientras que para el valor terminal se considera una distribución de ventas del 50% en cada país, que es lo que se pretende que se mantenga a lo largo de la vida de la empresa, y un nivel de inflación perpetua.

4.1.2.1. Cálculo del Costo del Capital Propio (K_e)

El costo del capital propio es la tasa de retorno que exigen los accionistas como compensación por haber invertido su capital en la empresa. Refleja el riesgo percibido por los accionistas al realizar tal inversión, cuanto mayor riesgo más aún es el costo del equity. Hay varios métodos para calcularlo, como por descuento de dividendos y por el CAPM (Capital Asset Pricing Model). El primero consiste en estimar el valor presente de los flujos de fondos futuros esperados por los accionistas en forma de dividendos. La segunda consiste en la valoración de los activos de capital, considerando el riesgo sistemático de los activos y la tasa libre de riesgo. La aplicación de uno o el otro depende de las características de la empresa a valorar, perspectivas de crecimiento, volatilidad del mercado entre otros factores.

La valuación del costo del equity será a través del método del CAPM. Este se calcula sumando a la tasa libre de riesgo, una prima de riesgo multiplicado por su beta. Los valores son de un mercado desarrollado, el americano, en dólares, vigentes al momento de la valuación, aplicando la siguiente fórmula:

$$K_e = R_f + B_l * (R_m - R_f) + R_p$$

4.1.2.1.1. Tasa Libre de Riesgo (R_f)

La tasa libre de riesgo (R_f) es el rendimiento mínimo que se requiere para un activo que no tiene ningún tipo de riesgos. Damodaran 2009 define un activo libre de riesgo a aquel cuyo valor esperado se conoce con gran certidumbre. Tal certidumbre lo condicionan dos puntos, que el activo no esté expuesto a riesgo de default y no haya riesgo de reinversión. La tasa libre de riesgo, al igual que los otros componentes con los que se determina el costo del equity, deben ser del mismo país emisor de la moneda. El flujo de fondos es en pesos, pero como en Argentina no existen bonos que cumplan la condición de activos libres de riesgo, resulta conveniente remitirse a los activos de Estados Unidos. El bono del tesoro de EEUU a 10 años es un instrumento que se considera libre de riesgo ya que no puede caer en default dado que están en una moneda que pueden emitir ante cualquier complicación. Es apropiado igualar el plazo de los flujos de fondos con el vencimiento del bono, si bien la empresa tiende a una existencia superior a 10 años, pero la proyección se hace por este intervalo. Es por esto que se toma un bono a 10 años. La Yield to Maturity del bono de 10 años de Estados Unidos al momento de la valuación, el 31/12/2022 es del 3,88%. Este dato es publicado por el Tesoro de los Estados Unidos. Esta es la tasa libre de riesgo que se usa para la valuación de Merle Group.

4.1.2.1.2. Beta Apalancado (B_l)

El beta apalancado (B_l) es una medida del riesgo sistemático de una empresa en relación al riesgo del mercado en general, es el que no es diversificable y que el mercado no reintegra. Representa la sensibilidad de la empresa ante movimientos generales del mercado. Para el cálculo del beta se suele tomar el rendimiento de la empresa y el rendimiento histórico del mercado en su conjunto (R_m). Los valores que este asume puede ser igual a 1, lo cual indica que la empresa tiene la misma volatilidad que el mercado; mayor a 1 indica que la empresa es más sensible a los movimientos del mercado; menor a 1 significa una menor volatilidad de la empresa, es decir, esta última tiene un riesgo menor al mercado en su conjunto. El beta de Merle Group dependerá de tres factores, la industria o sector en el que

opera, dado que hay industrias que naturalmente son más riesgosas que otra; el leverage financiero de la empresa, ante mayor deuda mayor riesgo; el leverage operativo, es decir, la proporción de costos fijos sobre la totalidad de los costos totales. Como la Merle Group no cotiza en el mercado, se opta por determinar el beta a través de empresas comparables. Estas empresas operan en la misma industria, con productos destinados a un mismo tipo de consumidor y pertenecen al rubro de bebidas espirituosas, con tamaños y márgenes parecidos. Son sociedades que cotizan en bolsa con balances e indicadores financieros publicados.

Tabla 10. Betas Apalancados de empresas comparables

Empresas Comparables	B _l
MGP Ingredients. Inc	0,95
Brown-Forman Corporation	1,15
Jiugui Liquor Co., Ltd.	1,27
Fevertree Drinks PLC	1,14

Fuente: Según datos publicados en Yahoo Finance (2022)

Estos betas están impactados por sus estructuras de financiamiento, por lo que es fundamental desapalancarlos. Para ello se aplica la siguiente fórmula:

$$Beta\ Apalancado = Beta\ Desapalancado * [1 + (1 - t) * (\frac{Deuda}{Equity})]$$

Los datos necesarios son la *Deuda* y el valor del *Equity* de cada uno al 31/12/2022. Estos datos se extraen de sus respectivos balances cerrados en el 2022, en miles de dólares.

Tabla 11. Betas Desapalancados

Empresas Comparables	Beta Apalancado	Deuda (miles de USD)	Equity (miles de USD)	Tax (t)	Beta Desapalancado
MGP Ingredients. Inc	0,95	232.000	2.084.000	0,21	0,88
Brown-Forman Corporation	1,15	2.260.000	31.540.000	0,21	1,09
Jiugui Liquor Co., Ltd.	1,27	9.643	3.495.000	0,25	1,27
Fevertree Drinks PLC	1,14	20.480	1.585.100	0,19	1,13
Promedio					1,09

Fuente: Elaboración propia según datos publicados en Yahoo Finance (2022)

Con estos datos, aplicando la fórmula, se obtiene al beta desapalancado de cada empresa. El promedio de estos permite determinar el beta de la industria. Este promedio se lo apalanca nuevamente pero ahora tomando la estructura de financiamiento target de Merle Group, la cual resulta de un promedio del ratio deuda sobre equity de los comparables, de 4,97%.

$$\text{Beta Apalancado de Merle Group} = 1,09 * [1 + (1 - 35\%) * 4,97\%]$$

$$\text{Beta Apalancado de Merle Group} = 1,13$$

De esta forma se determina el beta apalancado de Merle Group equivalente a 1,13. Este número tiene sentido, dado que al ser mayor a 1 refleja más riesgo de la empresa respecto al mercado en general. Ante cambios que se den en la economía, la empresa presentará más volatilidades que el resto.

4.1.2.1.3. Prima de Riesgo

La prima de riesgo del mercado de acciones compensa el riesgo adicional que los inversionistas asumen al invertir en el mercado de acciones en lugar de un activo libre de riesgo. Esta prima de riesgo se calcula como la diferencia entre el rendimiento esperado del mercado (R_m) y la tasa libre de riesgo (R_f). Variará en función de diversos factores, como las condiciones económicas, la volatilidad del mercado, la estabilidad política y otros factores específicos de la industria.

Dado que el mercado argentino no proporciona datos representativos debido a su baja liquidez y falta de profundidad en su operatoria, es más adecuado recurrir a un mercado más maduro, como el de Estados Unidos. Para el cálculo del retorno del mercado, se utilizaron las variaciones históricas del índice S&P 500 durante los últimos 30 años, lo que arrojó un retorno del 7,69%. Este período prolongado se elige para abarcar una amplia gama de fluctuaciones del mercado e incluir múltiples ciclos económicos. La diferencia entre este rendimiento del 7,69% y la tasa libre de riesgo del 3,88% mencionada anteriormente da como resultado una prima de riesgo del mercado del 3,81%.

4.1.2.1.4. Prima de Riesgo País (R_p)

Para ajustar la prima de riesgo del mercado al mercado local, se suma la prima de riesgo país de Argentina y Brasil, en función de su participación en las ventas proyectadas. Aunque el modelo CAPM no incluye este elemento en su fórmula, es necesario considerarlo debido a los riesgos específicos de cada país y a la demanda adicional de los inversionistas al tratarse de una empresa argentina. Para la valuación, se utiliza el índice financiero EMBI (Emerging Markets Bond Index) desarrollado por J.P. Morgan, que compara la calidad crediticia de los bonos emitidos por países en desarrollo o emergentes con los emitidos por países desarrollados. Este índice mide el riesgo de inversión en bonos de mercados emergentes, basándose en la diferencia de rendimientos entre los bonos del índice y los bonos del tesoro de Estados Unidos. El spread refleja el riesgo crediticio y, por lo tanto, el mayor requerimiento de los inversionistas para activos en la economía correspondiente. Al momento de la valuación, el EMBI indica una prima de riesgo del 21,96% para Argentina y del 2,58% para Brasil.

El riesgo de cada país se agrega según el porcentaje de ventas proyectadas que se espera que se realicen en cada uno. Para determinar este porcentaje, se realiza un promedio ponderado basado en el total de ventas anuales y su distribución a lo largo de los años.

Según las proyecciones previamente definidas, entre 2023 y 2033, el 61,79% de las ventas se realizarán en Argentina, mientras que el 38,21% restante corresponderá a Brasil.

Con los resultados obtenidos se determina el costo del equity aplicando la siguiente fórmula:

$$Ke = Rf + Bl * (Rm - Rf) + Rp$$
$$Ke = 3,88\% + [1,13 * (7,69\% - 3,88\%)] + (61,79\% * 21,96\%) + (38,21\% * 2,58\%)$$
$$Ke = 18,48\%$$

Es decir, a la tasa libre de riesgo del 3,88% se le suma una prima de riesgo del 3,81% con un beta apalancado del 1,13. A esto se le adiciona el riesgo país de Argentina y Brasil, ponderados según las ventas en cada uno. El 18,48% indica el costo del equity en dólares requerido por los inversionistas.



Universidad de
San Andrés

4.1.2.2. Cálculo del Costo de la Deuda (Kd)

El costo de la deuda (Kd) es un componente importante para calcular la tasa WACC. Representa el costo que la empresa asume por el endeudamiento que forma parte de su estructura financiera. La forma de calcular esta tasa depende de la disponibilidad de información y de cómo la empresa instrumenta su deuda. En el caso de empresas que emiten bonos en el mercado, se puede utilizar la Yield to Maturity del bono al momento de la valuación. En ausencia de bonos emitidos, se puede considerar el rating crediticio asignado a la empresa. Si ninguna de estas opciones está disponible, se puede tomar un promedio de empresas comparables que tengan una estructura de financiamiento similar. En situaciones particulares en las que no sea posible obtener una tasa mediante estos métodos, se puede utilizar la tasa de interés vigente en las deudas contraídas al momento de la valuación. En el caso de Merle Group, la empresa tiene deudas tanto en dólares como en pesos. La deuda en dólares representa la mayor participación y se trata de una deuda bullet con una tasa de interés anual del 7%.

4.1.3.1. Cálculo del costo promedio ponderado de capital (WACC)

Para determinar la tasa WACC, además del costo del equity y el costo de la deuda, se necesita conocer la participación relativa del equity y la deuda en el financiamiento total. Para ello, al igual que en el apalancamiento del beta de Merle Group, tomaremos la estructura de financiamiento target de la industria. Se promedia el ratio deuda sobre activo y el ratio equity sobre activo de las empresas comparables. De este cálculo resulta que la participación de la deuda sobre el total del financiamiento es del 5% y el del equity, 95%.

Con la fórmula anteriormente expuesta, sobre los valores obtenidos, se obtiene la siguiente tasa WACC en dólares:

$$\begin{aligned} \text{Tasa WACC} &= Ke * \frac{E}{(E+D)} + Kd * (1 - t) * \left(\frac{D}{D+E}\right) \\ \text{Tasa WACC} &= 18,48\% * 95\% + 7\% * (1 - 35\%) * 5\% \\ \text{Tasa WACC} &= 17,8\% \end{aligned}$$

Dado que se proyecta un flujo de fondos en pesos, se debe convertir esta tasa WACC a la misma moneda, utilizando para ello el índice de inflación promedio proyectado hasta el 2033, para la moneda local es del 57,10% y para el dólar es del 5%. Con la siguiente fórmula se obtiene una tasa WACC en pesos del 76,3%.

$$\begin{aligned} \text{Tasa WACC EM\$} &= \left[(1 + \text{Tasa WACC USD}) * \left(\frac{1 + \text{Inflación EM\$}}{1 + \text{Inflación USD}}\right) \right] - 1 * 100 \\ \text{Tasa WACC EM\$} &= \left[(1 + 17,8\%) * \left(\frac{1 + 57\%}{1 + 5\%}\right) \right] - 1 * 100 \\ \text{Tasa WACC EM\$} &= 76,3\% \end{aligned}$$

Esta tasa WACC se aplica a los flujos de fondos en pesos de los primeros once años, hasta que la empresa alcance la madurez y estabilidad. Para el valor terminal se ocupa una tasa distinta que considere una prima de riesgo país diferente en el costo del equity y una inflación proyectada a perpetuidad. Dado que en el valor terminal de la empresa asume una estabilidad de sus flujos cuando las ventas se distribuyen un 50% en Argentina y un 50% en Brasil, se aplica una ponderación de cada riesgo país distinta a la del primer costo de equity. Con la siguiente fórmula se llega a un Costo del Equity (Ke) del 16.20%:

$$Ke = 3,88\% + 1,05 * (3,88\% - 7,69\%) + (50\% * 21,96\%) + (50\% * 2,58\%)$$

$$Ke = 16,20\%$$

Cambiando este término en el cálculo de la tasa WACC en dólares, se obtiene como resultado un 15,7%:

$$Tasa\ WACC' = 16,20\% * 95\% + 7\% * (1 - 35\%) * 5\%$$

$$Tasa\ WACC' = 15,7\%$$

Si se convierte esta tasa en pesos, siguiendo los mismos coeficientes que la anterior pero con una inflación a perpetuidad de Argentina del 25% y de Estados Unidos de 2,5% se obtiene a una tasa WACC en pesos equivalente al 46%



4.1.3. Estimación de los flujos fondos libres

Los flujos de fondos libres se calculan sumando los flujos de fondos de Merle Group, correspondientes tanto el que le corresponde a los accionistas como a los acreedores, sin incluir en este último depreciaciones del capital del préstamo. Para calcular el flujo de fondos libre se parte desde el resultado operativo (EBIT), al cual se le resta la tasa de impuesto corporativo correspondiente, se le suman depreciaciones (dado que es un concepto no representa una erogación), y luego se le restan las inversiones de CAPEX y las variaciones de capital de trabajo.

$$FFL = EBIT \times (1 - \text{tasa impositiva}) + \text{depreciaciones} - \text{inversión CAPEX} \pm \Delta \text{Capital de Trabajo}$$

Para la estimación del flujo de fondos se confecciona un escenario base que tiene en cuenta determinados supuestos.

La proyección de flujos de fondos se hace hasta el año 2033 utilizando Estados de Resultados y Estados de Situación Patrimonial anuales. Se tienen en cuenta la situación actual de la empresa al 31 de diciembre de 2022, según los Estados de Resultados reales, los ratios financieros resultantes de análisis históricos, la estructura operativa, la capacidad de producción actual y máxima, los proyectos y políticas internas de los Directores, así como los supuestos macroeconómicos relacionados con la inflación y el crecimiento esperado de la industria y el mercado, tanto en Argentina como en Brasil.

4.1.3.1. Inflación proyectada

Dado que Merle Group lleva a cabo sus actividades en Argentina, desde la adquisición de insumos hasta la producción de sus productos, a pesar de sus exportaciones y la significativa participación de Brasil en las ventas, es lógico pensar que las estimaciones de los flujos de fondos se realicen en la moneda local, el peso argentino. En los mercados emergentes, suelen presentarse desafíos al momento de valorar debido a la falta de liquidez y profundidad en los mercados de capitales, así como a las tasas de interés y las primas de riesgo aplicadas a los flujos de fondos. Algunas de las metodologías utilizadas para abordar esto incluyen la conversión de los flujos de fondos a dólares para luego descontarlos con estimaciones más sólidas, o alinear los flujos de fondos en moneda local con las variables macroeconómicas del país. La primera requiere proyectar una tasa de cambio y la segunda se basa en la inflación, pero ambas están estrechamente relacionadas ya que consideran las mismas variables macroeconómicas. A largo plazo, el tipo de cambio refleja el poder adquisitivo del país.

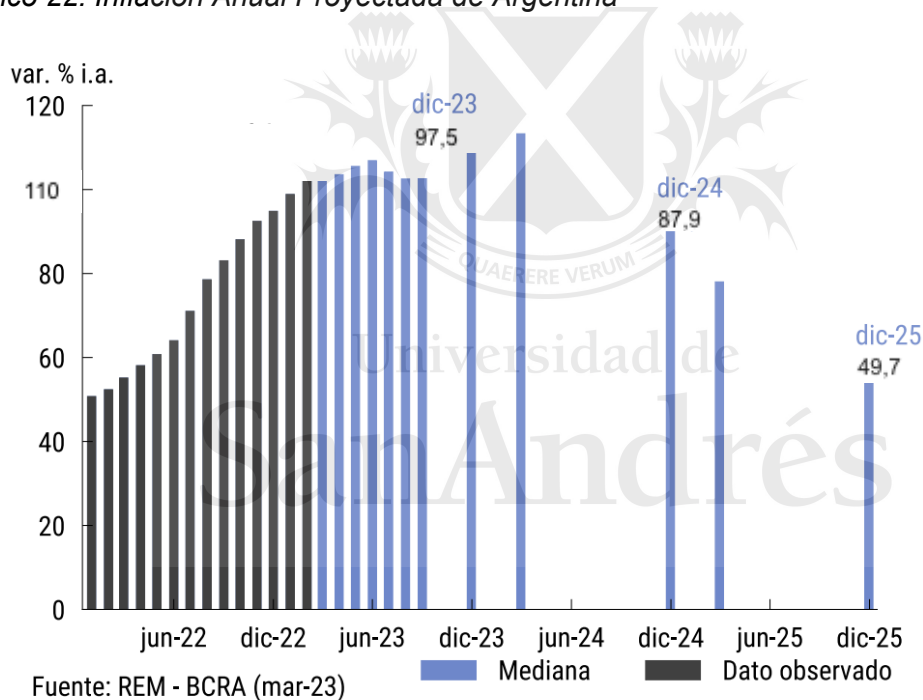
Merle Group tiene sus plantas de producción en Argentina, específicamente en el parque industrial de Florencio Varela, Buenos Aires. Aunque cuenta con oficinas en la Ciudad de Buenos Aires y tiene planes de expandir sus sucursales en Brasil, su base de producción seguirá en Argentina. Esto implica que la mayor parte de sus gastos e ingresos sean en la moneda local, el peso argentino, a pesar de que sus exportaciones se realicen en dólares. Los precios de venta se determinan de la misma manera que para otros productos y las operaciones se liquidan en pesos. Por esta razón, se trabajará con flujos de fondos en pesos, ya que es la moneda principal en la que opera y está más sujeta a los cambios en el poder adquisitivo que en el tipo de cambio. El objetivo actual es determinar un índice anual para el resto de los períodos en términos de inflación.

La variable principal que ha influido considerablemente en Argentina históricamente es la alta tasa de inflación. Desde el año 2000 en adelante, las tasas de inflación han ido aumentando progresivamente, alcanzando su máximo histórico en 2019, a pesar de las diversas políticas restrictivas y acuerdos de precios implementados ese año con el sector

empresarial. Durante 2020, se adoptaron medidas de confinamiento debido a la pandemia, lo que redujo la velocidad de circulación del dinero y, por lo tanto, la inflación. En 2021 y 2022, con la eliminación de las restricciones, se produjo un doble impacto: se liberó toda la emisión acumulada y se reanudó la velocidad de circulación monetaria. Además, en 2022 se sumaron otros factores relacionados con la COVID-19, la emisión de dólares por parte de la Reserva Federal y la guerra entre Ucrania y Rusia, que afectaron no solo a la inflación en Argentina, sino a nivel mundial, las tasas de inflación se aceleraron en todos los países durante 2021 y 2022, junto con los promedios históricos de los últimos 10 años. Se estima que estas alzas en las tasas inflacionarias irán disminuyendo en el mundo y con ello en Argentina, retomando promedios históricos.⁶

La REM es una encuesta que realiza el Banco Central de la República Argentina en la que recopila las expectativas del mercado financiero sobre variables económicas claves. Entre las distintas variables que proyecta está el de la inflación argentina y el tipo de cambio. En el informe de Marzo del 2023 se tomaron los siguientes datos de las expectativas de inflación anual, a partir del IPC nivel general, para la valuación que se presentará en el presente trabajo.

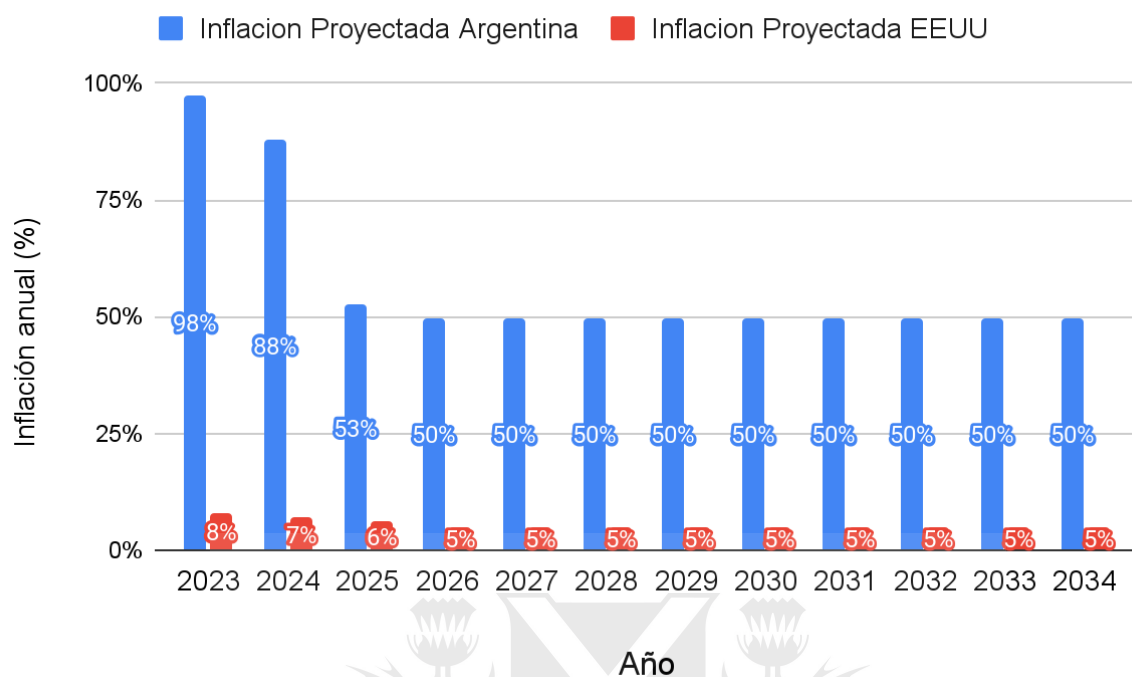
Gráfico 22. Inflación Anual Proyectada de Argentina



A partir del 2026 y hasta el último año de proyección de los flujos de la empresa, se considera que la inflación se mantendrá en línea con los promedios históricos de los últimos 7 años, con una tasa del 49,70%. En el caso de Estados Unidos, diversas consultoras estiman que en el mediano y largo plazo, la inflación se mantendrá en niveles similares a los del año 2021, estabilizándose en una tasa anual del 5%. Con base en estos dos supuestos macroeconómicos, se construye el siguiente escenario base para la valuación en pesos.

⁶ En el Anexo 6 se presenta la Evolución histórica de los índices de inflación

Gráfico 23. Inflación proyectada en Argentina y Estados Unidos



Fuente: Elaboración propia según Datos publicados por FMI y REM del BCRA (2023)

4.1.3.2. Proyección de Resultados

Con el propósito de definir las proyecciones de todas las áreas, primero se establecen las metas de ventas para los próximos 11 años y sus márgenes brutos respectivos. Estas ventas servirán como base para diseñar la estructura de gastos fijos y determinar las medidas necesarias en cada departamento para afrontar estos desafíos. Los Estados de Resultados proyectados se elaboran utilizando dicha estructura de gastos fijos y variables. Asimismo, se tienen en cuenta las condiciones de cobro y pago de ingresos y egresos, junto con los objetivos de endeudamiento, liquidez y rotación que la empresa considera adecuados. Todos estos elementos se combinan para generar los Estados de Situación Patrimonial proyectados para los próximos 11 años, lo que permitirá obtener el flujo libre de caja de la empresa.

Las decisiones tomadas por la dirección con respecto a los aspectos mencionados, teniendo en cuenta los ratios históricos observados y la estructura del último balance cerrado, dan lugar a las siguientes políticas:

- Políticas de expansión en los canales de ventas de Argentina y Brasil con el propósito de diluir la estructura de costos fijos;
- Reestructuración del financiamiento, cambiando de tasas previamente asumidas a otras más favorables y reinvertir las utilidades en la reducción de deudas;
- Lanzamiento de nuevos proyectos que complementen los ya existentes, con presencia en los mismos canales de venta que los productos consolidados;
- Desaceleración en el crecimiento de los gastos, tal como se refleja en el estado de resultados;

Estas políticas reflejan la orientación estratégica de la empresa, enfocada en aprovechar las oportunidades de crecimiento en los mercados de Argentina y Brasil, optimizar la estructura financiera, diversificar la oferta de productos y controlar el ritmo de aumento de los gastos operativos.

4.1.3.2.1. Proyección de Utilidad Bruta

El Director Ejecutivo, junto con los Directores Comerciales y de Estrategia, definen las metas de ventas sostenibles a alcanzar en los próximos 11 años. Tal como se muestra en la siguiente tabla, las estrategias se dividen en tres etapas, cada una con objetivos de venta específicos.

Tabla 12. Proyección de ventas de principales productos (en miles de botellas)

Etapas	Mantener Ventas		Expansión en Brasil				Duplicar la posición inicial					
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Producto	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Gin Merle (miles de botellas)	1.000	1.000	1.200	1.200	1.500	1.500	1.700	1.700	2.000	2.000	2.000	2.000
Participación de Argentina	83%	83%	80%	80%	65%	65%	58%	58%	50%	50%	50%	50%
Participación de Brasil	17%	17%	20%	20%	35%	35%	42%	42%	50%	50%	50%	50%
Ventas en Argentina (miles de botellas)	830	830	960	960	975	975	986	986	1.000	1.000	1.000	1.000
Ventas en Brasil (miles de botellas)	170	170	240	240	525	525	714	714	1.000	1.000	1.000	1.000
Vodka Spectre (miles de botellas)	350	350	400	400	550	550	700	700	900	900	1.000	1.000
Participación de Argentina	83%	83%	80%	80%	65%	65%	58%	58%	50%	50%	50%	50%
Participación de Brasil	17%	17%	20%	20%	35%	35%	42%	42%	50%	50%	50%	50%
Ventas en Argentina (miles de botellas)	291	291	320	320	358	358	406	406	450	450	500	500
Ventas en Brasil (miles de botellas)	60	60	80	80	193	193	294	294	450	450	500	500
Ventas Total (miles de botellas)	1.350	1.350	1.600	1.600	2.050	2.050	2.400	2.400	2.900	2.900	3.000	3.000

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

En la primera etapa, el objetivo es mantener las ventas alcanzadas en el 2022. Se reconoce que el posicionamiento logrado se debe en gran medida al cambio en el consumo de bebidas alcohólicas, que ha favorecido especialmente a las bebidas espirituosas, en particular al gin. Durante los años 2023 y 2024, se busca alcanzar al menos las mismas ventas que en los periodos anteriores. La distribución de un millón de botellas de gin se divide en un 83% para Argentina y un 17% para Brasil, al igual que las 350.000 botellas de Spectre, que siguen la misma ruta de mercado. En Argentina, las provincias objetivo son CABA, Buenos Aires, Córdoba, Entre Ríos, Santa Fe, Santiago del Estero, Salta, Mendoza,

Tucumán y Misiones, que son las provincias con mayor población en el país.⁷ Por otro lado, en Brasil, los canales de ventas se centran exclusivamente en Río de Janeiro y Camboriú. Estas ciudades fueron clave para lograr el posicionamiento gracias a acuerdos establecidos con supermercados locales.

La segunda etapa abarca desde el 2025 hasta el 2028 y consta de dos incrementos graduales en las ventas, con un mayor enfoque en Brasil. En Argentina, el aumento de ventas depende tanto del crecimiento en el consumo de bebidas espirituosas como de la competencia con otras marcas para lograr una mayor participación de mercado. En cambio, en Brasil, el objetivo es establecerse en el mercado con volúmenes mínimos de ventas. En el 2025, se prevé agregar 200.000 botellas más de gin al mercado, lo que representa un aumento del 15% en Argentina, pasando de 830.000 botellas a 960.000, y un aumento del 41% en Brasil, pasando de 170.000 botellas a 240.000. En cuanto al vodka, se espera un incremento del 10% en el mercado local y un 35% en Brasil, pasando de 290.500 botellas a 320.000 y de 59.500 a 80.000, respectivamente. Este aumento en el 2025 se acompaña de políticas que aseguren su sostenibilidad en el 2026 y que el siguiente incremento en el 2027 sea más genuino y con menor riesgo. Durante el 2027, se continuará el plan de expansión en todo Brasil, abarcando Río de Janeiro, Sao Paulo, Brasilia y El Salvador, tomando como criterio el tamaño de la población de cada ciudad.⁸

El gin experimentará un aumento del 1,5% en el mercado local, alcanzando un total de 975.000 botellas, lo que representa un incremento de 15.000 botellas con respecto al año anterior. En Brasil, se espera un aumento más significativo, con las ventas pasando de 240.000 botellas a 525.000 botellas, más del doble de la cifra anterior. En cuanto al vodka, en Argentina se busca un incremento del 11%, llegando a 37.500 botellas, mientras que en Brasil se espera más del doble de las ventas, pasando de 80.000 botellas a 192.000.

En esta etapa, que abarca desde el 2025 hasta el 2028, el objetivo es aumentar las ventas de gin de 1,0 millones a 1,5 millones de botellas y las ventas de vodka de 350.000 a 550.000 botellas, con un enfoque mayor en el mercado brasileño. En términos de participación, Argentina pasaría de representar un 83% de las ventas totales a un 65% en el 2028.

A partir del 2029, se inicia una nueva etapa en las estrategias de ventas de la empresa, enfocada en duplicar el posicionamiento inicial. Para lograr esto, es fundamental haber consolidado los canales de venta en Argentina y poder implementar políticas más agresivas para insertar con éxito los productos en Brasil. El objetivo no es enfocarse en un crecimiento adicional en Argentina, sino en mantener la participación, mientras que la expansión se centra en Brasil, con el objetivo de equilibrar las ventas en ambos mercados al 50%. En el 2029, se espera un aumento del 36% en las ventas de gin en Brasil y un 1% en Argentina. En cuanto al vodka, se proyecta un incremento del 13% en Argentina y del 53% en Brasil. La distribución de las ventas se mantendría en un 58% en Argentina y el resto en Brasil durante dos años, hasta el 2030. Sería en el 2031 cuando se buscaría dar el salto final para lograr el posicionamiento a largo plazo deseado por la empresa, equilibrando las ventas al 50%. En este punto, se prevé vender 2,0 millones de botellas de gin y 1,0 millón de botellas de vodka.

El CAGR proyectado para el total de las ventas desde el 2022 hasta el 2034 en el escenario base es del 63%. Las proyecciones de ventas se realizan al largo plazo teniendo en cuenta estas estrategias de los Directores para los principales productos de la empresa, gin y vodka en sus diferentes variedades; la participación de mercado histórica lograda hasta el 2022; el crecimiento proyectado del mercado de bebidas espirituosas en Brasil y Argentina, y la participación que tiene Merle Group en cada uno de ellos; el nivel de consumo per

⁷ En el Anexo 7 está la población de las ciudades más pobladas de Argentina

⁸ En el Anexo 8 está la población de las ciudades más pobladas de Argentina

cápita de bebidas alcohólicas de estos dos países. Si bien también hay estrategias de expansión en otros países de la región y Europa, Brasil y Argentina representan una base sólida de ventas sobre la cual se proyecta un crecimiento mínimo. Se espera también la expansión en Chile, Uruguay, Bolivia, Perú, España y Paraguay, no solo en gin y vodka, sino también en otras bebidas espirituosas, merchandising, agua tónica, servicios de fasón y desarrollos de recetas⁹. Si bien estos productos y mercados adicionales requerirán políticas específicas, su magnitud no es tan significativa como para anticiparlas en detalle, dado que las marcas principales impulsan la sinergia en los canales de ventas.

Todas estas proyecciones de ventas hacen al escenario base y se traducen en la siguiente tabla que muestra la participación proyectada de Merle Group en el mercado de bebidas espirituosas de Argentina y Brasil.

Tabla 13. Participación proyectada de Merle Group en el mercado de bebidas espirituosas de Argentina y Brasil

Año	Ventas Merle Group en Brasil (millones de pesos)	Participación en el mercado Brasil	Ventas Merle Group en Argentina (millones de pesos)	Participación en el mercado Argentino
2023	\$420	0,09%	\$2.052	0,63%
2024	\$790	0,09%	\$3.855	0,63%
2025	\$1.616	0,12%	\$6.463	0,69%
2026	\$2.419	0,12%	\$9.675	0,68%
2027	\$7.959	0,26%	\$14.782	0,70%
2028	\$11.915	0,26%	\$22.129	0,70%
2029	\$24.399	0,35%	\$33.695	0,71%
2030	\$36.526	0,35%	\$50.440	0,70%
2031	\$76.483	0,49%	\$76.483	0,71%
2032	\$114.493	0,49%	\$114.493	0,71%
2033	\$176.748	0,50%	\$176.748	0,73%

Fuente: Elaboración propia según reportes internos e Informes publicados de CEPAL

La utilidad bruta de los Estados de Resultados proyectados se determina en base a las botellas que se tienen previsto vender en los próximos 11 años. Es importante valorar las ventas y los costos de venta en moneda local, utilizando el precio neto de venta y los costos unitarios ajustados por inflación, manteniendo el margen bruto con el que la empresa ha estado trabajando debido a su eficiencia operativa. Las ventas netas se determinan considerando tanto los principales productos con los que se han establecido políticas a largo plazo como otros productos que la empresa produce y comercializa. Estas ventas se totalizan tanto en Argentina como en Brasil, ya que el precio de venta para cada mercado no presenta grandes variaciones.

Los precios netos se ajustan bimestralmente, tomando en cuenta la inflación proyectada y el margen bruto de la empresa, para actualizar los costos unitarios. El punto de partida es el precio neto promedio del año 2022. A través de la multiplicación de las cantidades vendidas por el precio neto, se obtienen las ventas netas.¹⁰

⁹ En el Anexo 9 están las ventas proyectadas segregados por productos

¹⁰ En el Anexo 12 se desarrolla el cálculo de las Ventas netas proyectadas

En cuanto al costo de venta, se sigue la misma metodología que para las ventas. Los costos unitarios iniciales corresponden a los promedios del año 2022 y, al igual que los precios de venta, se ajustan por inflación utilizando los mismos índices aplicados en toda la valuación. Estos costos unitarios se multiplican por las cantidades proyectadas a vender anualmente para cada producto, obteniendo así el Costo de la Mercadería Vendida.¹¹

A partir de las ventas y los costos de venta anuales, ajustados por inflación, se calcula la utilidad bruta en moneda local. Es posible observar la evolución anual en valores nominales y el margen bruto aplicado en cada año, junto con la cantidad de botellas vendidas en todos los segmentos. A pesar de que el impacto de la inflación se refleja en los valores nominales, el porcentaje de utilidad bruta se mantiene constante a lo largo de los años, con ligeros aumentos al largo plazo debido a que se prevee optimizaciones en la producción por implementación de nuevos procesos con más tecnología, dada la constante inversión en CAPEX.

Tabla 14. Utilidad Bruta Proyectada

Etapas	Mantener Ventas		Expansión en Brasil				Duplicar la posición inicial					
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Ventas Total (miles de botellas)	1.700	1.700	1.950	1.950	2.450	2.450	2.800	2.800	3.300	3.300	3.400	3.400
Ventas Netas (Millones de Pesos)	2.472	4.645	8.079	12.094	22.741	34.044	58.094	86.966	152.963	228.985	353.496	529.183
Costo de Mercadería (Millones de Pesos)	-1.672	-3.142	-5.441	-8.146	-15.236	-22.809	-38.923	-58.267	-102.485	-146.550	-226.237	-338.677
Utilidad Bruta (Millones de Pesos)	800	1.503	2.638	3.948	7.505	11.235	19.171	28.699	50.478	82.435	127.259	190.506
Utilidad Bruta (%)	32%	32%	33%	33%	32%	32%	33%	33%	33%	36%	36%	36%

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

¹¹ En el Anexo 13 se desarrolla el cálculo del Costo de Mercadería Vendida proyectada

4.1.3.2.2. Proyección de Inversión en Capital (CAPEX)

Durante el 2022, se llegó a un punto clave de producción y ventas que permite comprender la demanda mínima de los productos comercializados por la empresa. Además de comprender el nivel mínimo de ventas necesario, también se determinó la estructura de bienes de uso requerida para mantener la empresa en funcionamiento. Esta información se refleja en el estado de situación patrimonial neto de depreciaciones acumuladas, específicamente en el rubro de bienes de uso.

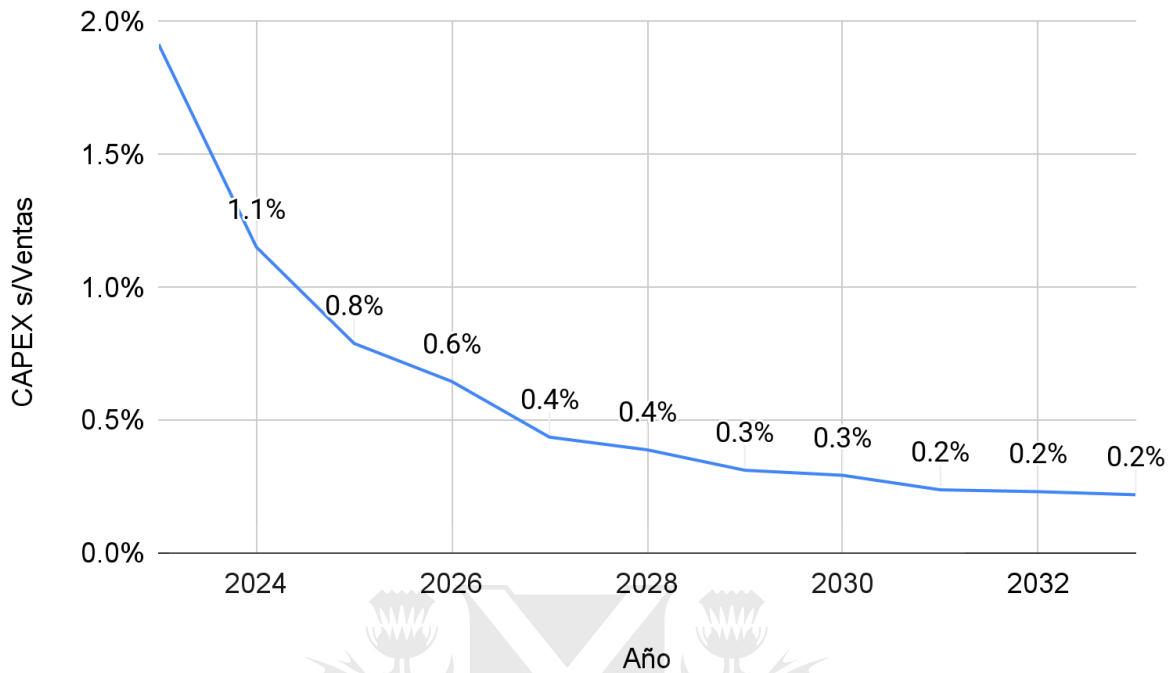
El rubro de maquinarias y equipos está compuesto principalmente por 4 máquinas destiladoras con sus torres de enfriamiento, 2 líneas automatizadas de fraccionamiento, 2 tanques de alcohol, 4 tanques de productos en proceso y 2 tanques de agua. Las instalaciones incluyen todas las construcciones presentes en la fábrica ubicada en el parque industrial de Florencio Varela, como el sistema anti incendio, oficinas, vestuarios, paneles sensoriales, depósitos, obras eléctricas y obras de ingeniería relacionadas con el circuito productivo. Por su parte, los muebles y útiles engloban todo el equipo de computación, mobiliario de oficina y sector productivo, como mesas de trabajo, armarios y lockers. Cada categoría de bienes tiene una vida útil específica, siendo las maquinarias de 20 años, las instalaciones de 30 años, los equipos de 10 años y los muebles y útiles de 5 años, con algunos elementos que pueden tener vidas útiles menores. Las depreciaciones anuales representan aproximadamente el 11% del valor total de los bienes de uso, en promedio.¹²

La estrategia de inversión en CAPEX, definida por el Director de Operaciones, se divide en dos aspectos. Por un lado, se busca mantener la estructura actual reponiendo los bienes de uso por el mismo valor de las depreciaciones. Para ello, se destina un máximo del 11% del valor de los bienes de uso a reparaciones, mejoras o reservas para reponer los activos cuando sea necesario, ya sea al final de su vida útil o en caso de situaciones extraordinarias. Por otro lado, además de reponer la estructura actual, se tiene como objetivo destinar anualmente 5.500.000 de pesos, ajustadas por inflación, de las utilidades generadas a bienes de uso, con el fin de automatizar la parte productiva y optimizar el rendimiento de los operarios, manteniéndose actualizado este monto en función de la inflación para preservar su valor real.

Dado que la producción aumentará gradualmente cada año, esta inversión en CAPEX representa el mínimo definido para acompañar dicho crecimiento. No se pretende destinar más del 2% de las utilidades anuales al CAPEX, ya que el principal enfoque está en reinvertir las utilidades en capital de trabajo y el desarrollo de nuevos mercados.

¹² Tomando de referencia la inflación proyectada mencionada anteriormente, la inversión en CAPEX quedaría como se expone en el Anexo 10.

Gráfico 24. Proyección de CAPEX sobre Ventas



Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

En el gráfico actual, se aprecia cómo la inversión en CAPEX se va reduciendo a medida que las ventas aumentan. Esto se debe a que la política de inversión consta de elementos fijos. Uno de ellos implica la reposición del valor amortizado en el período, y el otro se refiere a un valor nominal constante que solamente se ajusta por inflación.

Este patrón se mantiene inalterado hasta que la inversión en CAPEX alcanza el 0,2% de las ventas. A partir de ese punto, el ratio de Inversión en CAPEX se ajusta en relación a las ventas del período en un mismo porcentaje.

4.1.3.2.3. Proyección de Gastos Operativos

El rubro de gastos operativos en los Estados de Resultados proyectados varía principalmente debido a las políticas establecidas por Operaciones y RRHH, en función de los niveles de producción proyectados a largo plazo. Este rubro está compuesto por diversos elementos que se relacionan directamente con la producción.¹³

Dentro de los Haberes Operativos se encuentran los sueldos del personal de planta, los cuales se ajustan anualmente de acuerdo a las incorporaciones proyectadas para hacer frente a las ventas definidas en cada etapa. Si bien el ajuste de sueldos se rige por convenio, resulta coherente relacionar su actualización directamente con el índice de inflación utilizado para el resto de la valuación.

La dirección de Recursos Humanos, en conjunto con los directores de cada departamento y los jefes de planta, han determinado que el aumento en la producción en cada etapa requerirá contrataciones adicionales tanto en el ámbito administrativo como en el operativo. El personal está distribuido en 6 direcciones: Operaciones, Estrategia, Comercial, Finanzas, Marketing e Innovación y Desarrollo. Cada dirección se compone de tres niveles: directores, gerentes y personal administrativo, así como también se cuenta con personal de planta.¹⁴

Al 31/12/2022, cada dirección cuenta con 6 directores y 19 puestos subordinados, que incluyen gerentes y personal administrativo. La planta operativa está compuesta por 40 operarios, distribuidos en diferentes roles como líderes de destilación, líderes de merchandising, líderes de envasado, jefes de mantenimiento, líderes de calidad y operarios. Además, se cuenta con servicios tercerizados que apoyan tanto el desarrollo estratégico, a través de consultorías, como el aspecto operativo, a través de empresas de servicios de apoyo.

Si bien cada etapa requerirá un aumento gradual de contrataciones en relación de dependencia y una reducción en la contratación de servicios tercerizados, principalmente en las áreas de Marketing, Finanzas y Comercial, esta transición se realizará de manera progresiva año tras año. Durante los primeros cuatro años, el enfoque estará en la profesionalización de las áreas, más que en el nivel de producción. A partir de 2026, se implementarán políticas de contratación vinculadas a la apertura de la casa matriz en Brasil, con el objetivo de posicionar el área, y se espera alcanzar un nivel óptimo de contrataciones para cada sector hasta el año 2031. En cuanto a la planta de operarios, la contratación se relacionará más directamente con el nivel de producción experimentado en cada etapa, aunque también se irá invirtiendo en la automatización de la planta.

Estas políticas de contratación se reflejarán en los gastos relacionados con salarios, cargas sociales, bonos y gratificaciones, viáticos y movilidad, gastos de representación, sistemas de información, regalos y donaciones, y gastos administrativos, los cuales se incluirán en el estado de resultados de la empresa.

El rubro de alquileres engloba tanto el alquiler del inmueble donde se encuentra la fábrica como el alquiler de maquinarias. Este rubro se ajusta únicamente por inflación, ya que no se prevé una ampliación de la planta productiva con los niveles de producción proyectados.

El rubro de fletes incluye los gastos generados por la compra de insumos y materia prima, así como los gastos de traslado interno entre depósitos. Los gastos operativos comprenden los gastos de mantenimiento de la planta, así como los servicios contratados para la producción y gestión de calidad. Los gastos de fábrica incluyen los costos de repuestos y reparaciones tanto ordinarias como extraordinarias.

¹³ En el Anexo 14 se detalla la composición de los Gastos Operativos y su evolución en relación a la Utilidad Bruta

¹⁴ En el Anexo 11 se proyecta la composición de cada sector en cuanto al personal contratado.

Los fletes, gastos operativos y gastos de fábrica se ajustan, además de por inflación, también en función del crecimiento en la producción, debido a la mayor operatividad de la planta. Por otro lado, las depreciaciones representan el 11% del total de bienes de uso y se calculan en base a la vida útil de los activos al 31/12/2022, con un peso ponderado en el rubro.

Inicialmente, los gastos operativos tienen un gran impacto en la utilidad bruta debido a la estructura de la empresa. A medida que las ventas en términos de botellas aumentan año tras año, esta estructura se diluye. Durante los primeros seis años, su participación en la utilidad bruta disminuye del 21,7% al 11,04%. A partir de 2029, se estabiliza en torno al 9,83%, hasta alcanzar una estructura optimizada con una participación del 8,34%. Es importante destacar que muchos de los rubros que componen los gastos operativos, como los gastos de fábrica y operativos, se ven afectados por el aumento de la producción, mientras que otros, como los sueldos del personal de planta y los alquileres, no varían directamente en función de las ventas. Esta reducción en la proporción de los gastos operativos respecto a la utilidad bruta no se ve influenciada por los ajustes de inflación, ya que todos los rubros que lo componen se ajustan según los mismos índices.



Universidad de
San Andrés

4.1.3.2.4. Proyección de Gastos Administrativos

Los gastos administrativos son necesarios para gestionar adecuadamente toda la estructura de la empresa. La mayoría de estos gastos no dependen directamente del nivel de producción, sino del tamaño del personal necesario para administrarlo, los servicios tercerizados requeridos, los gastos fijos y los impuestos. Dentro de los haberes administrativos se incluyen los sueldos de los diferentes niveles, como Directores, Gerentes y personal administrativo. La política de sueldos se ajusta trimestralmente según la inflación real, por lo que es coherente proyectar estos ajustes a lo largo de los próximos 11 años basándose en la inflación estimada. Además de esto, los sueldos administrativos también dependen de las políticas de contratación proyectadas para cada etapa.¹⁵

En el rubro de impuestos y tasas se agrupan todos los impuestos relacionados con la operación de la empresa a nivel nacional, provincial y municipal. A nivel nacional, se incluyen las cargas sociales, que están directamente vinculadas a los sueldos. A partir del año 2027, cuando se abran sucursales en Brasil, los impuestos brasileños también se incorporarán a este rubro.

Los gastos administrativos también incluyen honorarios por servicios tercerizados contratados, como consultores de calidad, expertos en comercio exterior, así como servicios de estudio contable, impositivo y legal. Además, se consideran otros gastos relacionados con la administración, como viáticos y gastos de oficina.

Inicialmente, al igual que los gastos operativos, los gastos administrativos tienen un gran peso en relación a la utilidad bruta debido al tamaño de la estructura. A medida que aumentan las ventas, este peso se va reduciendo. Sin embargo, debido a las políticas de expansión y contratación de personal administrativo adicional, especialmente por la apertura de la sucursal en Brasil, este rubro no se licua significativamente. En comparación con el año 2023, solo disminuye en un 4%.

4.1.3.2.5. Proyección de Gastos de Marketing

La construcción de la imagen, el departamento de marketing lo hace a través de distintas plataformas virtuales y televisivas, acompañado de acuerdos con influencers y personalidades públicas. Si bien durante el 2022 pudo extenderse su visualización a lo largo del Argentina y alrededores a través de las plataformas mencionadas, durante el 2023 y 2024 se pretende inversiones en otras técnicas publicitarias de difusión en Argentina, como carteles, avisos publicitarios en revistas, nuevos contratos de sponsor y nuevos anuncios publicitarios. Con esto se busca consolidar el consumo logrado en el 2022. En paralelo, pero en menor porcentaje, también se continuarán los contenidos publicitarios en Brasil, en Rio de Janeiro y Camboriu, tercerizado en empresas brasileñas. A partir del 2025 se traslada el foco de inversión en Brasil, con un departamento propio situado allí, extendiendo las regiones de influencia a más ciudades.

Es fundamental considerar por separado el rubro de gastos de marketing, ya que es uno de los gastos que, aunque no necesariamente debe tener una relación directa con las ventas, se ha establecido como política que así sea. Se considera vital que los gastos proyectados en este rubro acompañen las ventas previstas para lograr la inserción en el mercado brasileño y la expansión de la marca en Brasil. Los presupuestos aprobados para este rubro representan entre el 6% y el 7% de la utilidad bruta.¹⁶

¹⁵ En el Anexo 15 se detalla la composición de los Gastos Administrativos y su evolución en relación a la Utilidad Bruta

¹⁶ En el Anexo 16 se detalla la composición de los Gastos de Marketing y su evolución en relación a la Utilidad Bruta

El total de gastos de marketing se compone de los sueldos del personal de este departamento, las acciones de marketing, los gastos en trade marketing y los fletes de marketing. Estos se ajustan año tras año dentro de sus respectivos presupuestos, según la inflación y el nivel de producción. Al igual que los sueldos, los haberes de marketing dependen completamente de las políticas de contratación establecidas para la introducción de los productos en el mercado. Las acciones de marketing abarcan los diversos recursos utilizados para expandir la marca, como acuerdos de patrocinio con influencers y personajes públicos, campañas publicitarias en televisión y radio tanto en Argentina como en Brasil, con mayor énfasis en este último a partir del 2025. Los gastos de trade marketing se refieren a los costos derivados de acuerdos comerciales con bares, restaurantes y eventos para promocionar la marca, así como eventos propios. Los fletes de marketing se relacionan con los traslados necesarios para llevar a cabo todas las activaciones del sector.

Como se mencionó anteriormente, el ratio de gastos de marketing se mantiene constante debido a que no se pretende reducirlo, sino potenciarlo a medida que aumentan las ventas. Es evidente que el desarrollo de la marca es fundamental para la penetración en nuevos mercados y la expansión del negocio.

4.1.3.2.6. Proyección de Gastos de Comercialización

Los canales de venta de bebidas alcohólicas se clasifican en 3. El primero consiste en ventas minoristas para consumo en el hogar, también denominado off-trade, mediante botellas cerradas a través de una cadena de valor que va de la fábrica al distribuidor mayorista o supermercados al comerciante minorista. Una variante de este, que tuvo mayor crecimiento durante el 2020 y 2021 por el COVID, fue a través de tiendas virtuales, donde la relación fabricante y consumidor se da directamente a través de una plataforma digital administrada por un tercero. También en botella cerrada y es para el consumo en hogares. El tercer canal de venta es para consumo fuera del hogar, que se da en discotecas, hoteles, bares, cafeterías y caterings, también denominado on-trade. Este tercer canal se fortalece con acuerdos comerciales que permiten, además de representar ventas genuinas, permiten la visualización de la marca.

Las políticas comerciales van muy ligadas a la estrategia de ventas definidas al largo plazo, debido a que son los encargados en lograr los acuerdos con cada participante de los canales de ventas. En Argentina ya se lograron acuerdos de aprovisionamiento con importantes supermercados como COTO, Cencosud, Carrefour y Wal-mart, además de distribuidores mayoristas situados a lo largo del país. De la misma manera, también se hizo con Brasil, con supermercados como Extra, Carrefour y Pao de Azúcar y otros distribuidores, principalmente situados en Río de Janeiro.

Por su parte, las políticas comerciales también implican lineamientos con su dependencia de Trade Marketing. Este departamento procurará la visualización de la marca a través de eventos en locales on-trade donde tienen acuerdos comerciales, en las zonas donde se pretende la expansión de la misma.

Los gastos de comercialización se componen de todos aquellos necesarios para cumplir con los clientes según negociaciones de venta.¹⁷ Están los gastos de logística, por contrataciones de transportes externos para entregas de los productos a los clientes desde la fábrica a los puntos de entrega acordados; las bonificaciones resultan de acuerdos comerciales y también de entregas de productos sin cargo; y comisiones de ventas, a los representantes de la marca en diferentes sectores.

¹⁷ En el Anexo 17 se detalla la composición de los Gastos de Comercialización y su evolución en relación a la Utilidad Bruta

Los gastos comerciales tienen relación directa con los productos vendidos, por lo que su ratio vinculado con la utilidad bruta se mantiene constante. Por un lado las comisiones de ventas y fletes externos dependen completamente de cuantas ventas se den y por el otro, las bonificaciones cuentan con un presupuesto mínimo que acompaña el crecimiento de las ventas para potenciarlas, al igual que sucede con el marketing. Es lógico pensar que a medida que aumentan las ventas, no se busque licuar estos gastos, sino mantener un ratio prácticamente igual al inicial.

4.1.3.2.7. Proyección de Gastos Financieros

La capacidad operativa construida hasta el 2022 permite afrontar el doble de la producción actual. El objetivo para los próximos 11 años es optimizar esta capacidad y alcanzar los ratios de producción más eficientes, evitando la subutilización de recursos. Para lograr esto, se requiere financiar la estructura actual con capital propio o externo.

Gran parte del financiamiento proviene de préstamos bancarios a largo plazo, aportes de los socios en forma de préstamos reembolsables en el corto y largo plazo, así como deudas fiscales derivadas de impuestos internos. Estas deudas se estructuran en planes de pago a 8 meses y se mantienen a largo plazo a medida que se generan nuevos impuestos por ventas. Todos estos compromisos financieros generan costos financieros, que inicialmente tienen un impacto significativo en la utilidad bruta, pero se busca reducir a medida que aumentan las ventas.

Los intereses no financieros corresponden a los generados por deudas que no son bancarias, como los préstamos de socios y las deudas fiscales. Por otro lado, los intereses financieros surgen de las deudas bancarias. Los gastos y comisiones bancarias están relacionados principalmente con las negociaciones de cheques. Además, se registran otros resultados financieros debido a las diferencias de cambio de proveedores por compras financiadas, las cuales se ajustan al tipo de cambio al momento de su cancelación.

Con el incremento de las ventas y la inmovilización de la deuda con terceros gracias a la generación de resultados, el ratio de costos financieros en relación a la utilidad bruta disminuye progresivamente año tras año, hasta alcanzar la mitad de su peso inicial.¹⁸

¹⁸ En el Anexo 18 se detalla la composición de los Gastos de Financiación y su evolución en relación a la Utilidad Bruta

4.1.3.2.8. Proyección de Utilidad Neta

El concepto de "Otros Ingresos y Egresos" se agrega al final del estado de resultados. Este apartado incluye diversos ingresos, como los generados por el servicio de desarrollo de recetas, resultados de inversiones transitorias, diferencias de cambio de divisas y resultados por tenencia, entre otros.

Dentro de Merle Group, existe un departamento de Innovación y Desarrollo encargado de formular nuevas recetas tanto para la empresa como para terceros. Cuando un cliente contrata el desarrollo de una nueva receta o la adaptación de una existente para un nuevo producto, este servicio incluye un costo determinado, así como un porcentaje de los lotes producidos durante un período específico. Los ingresos generados por este servicio se incluyen en la categoría de "Otros Ingresos y Egresos". Además, se registran los resultados generados por inversiones en acciones, bonos, plazos fijos u otros activos financieros, así como los resultados por tenencia. Este rubro se ajusta anualmente en función del volumen de producción y los índices de inflación.

Al descontar los gastos operativos, administrativos, de marketing, financieros y de comercialización, junto con los otros ingresos y egresos, se llega a la utilidad antes de impuestos del año. Sobre esta ganancia, se aplica la alícuota del impuesto a las ganancias para su provisión. La alícuota del impuesto es del 35% y el impuesto determinado está directamente relacionado con la ganancia proyectada año tras año.

Finalmente, se llega a la utilidad neta, la cual se ajusta según las proyecciones de cada dirección en función de las ventas estratégicas a largo plazo establecidas por el CEO y los socios. La utilidad neta se va acomodando en un 16% sobre las ventas a medida que la estructura se licua, hasta alcanzar el nivel de producción óptimo según la estructura actual.

Tabla 15. Proyección de Utilidad Neta (en millones de pesos)

Año	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Ventas Netas	1.252	2.472	4.645	8.079	12.094	22.741	34.044	58.094	86.966	152.963	228.985	353.496	529.183
Costo de Mercadería	(847)	(1.672)	(3.142)	(5.441)	(8.146)	(15.236)	(22.809)	(38.923)	(58.267)	(102.485)	(146.550)	(226.237)	(338.677)
Utilidad Bruta (\$)	405	800	1.503	2.637	3.948	7.505	11.235	19.171	28.699	50.478	82.435	127.259	190.506
Utilidad Bruta (%)	32%	32%	32%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	36%	36%	36%
Gastos Operativos	(88)	(135)	(221)	(349)	(505)	(810)	(1.196)	(1.792)	(2.666)	(4.038)	(6.028)	(9.006)	(13.466)
Gastos Administrativos	(81)	(189)	(372)	(715)	(1.071)	(1.830)	(2.740)	(4.125)	(6.174)	(9.243)	(13.837)	(20.714)	(31.009)
Gastos de Marketing	(28)	(56)	(105)	(183)	(274)	(473)	(708)	(1.243)	(1.860)	(3.148)	(4.712)	(7.171)	(10.735)
Gastos de Comercialización	(54)	(107)	(200)	(345)	(517)	(959)	(1.435)	(2.434)	(3.643)	(6.364)	(9.527)	(14.690)	(21.992)
Gastos Financieros	(127)	(243)	(415)	(580)	(801)	(1.269)	(1.886)	(2.941)	(4.390)	(6.979)	(10.434)	(15.806)	(23.649)
Otros Ingresos y Egresos	106	210	394	602	901	1.348	2.018	3.021	4.523	6.771	10.136	15.174	22.715
Impuesto a las Ganancias	(59)	(98)	(204)	(373)	(588)	(1.137)	(1.712)	(3.054)	(4.583)	(8.570)	(12.839)	(19.460)	(29.142)
Utilidad Neta (\$)	74	182	380	695	1.093	2.375	3.576	6.603	9.906	18.907	35.194	55.586	83.228
Utilidad Neta (%)	6%	7%	8%	9%	9%	10%	11%	11%	11%	12%	15%	16%	16%

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

4.1.3.2.9. Proyección de Márgenes de Ganancias

Como se mencionó anteriormente, al analizar empresas comparables de la misma industria de las bebidas espirituosas, se observa que tienen un margen de utilidad bruta promedio que oscila entre el 32% y el 57%, y una utilidad neta del 6% al 26%, según los balances publicados entre 2019 y 2022. Estos márgenes que reflejan la situación de empresas cotizadas en bolsa, con cierta trayectoria en el mercado y marcas reconocidas en países con economías estables, son referenciales y representan empresas consolidadas en la industria. En el caso de Merle Group, como una empresa en crecimiento que proyecta al largo plazo, se espera que los márgenes de utilidad se encuentren en rangos similares o ligeramente inferiores en el año 2034.

4.1.3.2.10. Proyección de Ganancia Antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización (EBITDA)

El EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization) es una medida financiera que representa la ganancia de la empresa antes de deducir ciertos gastos como intereses, impuestos, depreciación y amortización. Permite entender la generación de ingresos y evaluar la rentabilidad operativa de la empresa. Para calcular el EBITDA, se suman los intereses de préstamos de terceros y el impuesto a las ganancias al resultado de utilidad neta. Luego, se añaden las depreciaciones al resultado obtenido, llegando así al EBITDA.

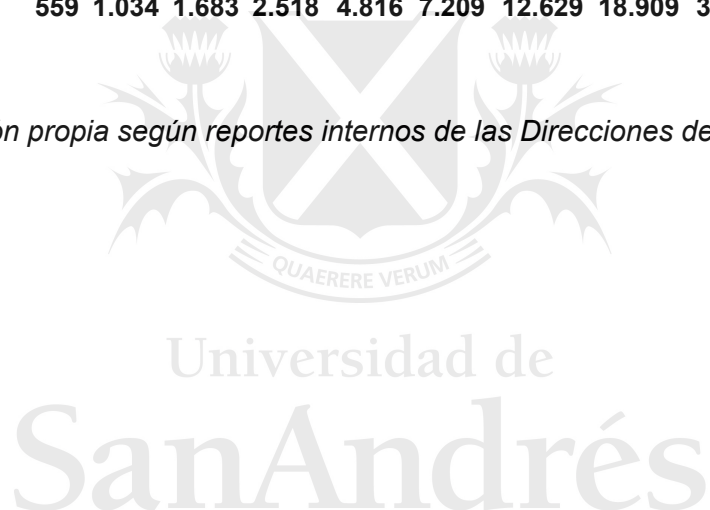
En el caso de Merle Group, el EBITDA tiene un margen que oscila entre el 21% y el 25% sobre las ventas. Este margen se mantiene relativamente constante a medida que aumentan las ventas. Es importante tener en cuenta que este margen puede variar

dependiendo de diversos factores, como la eficiencia operativa, los costos de producción y las estrategias implementadas por la empresa.

Tabla 16. Proyección de Ganancia Antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización (EBITDA) (en millones de pesos)

Año	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Utilidad Neta (\$)	74	182	380	694	1.093	2.375	3.576	6.603	9.906	18.907	35.194	55.586	83.228
Intereses Financieros	126	240	409	570	787	1.247	1.852	2.886	4.308	6.842	10.230	15.493	23.180
Impuesto a las Ganancias	59	98	204	373	588	1.137	1.712	3.054	4.583	8.570	12.839	19.460	29.142
EBIT	259	520	993	1.638	2.468	4.759	7.140	12.543	18.797	34.319	58.263	90.539	135.550
Depreciación	39	39	41	45	50	57	69	86	112	150	208	294	424
EBITDA	298	559	1.034	1.683	2.518	4.816	7.209	12.629	18.909	34.469	58.471	90.833	135.974

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group



4.1.3.3. Proyección del Estado de Situación Patrimonial

El Estado de Situación Patrimonial proyectado muestra los saldos de activos, pasivos y patrimonio neto a lo largo de los 11 años que se proyecta la empresa.¹⁹ Los saldos de cada uno dependen del Estado de Resultado, las políticas de endeudamiento a corto y largo plazo, las condiciones comerciales de la industria, las regulaciones impositivas y las decisiones de los socios.

Los clientes se dividen en tres categorías según la condición comercial: cuenta corriente, entregas contravalores y ventas al contado. El encuadre de un cliente en estas categorías se basa en sus volúmenes de compra y su cumplimiento en los pagos. El saldo de créditos por ventas se determina aplicando un promedio de días de cobro a las ventas brutas mensuales proyectadas.

El rubro de Créditos fiscales incluye el IVA crédito fiscal, percepciones y retenciones impositivas, saldos a favor de impuestos y el pago a cuenta por impuesto a las ganancias. Estos rubros están determinados por las ventas netas y brutas, así como por las regulaciones fiscales vigentes.

Los bienes de cambio incluyen la materia prima, insumos de envasado, merchandising, insumos de elaboración, otros insumos de producción, productos en proceso y productos terminados. La composición de estos rubros depende de la naturaleza de la industria, la situación económica y las políticas de stock. El saldo de bienes de cambio varía según las ventas proyectadas.

Los rubros de los bienes de uso varían año a año según las políticas de inversión en CAPEX, el porcentaje de depreciación y la actualización según los índices de inflación.

Las deudas comerciales proyectadas están compuestas por las cuentas corrientes con proveedores y los cheques diferidos emitidos. El saldo de estas deudas está relacionado con el costo de mercadería vendida y los gastos proyectados. El promedio de días de pagos se calcula dividiendo el saldo al cierre de cada mes por los gastos y costos generados en el mes. Se considera que el promedio de días de pagos se mantiene constante a lo largo de los años.

Las deudas previsionales incluyen los sueldos y las cargas sociales, mientras que las deudas fiscales comprenden el IVA a pagar, el IVA débito fiscal, la provisión del Impuesto a las Ganancias y el Impuesto Interno. Estos rubros están directamente relacionados con las ventas mensuales proyectadas y las regulaciones fiscales vigentes.

La estructura de financiamiento de terceros se compone principalmente de deuda bancaria corriente, no corriente y deuda con los socios. La deuda bancaria corriente corresponde a préstamos de corto plazo destinados al capital de trabajo. Se proyecta un crecimiento de esta deuda en línea con el crecimiento del activo corriente. Las deudas bancarias no corrientes son préstamos a largo plazo destinados a inversiones en bienes de capital. Se espera mantener un ratio de endeudamiento constante en relación al aumento de los activos no corrientes. La deuda con los socios se proyecta como constante a lo largo de los años, ajustada por inflación.

¹⁹ En el Anexo 19 están los Estados de Situación Patrimonial Proyectado sobre los que se realizan los análisis

4.1.3.4. Cálculo del Flujo de Fondos Libres Proyectados

Una vez proyectados el Estado de Situación Patrimonial y el Estado de Resultados con los supuestos previamente definidos, se determina el flujo libre de caja que generará la empresa cada año. Este flujo libre de caja representa los fondos disponibles para los socios y acreedores. Para calcularlo, se parte del EBIT (Ganancias antes de Intereses e Impuestos), se resta el impuesto a las ganancias y se suman las depreciaciones de los bienes de uso. A este resultado se le restan las variaciones en el capital de trabajo necesarias para respaldar las operaciones proyectadas, las variaciones en el gasto de capital (CAPEX), las distribuciones de utilidades y los pagos de deudas. Se utiliza el EBIT antes de intereses con el objetivo de obtener un flujo de caja desapalancado.

La estimación de los flujos de fondos se realiza de manera objetiva y dentro de un plazo razonable, generalmente los próximos 10 años. Si bien después de los primeros tres años las proyecciones y políticas definidas pueden perder cierta certeza debido a las variables macroeconómicas que pueden afectar las operaciones, se elige este plazo porque se considera suficiente para que la empresa logre estabilizar su crecimiento. Posteriormente, se determina el valor terminal que englobe el resto de los flujos de fondos que la empresa generaría hacia la perpetuidad.

Tabla 17. Flujo de Fondos Libres Proyectados (en millones de pesos)

Año	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Utilidad Neta (\$)	74	182	380	695	1.093	2.375	3.576	6.603	9.906	18.907	35.194	55.586	83.228
Intereses Financieros	126	240	409	570	787	1.247	1.852	2.886	4.308	6.842	10.230	15.493	23.180
Impuesto a las Ganancias	59	98	204	373	588	1.137	1.712	3.054	4.583	8.570	12.839	19.460	29.142
EBIT	259	520	993	1.637	2.468	4.759	7.140	12.543	18.797	34.319	58.263	90.539	135.550
Depreciación	39	39	41	45	50	57	69	86	112	150	208	294	424
EBITDA	298	559	1.034	1.683	2.518	4.816	7.209	12.629	18.909	34.469	58.471	90.833	135.974
Impuesto a las Ganancias	(59)	(98)	(204)	(373)	(588)	(1.137)	(1.712)	(3.054)	(4.583)	(8.570)	(12.839)	(19.460)	(29.142)
CAPEX	(117)	(50)	(62)	(76)	(96)	(127)	(173)	(242)	(346)	(501)	(733)	(1.080)	(1.599)
Variación de Capital de Trabajo	33	120	169	112	339	201	851	754	1.831	1.839	4.758	4.457	8.628
Flujo Libre de Caja	155	531	937	1.346	2.173	3.753	6.175	10.087	15.811	27.237	49.657	74.750	113.861

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

4.1.3.5. Cálculo del Valor terminal

Una vez que se proyectan los flujos de fondos por un tiempo determinado, hasta que la empresa alcance su madurez, se calcula un valor que englobe los flujos de fondos posteriores que generaría la empresa por el resto de su vida. Siguiendo el modelo de valuación de Descuento de Flujo de Fondos, según lo explicado por A. Damodaran, este cálculo se realiza tomando el último flujo de fondo proyectado y aplicándole una tasa de crecimiento perpetuo, como se expresa en la siguiente fórmula, todo esto descontado a una tasa WACC que considere los supuestos para esa perpetuidad:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{\text{Flujo Libre de Fondos} \times (1 + \text{Tasa de Crecimiento Perpetuo})}{\text{Tasa WACC} - \text{Tasa de Crecimiento Perpetuo}}$$

Para el cálculo de la tasa de crecimiento perpetuo se tiene en cuenta la tasa de crecimiento histórico del PBI de Argentina y Brasil durante los últimos treinta años y la distribución de las ventas de Merle Group en estos dos al largo plazo.²⁰ Para los cálculos se toma un promedio de las variaciones de los últimos treinta años.²¹

Tabla 18. Determinación de la tasa crecimiento perpetuo

Concepto	País	
	Brasil	Argentina
Crecimiento promedio del PBI	2%	3%
Distribución de ventas	50%	50%
Tasa de crecimiento sensibilizado	2,5%	

Fuente: Elaboración propia en base a datos del CEPAL e INDEC

²⁰ En el Anexo 20 se calculan los ratios correspondientes a Argentina

²¹ En el Anexo 21 se calculan los ratios correspondientes a Brasil

4.1.3.6. Resultado de la valuación del capital accionario

En función de la tasa de descuento obtenida en los cálculos realizados, los supuestos asumidos sobre los que construyo el escenario base y la tasa de crecimiento perpetuo, tal como se detalla en la siguiente tabla, al 31/12/2022 se determina un Enterprise Value de 13.761 millones de pesos. A este valor se le resta la deuda de 385 millones de pesos y divide por la cantidad de acciones, llegando a un valor de cada acción equivalente a 133,76 millones de pesos.

Tabla 19. Valuación del capital accionario de Merle Group (en millones de pesos)

Descuento de Flujos de Fondos (en millones de pesos)												
Año	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBITDA	559	1.034	1.683	2.518	4.816	7.209	12.629	18.909	34.469	58.471	90.833	135.974
FCF	531	937	1.346	2.173	3.753	6.175	10.087	15.811	27.237	49.657	74.750	113.861
Valor Terminal												1.071.205
Tasa WACC	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	46,0%
FCF Descontados	301	301	246	225	220	206	191	169	166	171	146	11.419

Valuación del Capital Accionario		Valor Terminal	
Valor actual FFN	2.342	Inflación proyectada	25%
Valor Terminal Descontado	11.419	Tasa Wacc	41,1%
Enterprise Value	13.761	Flujo de Fondo periodo N	113.861
Deuda	385	Tasa de crecimiento perpétuo	2,5%
Valor del capital accionario	13.376	Tasa de crecimiento perpétuo mas inflación	27,5%
Cantidad de Acciones	100	Valor Terminal	1.071.205
Valor de cada acción	133,76	Valor Terminal Descontado	17.204

Fuente: Elaboración propia según proyecciones realizadas en el presente trabajo

4.1.3.6.1. Escenario Optimista

Con el propósito de establecer el intervalo de valores en el que se sitúa cada acción, se incorpora un escenario optimista que modifica la proyección de ventas. Este segundo escenario contempla una participación en el mercado de bebidas espirituosas en un 10% por encima al escenario base durante los primeros cuatro años, un 20% entre los años 2027 y 2030 con respecto al escenario base, y finalmente un 30% en relación con el mencionado escenario, abarcando el período comprendido entre 2031 y 2034. Según este escenario, las ventas durante los próximos 11 años se proyectan con un CAGR del 65%, dando lugar al siguiente Estado de Resultado proyectado:

Tabla 20. Estado de Resultados proyectados de Merle Group - Escenario Optimista (en millones de Pesos)

OPTIMISTA

Año	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Ventas Netas	1.252	2.719	5.110	8.887	13.303	27.289	40.853	69.713	104.359	198.856	297.681	459.545	687.938
Costo de Mercadería	(847)	(1.839)	(3.456)	(5.986)	(8.961)	(18.284)	(27.371)	(46.708)	(69.921)	(133.233)	(190.516)	(294.109)	(440.280)
Utilidad Bruta (\$)	405	880	1.653	2.901	4.343	9.005	13.481	23.005	34.439	65.622	107.165	165.436	247.658
Utilidad Bruta (%)	32%	32%	32%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	36%	36%	36%
Gastos Operativos	(89)	(150)	(248)	(377)	(521)	(991)	(1.483)	(2.301)	(3.444)	(5.250)	(8.573)	(13.235)	(19.183)
Gastos Administrativos	(81)	(211)	(413)	(783)	(1.173)	(2.251)	(3.370)	(5.291)	(7.921)	(12.468)	(20.361)	(31.433)	(47.055)
Gastos de Marketing	(28)	(62)	(116)	(203)	(304)	(630)	(944)	(1.610)	(2.411)	(4.594)	(7.502)	(11.581)	(17.336)
Gastos de Comercialización	(53)	(114)	(215)	(377)	(565)	(1.171)	(1.753)	(2.991)	(4.477)	(8.531)	(13.931)	(23.161)	(34.672)
Gastos Financieros	(126)	(264)	(463)	(638)	(869)	(1.531)	(2.292)	(3.681)	(5.510)	(9.843)	(16.075)	(24.815)	(37.149)
Otros Ingresos y Egresos	106	210	394	602	901	1.348	2.018	3.021	4.523	6.771	10.136	15.174	22.715
Impuesto a las Ganancias	(47)	(101)	(207)	(393)	(635)	(1.323)	(1.980)	(3.553)	(5.320)	(11.098)	(17.801)	(26.735)	(40.022)
Utilidad Neta (\$)	87	188	385	731	1.178	2.457	3.678	6.599	9.879	19.650	20.610	49.650	74.326
Utilidad Neta (%)	7%	7%	8%	8%	9%	9%	9%	9%	9%	10%	11%	11%	11%

Fuente: Elaboración propia según proyecciones realizadas en el presente trabajo

Este Estado de Resultado se traduce en un flujo de fondos libres tal como se detalla a continuación:

Tabla 21. Flujo Libre de Fondos Proyectados - Escenario Optimista (en millones de pesos)

Año	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Utilidad Neta (\$)	87	188	385	731	1.178	2.457	3.678	6.599	9.879	19.650	20.610	49.650	74.326
Intereses Financieros	126	264	463	638	869	1.531	2.292	3.681	5.510	9.843	16.075	24.815	37.149
Impuesto a las Ganancias	47	101	207	393	635	1.323	1.980	3.553	5.320	11.098	17.801	26.735	40.022
EBIT	260	553	1.055	1.762	2.682	5.310	7.950	13.833	20.709	41.551	66.933	101.201	151.497
Depreciación	39	39	41	45	50	57	69	86	112	150	208	294	424
EBITDA	299	592	1.096	1.807	2.732	5.367	7.810	13.919	20.821	41.701	67.141	101.495	151.921
Impuesto a las Ganancias	(47)	(101)	(207)	(393)	(635)	(1.323)	(1.980)	(3.553)	(5.320)	(11.098)	(17.801)	(26.735)	(40.022)
CAPEX	(117)	(50)	(62)	(76)	(96)	(127)	(173)	(242)	(346)	(501)	(733)	(1.080)	(1.599)
Variación de Capital de Trabajo	33	120	169	112	339	201	851	754	1.831	1.839	4.758	4.457	8.628
Flujo Libre de Caja	168	561	996	1.450	2.340	4.119	6.717	10.878	16.986	31.941	53.366	78.137	118.928

Fuente: Elaboración propia según proyecciones realizadas en el presente trabajo

En función de los supuestos asumidos en este escenario, con una cuota de mercado mayor al de la base, al 31/12/2022 se determinó un Enterprise Value de 14.457 millones de pesos tal como se detalla en la siguiente tabla. Si a este valor le restamos una deuda de 385 millones de pesos y lo dividimos por la cantidad de acciones, obtenemos un valor por acción equivalente a 140,72 millones de pesos.

Tabla 22. Valuación del capital accionario de Merle Group - Escenario Optimista (en millones de pesos)

Descuento de Flujos de Fondos (en millones de pesos)												
Año	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBITDA	592	1.096	1.808	2.732	5.367	8.019	13.919	20.821	41.701	67.141	101.495	151.921
FCF	561	996	1.450	2.340	4.119	6.717	10.878	16.986	31.941	53.366	78.137	118.928
Valor Terminal												1.118.877
Tasa WACC	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	46,0%
FCF Descontados	318	320	265	242	242	224	205	182	194	184	153	11.927

Valuación del Capital Accionario

Valor actual FFN	2.529
Valor Terminal Descontado	11.927
Enterprise Value	14.457
Deuda	385
Valor del capital accionario	14.072
Cantidad de Acciones	100
Valor de cada acción	140,72

Valor Terminal

Inflación proyectada	25%
Tasa Wacc	41%
Flujo de Fondo periodo N	118.928
Tasa de crecimiento perpétuo	2,5%
Tasa de crecimiento perpétuo mas inflación	27,5%
Valor Terminal	1.118.877
Valor Terminal Descontado	17.970

Fuente: Elaboración propia según proyecciones realizadas en el presente trabajo

4.1.3.6.2. Escenario Pesimista

Continuando con el objetivo de determinar el rango de valores en el que se encuentra cada acción, se agrega un tercer escenario pesimista en el que se asume otra proyección de ventas. Este tercer escenario contempla una participación en el mercado de bebidas espirituosas en un 10% por debajo al escenario base durante los primeros cuatro años, un 20% menos entre los años 2027 y 2030 con respecto al escenario base, y finalmente un 30% menos en relación con el mencionado escenario, por los períodos comprendidos entre 2031 y 2034. Según estas premisas, las ventas durante los próximos 11 años se proyectan con un CAGR del 59%, dando lugar al siguiente Estado de Resultado proyectado:

Tabla 23. Estado de Resultados proyectados de Merle Group - Escenario Pesimista (en millones de Pesos)

PESIMISTA													
Año	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Ventas Netas	1.252	2.225	4.181	7.271	10.885	18.193	27.235	46.475	69.573	107.076	160.290	247.447	370.428
Costo de Mercadería	(847)	(1.505)	(2.828)	(4.897)	(7.331)	(12.189)	(18.248)	(31.138)	(46.614)	(71.741)	(102.585)	(158.366)	(237.074)
Utilidad Bruta (\$)	405	720	1.353	2.374	3.553	6.004	8.988	15.337	22.959	35.335	57.704	89.081	133.354
Utilidad Bruta (%)	32%	32%	32%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	33%	36%	36%	36%
Gastos Operativos	(89)	(122)	(203)	(309)	(426)	(660)	(989)	(1.534)	(2.296)	(2.827)	(4.616)	(7.126)	(10.668)
Gastos Administrativos	(81)	(173)	(338)	(641)	(959)	(1.501)	(2.247)	(3.527)	(5.281)	(6.714)	(10.964)	(16.925)	(25.337)
Gastos de Marketing	(28)	(50)	(95)	(166)	(249)	(420)	(629)	(1.074)	(1.607)	(2.473)	(4.039)	(6.236)	(9.335)
Gastos de Comercialización	(53)	(94)	(176)	(309)	(462)	(780)	(1.168)	(1.994)	(2.985)	(4.594)	(7.502)	(12.471)	(18.670)
Gastos Financieros	(126)	(216)	(379)	(522)	(711)	(1.021)	(1.528)	(2.454)	(3.673)	(5.300)	(8.656)	(13.362)	(20.003)
Otros Ingresos y Egresos	106	210	394	602	901	1.348	2.018	3.021	4.523	6.771	10.136	15.174	22.715
Impuesto a las Ganancias	(47)	(96)	(195)	(360)	(577)	(1.039)	(1.556)	(2.721)	(4.074)	(7.069)	(11.222)	(16.847)	(25.220)
Utilidad Neta (\$)	87	179	362	669	1.071	1.930	2.889	5.054	7.566	13.129	20.841	31.287	46.836
Utilidad Neta (%)	7%	8%	9%	9%	10%	11%	11%	11%	11%	12%	13%	13%	13%

Fuente: Elaboración propia según proyecciones realizadas en el presente trabajo

Este estado de resultado proyectado se traduce en el siguiente flujo de fondos libre:

Tabla 24. Flujo Libre de Fondos Proyectados - Escenario Pesimista (en millones de pesos)

Año	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Utilidad Neta (\$)	87	179	362	669	1.071	1.930	2.889	5.054	7.566	13.129	20.841	31.287	46.836
Intereses Financieros	126	216	379	522	711	1.021	1.528	2.454	3.673	5.300	8.656	13.362	20.003
Impuesto a las Ganancias	47	96	195	360	577	1.039	1.556	2.721	4.074	7.069	11.222	16.847	25.220
EBIT	260	491	935	1.552	2.358	3.990	5.973	10.229	15.314	25.499	40.719	61.496	92.059
Depreciación	39	39	41	45	50	57	69	86	112	150	208	294	424
EBITDA	299	530	976	1.597	2.408	4.047	6.042	10.315	15.426	25.649	40.927	61.790	92.483
Impuesto a las Ganancias	(47)	(96)	(195)	(360)	(577)	(1.039)	(1.556)	(2.721)	(4.074)	(7.069)	(11.222)	(16.847)	(25.220)
CAPEX	(117)	(50)	(62)	(76)	(96)	(127)	(173)	(242)	(346)	(501)	(733)	(1.080)	(1.599)
Variación de Capital de Trabajo	33	120	169	112	339	201	851	754	1831	1839	4758	4457	8628
Flujo Libre de Caja	168	504	888	1.272	2.074	3.081	5.164	8.106	12.837	19.917	33.730	48.320	74.293

Fuente: Elaboración propia según proyecciones realizadas en el presente trabajo

En función de los supuestos asumidos en este escenario, con una cuota de mercado menor al del base, al 31/12/2022 se determinó un Enterprise Value de 9.445 millones de pesos tal como se detalla en la siguiente tabla. Si a este valor le restamos una deuda de 385 millones de pesos y lo dividimos por la cantidad de acciones, obtenemos un valor por acción equivalente a 90,60 millones de pesos.

Tabla 25. Valuación del capital accionario de Merle Group - Escenario Pesimista (en millones de pesos)

Descuento de Flujos de Fondos (en millones de pesos)												
Año	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
EBITDA	530	976	1.597	2.408	4.047	6.042	10.315	15.426	25.649	40.927	61.790	92.483
FCF	504	888	1.272	2.074	3.081	5.164	8.106	12.837	19.917	33.730	48.320	74.293
Valor Terminal												698.945
Tasa WACC	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	76%	46,0%
FCF Descontados	286	286	232	215	181	172	153	138	121	116	94	7.451

Valuación del Capital Accionario

Valor actual FFN	1.994
Valor Terminal Descontado	7.451
Enterprise Value	9.445
Deuda	385
Valor del capital accionario	9.060
Cantidad de Acciones	100
Valor de cada acción	90,60

Valor Terminal

Inflación proyectada	25%
Tasa Wacc	41,10%
Flujo de Fondo periodo N	74.293
Tasa de crecimiento perpétuo	2,5%
Tasa de crecimiento perpétuo mas inflación	27,5%
Valor Terminal	698.945
Valor Terminal Descontado	11.226

Fuente: Elaboración propia según proyecciones realizadas en el presente trabajo



4.2. Valuación por múltiplos

4.2.1. Marco teórico

La valuación por múltiplos es una técnica muy utilizada en el mercado para valorar una compañía a través de ratios de un conjunto de empresas que tienen características similares. Este método no tiene en cuenta factores específicos de la empresa que podrían afectar su valor, como su estrategia, proyecciones, fortalezas y debilidades individuales; pero si refleja las condiciones y percepciones de los inversionistas del mercado. El proceso de valuación por múltiplo implica los siguientes pasos: Elección del ratio, selección de comparables, cálculo de múltiplos promedios y aplicación del múltiplo.

4.2.2. Elección del ratio

Para la valuación de Merle Group se utiliza el múltiplo Enterprise Value / EBITDA. Se elige este múltiplo porque no considera en su determinación la estructura de capital de las empresas comparables ni sus costos financieros, la inversión en Bienes de Uso que hayan realizado históricamente ni sus depreciaciones. Esto es fundamental dado que Merle Group es una compañía con una estructura de financiamiento y composición de activos muy diferente al del resto.

4.2.3. Empresas comparables

Para la selección de empresas como comparables se eligen aquellas que operan en la misma industria o sector y tienen características similares en términos proyección de crecimiento, tipo de consumidores, modelo de negocio, tamaño y riesgo. Las empresas que se eligen son MGP Ingredients, Inc, Brown-Forman Corporation, Huggie Liquor Co. y Fevertree Drinks, y para ello se tiene en cuenta que sean las representativas de la industria de bebidas espirituosas, vendan en su gama de productos los mismos que Merle Group, tengan un CAGR en ventas histórico entre 6% y 36%, coticen en bolsa a los fines de poder obtener los datos de mercado y sus tamaños sean parecidos en términos de nivel de ventas, capitalización bursátil y EBITDA.

Dado que los datos de estas empresas ya fueron desarrollados en las secciones anteriores, en la siguiente tabla se resumen los datos financieros importantes.

Tabla 26. Ratios de Empresas Comparables al 31/12/2022 (en millones de USD)

Indicadores		Empresas Comparables				
		MGP Ingredients	Brown-Forman Corporation	Jiugui Liquor Co., Ltd.	Fevertree Drinks PLC	Merle Group
Tamaño o Escala	Capitalización de Mercado (miles de USD)	USD 2.084.000	USD 31.540.000	USD 3.495.800	USD 1.585.100	
	Ventas (miles de USD)	USD 782	USD 4.228.000	USD 567.058	USD 423.489	USD 3.694
	EBITDA (miles de USD)	USD 169.300	USD 1.283.000	USD 196.000	USD 48.831	USD 879
Crecimiento	CAGR Ventas	21%	6%	28%	7%	36%
	CAGR EBITDA	23%	0%	35%	-16%	35%
Endeudamiento	Ratio de Endeudamiento (Deuda/Activo)	0,10	0,67	0,28	0,01	0,63
	Ratio de Deuda s/ Patrimonio	0,11	0,07	0,01	0,01	3,26
	Deuda (miles de USD)	USD 232.000	USD 2.260.000	USD 9.643	USD 20.480	USD 1.137
	Patrimonio Neto (miles de USD)	USD 746	USD 3.268.000	USD 581.312	USD 294.216	USD 347.000
Rentabilidades	EBITDA	13%	28%	37%	11%	23%
	EBIT	10%	26%	36%	9%	21%
	Utilidad Neta	6%	19%	26%	7%	6%
	Utilidad Bruta	32%	59%	80%	35%	32%

Fuente: Elaboración propia según datos publicados en Yahoo Finance (2022)

4.2.4. Resultado de la valuación por múltiplos

Para la determinación del valor de Merle Group a través del múltiplo EV/EBITDA se debe calcular el múltiplo de sus comparables, determinar el promedio y aplicarlo al EBITDA de Merle Group, todo esto al 31/12/2022.

Para el cálculo de los múltiplos de las empresas comparables se toman los datos de la Tabla 26, y se le aplican la formula. Se divide el valor de mercado de cada empresa, cantidad de acciones por su cotización al 31/12/2022, y se lo divide por el EBITDA generado en el 2022 según balances publicados. En la siguiente tabla se determina el múltiplo resultante de cada una.

Tabla 27. Múltiplo de Empresas Comparables al 31/12/2022

Empresas	EBITDA (miles de USD)	Enterprise Value (miles de USD)	Múltiplo
MGP Ingredients. Inc	USD 169.300	USD 2.316.000	16,77
Brown-Forman Corporation	USD 1.283.000	USD 33.800.000	23,50
Jiugui Liquor Co., Ltd.	USD 196.000	USD 3.505.443	20,16
Fevertree Drinks PLC	USD 48.831	USD 1.605.580	17,30

Fuente: Elaboración propia según datos publicados en Yahoo Finance (2022)

El promedio de estos múltiplos es 22,69. Este promedio es el que se aplica al EBITDA de Merle Group de los balances publicados del 2022, 879 mil de dólares, de acuerdo a la siguiente formula:

$$\text{Enterprise Value Merle Group} = \text{Múltiplo de comparables} * \text{EBITDA}$$

$$\text{Enterprise Value Merle Group} = 22,69 * 879.000$$

$$\text{Enterprise Value Merle Group} = 19.951.019$$

Según este cálculo, se estima un valor de Merle Group de 19,951 millones de USD en función de cómo se compara con sus pares en la industria. Para llegar al valor del capital accionario se le resta su deuda de 1,137 millones de dólares y al resultado se lo divide por la cantidad de acciones, tal como se expone a continuación:

$$\text{Capital Accionario} = (\text{EV} - \text{Deuda}) / \text{Cantidad de acciones}$$

$$\text{Capital Accionario} = (19,951 - 1,137) / 100$$

$$\text{Capital Accionario} = 0,1881$$

(millones de dólares)

El valor de este capital accionario se convierte en pesos mediante el tipo de cambio financiero al 31/12/2022, de 338,92. El valor del capital accionario es de 63,764 millones de pesos.

5. Conclusión

Merle Group, una empresa industrial que inició sus operaciones hace cinco años, ha logrado consolidar una cuota de mercado significativa que le permite proyectar sus ventas en Brasil y Argentina con su variada gama de productos. La compañía ha generado flujos libres de fondos positivos en los últimos años y sus proyecciones indican la capacidad de sostener esta tendencia a lo largo de los próximos once años, hasta alcanza su madurez y una posicionamiento más sólido en la industria en la opera.

Mediante un análisis de valuación integral, se ha determinado un rango de valores para el capital accionario de Merle Group, lo que le sirve como base para compararlo con el precio por acción negociado previamente en noviembre de 2022. Aunque las acciones se vendieron inicialmente por aproximadamente 25 millones de pesos, en el presente trabajo, al emplear el enfoque de flujo de fondos descontados y tener en cuenta supuestos específicos y variaciones en la cuota de mercado, se obtiene un rango de valores. Por otro lado, en una segunda metodología presentada, el enfoque basado en Múltiplos EV/EBITDA arroja un valor distinto.

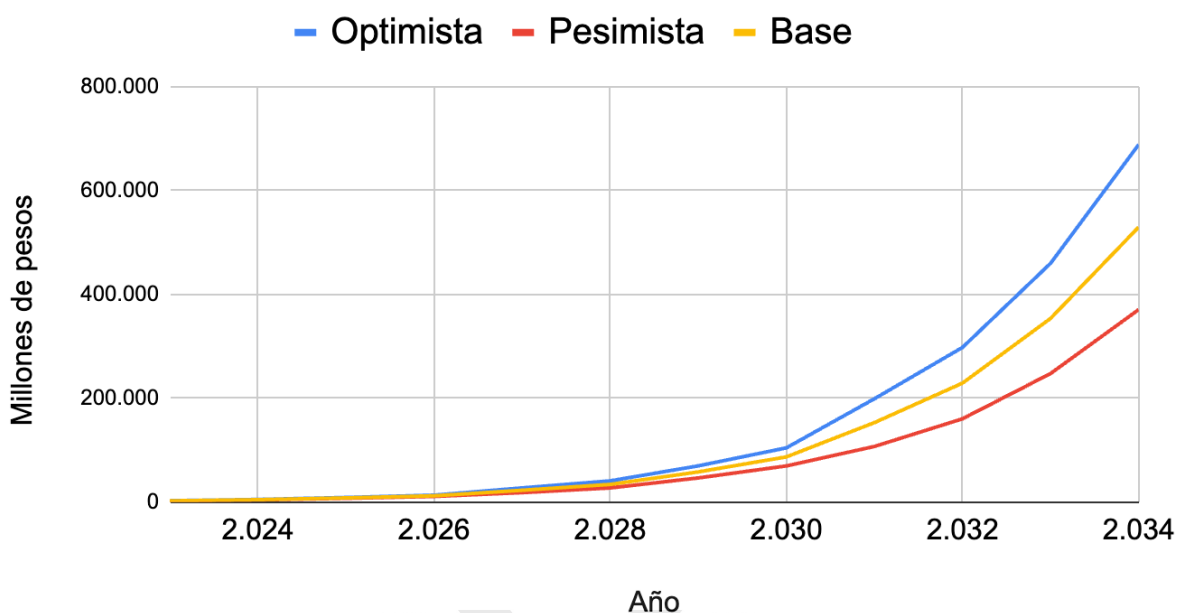
El escenario base construido a lo largo del trabajo, que considera una inflación proyectada promedio del 57% y del 25% a perpetuidad para Argentina, y Estados Unidos del 5% para los primeros 11 años y 2,5% para el valor terminal; una cuota de mercado de bebidas espirituosas que va del 0,09% en el 2022 al 0,50% en el 2034 en Brasil y del 0,63% al 0,73% en Argentina durante el mismo periodo, debido a un incremento en las ventas netas con un CAGR del 63%; una tasa de descuento del 76% y 46% para el valor terminal; resulta en un valor por acción de 133,76 millones de pesos. Este escenario establece un sólido punto de referencia para evaluar el valor y las perspectivas de crecimiento de la empresa.

Además, se han explorado dos escenarios adicionales, el pesimista y el optimista, para comprender el rango potencial dentro de esta valoración. El escenario pesimista, que asume estimaciones conservadoras de cuota de mercado, con ventas netas que crecen con un CAGR del 59%, arroja un valor por acción de 90,60 millones de pesos, destacando la capacidad de la empresa para mantenerse resiliente incluso en condiciones de mercado desafiantes.

Por el contrario, el escenario optimista, al considerar cuotas de mercado más altas en sus estimaciones, con ventas netas que crecen durante el periodo proyectado a un CAGR del 65%, presenta un valor por acción alentador de 140,72 millones de pesos, lo que refleja los beneficios potenciales de la expansión estratégica y la ejecución exitosa de iniciativas de crecimiento.

Las ventas netas proyectadas para cada escenario pueden resumirse en el siguiente gráfico:

Gráfico 25. Proyección de Ventas Netas en los tres Escenarios



Fuente: Elaboración propia según proyecciones realizadas en el presente trabajo

En la segunda metodología de valuación presentada, que utiliza el múltiplo de comparables EV/EBITDA, se calcula un valor de \$ 63,76 millones de pesos para el capital accionario de Merle Group.

En conclusión, Merle Group presenta una perspectiva prometedora, respaldada por su presencia en el mercado, flujos de fondos positivos y proyecciones reflexivas. Los diferentes escenarios ofrecen información valiosa para los inversores, brindando una visión integral de los posibles resultados según las distintas condiciones del mercado. A medida que la empresa continúa avanzando en su trayectoria de crecimiento, se encuentra bien preparada para aprovechar las oportunidades en el mercado de bebidas espirituosas de Brasil, Argentina y más allá, convirtiéndola en una opción atractiva para aquellos inversores que buscan un valor sostenible a largo plazo.

Anexos

Anexo 1: Estado de Resultado del 2022 de Merle Group

ESTADO DE RESULTADO		31/12/2022
Ventas	\$	1,251,700
Costo de Mercadería Vendida	\$	-846,738
Utilidad Bruta	\$	404,962
Gastos Operativos	\$	-87,891
Gastos Administrativos	\$	-81,196
Gastos de Marketing	\$	-28,241
Gastos de Comercialización	\$	-53,948
Gastos Financieros	\$	-127,232
Otros Ingresos	\$	106,305
Otros Egresos	\$	-58,653
Utilidad Neta	\$	74,106

Fuente: Estados Contables publicados por Merle Group

Anexo 2: Evolución histórica del Estado de Situación Patrimonial

Año	2019	2020	2021	2022
ACTIVOS				
Activos Corrientes				
Disponibilidades	1	2	5	6
Créditos por ventas	74	95	113	179
Créditos fiscales	9	14	20	29
Bienes de cambio	22	20	38	55
Activos No Corrientes				
Bienes de uso	296	312	327	344
PASIVOS				
Pasivos corrientes				
Deudas comerciales	22	34	45	66
Deudas Previsionales	2	3	4	5
Deudas fiscales	54	91	129	185
Otras deudas	11	18	26	37
Deudas bancarias	6	10	15	21
Pasivos No Corrientes				
Deudas bancarias	20	21	22	23
Otras deudas	47	47	48	48
PATRIMONIO NETO				
Aporte de los Socios	118	118	118	118
Resultado Acumulado	6	22	49	109

Fuente: Estados Contables publicados por Merle Group

Anexo 3. Estados Contables Publicados de MGP Ingredients

MGP Ingredients. Inc (MGPI)				
*En miles de USD				
Estado de Resultado	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingreso Total	782,36	626,72	395,52	363,75
Costo	-529,05	-427,76	-296,72	-286,21
Beneficio Bruto	253,31	198,97	98,81	77,53
Gastos de explotacion	-104,34	-88,93	-44,57	-29,29
Intereses	-0,55	-0,40	-0,16	-0,13
Depreciacion	-21,455	-19,092	-12,961	-11,572
Otros Gastos/Ingresos	-48,803	-29,514	-13,027	-4,891
UAI	78,16	61,03	28,09	31,65
Impuestos	-31,30	-30,28	-12,26	-7,14
Ingresos Netos	46,86	30,75	15,83	24,51
Balance				
Disponibilidades	48	22	22	3
Cuentas por Cobrar	109	93	57	41
Inventario	290	246	141	137
Otro Activo Corriente	257	314	3	3
Bienes de uso	454	367	144	138
Depreciaciones				
Otros Activos No Corrientes				
Pasivo Corriente	105	89	53	39
Pasivo No Corriente	307	308	51	52
Patrimonio Neto	746	644	263	231

Fuente: Datos publicado en Yahoo Finance (2022)

Anexo 4. Estados Contables Publicados por Brown-Forman Co.

Brown-Forman Corporation (BF.B)				
*En miles de USD				
Estado de Resultado	30/4/2023	30/4/2022	30/4/2021	30/4/2020
Ingreso Total	4.228.000	3.933.000	3.461.000	3.363.000
Costo	-1.734.000	-1.542.000	-1.367.000	-1.236.000
Beneficio Bruto	2.494.000	2.391.000	2.094.000	2.127.000
Gastos de explotacion	-1.287.000	-1.108.000	-978.000	-962.000
Intereses	-81.000	-77.000	-79.000	-77.000
Depreciacion	-80.000	-79.000	-77.000	-74.000
Otros Gastos/Ingresos	-29.000	-13.000	121.000	-5.000
UAI	1.017.000	1.114.000	1.081.000	1.009.000
Impuestos	-234.000	-276.000	-178.000	-182.000
Ingresos Netos	783.000	838.000	903.000	827.000
Balance				
Disponibilidades	374.000	868.000	1.150.000	675.000
Cuentas por Cobrar	855.000	813.000	753.000	570.000
Inventario	2.283.000	1.818.000	1.751.000	1.685.000
Otro Activo Corriente	289.000	277.000	263.000	335.000
Bienes de uso	1.920.000	1.724.000	1.624.000	1.589.000
Depreciaciones	-889.000	-849.000	-792.000	-741.000
Otros Activos No Corrientes	2.945.000	1.722.000	1.773.000	1.663.000
Pasivo Corriente	1.084.000	1.034.000	969.000	881.000
Pasivo No Corriente	3.425.000	2.602.000	2.948.000	2.920.000
Patrimonio Neto	3.268.000	2.737.000	2.605.000	1.975.000

Fuente: Datos publicados en Yahoo Finance (2022)

Universidad de
San Andrés

Anexo 5. Estados Contables Publicados de Huggie Liquor Co.

Jiugui Liquor Co., Ltd. (000799.SZ)				
*En miles de CNY				
Estado de Resultado	31/12/2022	31/12/2021	31/12/2020	31/12/2019
Ingreso Total	4.050.412	3.414.365	1.826.172	1.511.903
Costo	-824.898	-684.004	-385.862	-336.367
Beneficio Bruto	3.225.514	2.730.361	1.440.310	1.175.536
Gastos de explotacion	-1.800.893	-1.513.730	-812.790	-724.869
Intereses	-54.745	-39.316	-28.867	-10.639
Depreciacion	-45.836	-43.867	-42.743	-41.036
Otros Gastos/Ingresos	75.563	55.087	98.918	1.956
UAI	1.399.603	1.188.535	654.828	400.948
Impuestos	-350.801	-295.046	-163.219	-101.452
Ingresos Netos	1.048.802	893.489	491.609	299.496
Balance				
Disponibilidades	3.077.377	3.343.369	2.153.607	1.317.912
Cuentas por Cobrar				
Inventario	1.417.328	1.269.275	1.027.053	932.937
Otro Activo Corriente	248.274	528.471	408.942	215.971
Bienes de uso	1.613.962	1.378.558	1.239.409	1.228.196
Depreciaciones	-522.610	-508.398	-491.998	-466.433
Otros Activos No Corrientes				
Pasivo Corriente	1.643.842	2.458.714	1.465.120	784.157
Pasivo No Corriente	38.263	28.365	14.766	13.972
Patrimonio Neto	4.152.226	3.524.196	2.857.127	2.430.454

Fuente: Datos publicados en Yahoo Finance (2022)

Anexo 6. Evolución de índices de inflación

Año	Argentina	Europa	EEUU	Mundo
2022	94.8	9.2	8	8.3
2021	48.4	2.5	4.7	3.5
2020	42.1	0.5	1.2	1.9
2019	53.6	1.6	1.8	2.2
2018	34.3	1.7	2.4	2.4
2017	25.7	1.4	2.1	2.2
2016	26.5	0.2	1.3	1.5
2015	23.9	0.2	1.3	1.5
2014	23.9	0.2	1.6	2.3
2013	10.6	1.2	1.5	2.6
2012	10.1	2.7	2.1	3.7
2011	9.5	3.3	3.2	4.8
2010	10.8	1.5	1.6	3.3
2009	6.3	0.8	-0.4	2.9
2008	8.6	4.2	3.8	8.9
2007	8.8	2.5	2.8	4.8
2006	10.9	2.7	3.2	4.3
2005	9.6	2.5	3.4	4.1
2004	4.4	2.3	2.7	3.4
2003	13.4	2.1	2.3	3.1
2002	25.9	2.4	1.6	2.8
2001	-1	3.4	2.8	3.8

Fuente: Datos publicados por el Fondo Monetario Internacional

Anexo 7. Población Argentina por jurisdicción

Provincia	Población	Provincia	Población
CABA	3,120,612	Mendoza	2,014,533
Buenos Aires	17,569,053	Misiones	1,280,960
Catamarca	429,556	Neuquén	726,590
Chaco	1,142,963	Rio Negro	762,067
Chubut	603,120	Salta	1,440,672
Córdoba	3,978,984	San Juan	818,234
Corrientes	1,197,553	San Luis	540,905
Entre Ríos	1,426,426	Santa Cruz	333,473
Formosa	606,041	Santa Fe	3,556,522
Jujuy	797,955	Santiago del Estero	1,054,028
La Pampa	366,022	Tierra del Fuego	190,641
La Rioja	384,607	Tucumán	1,703,186

Fuente: Datos publicados por el INDEC (Censo 2022)

Anexo 8. Población en Brasil (en millones)

Estados	Población (en millones)	Estados	Población (en millones)
São Paulo	12.4	Guarulhos	1.4
Río de Janeiro	6.8	Campinas	1.2
Brasília	3.1	Curitiba	1.9
Salvador	2.9	Recife	1.7
Fortaleza	2.7	Goiânia	1.6
Belo Horizonte	2.5	Belém	1.5
Manaus	2.3	Porto Alegre	1.5

Fuente: Datos publicados por el Statista (2021)

Anexo 9. Proyección general de ventas (miles de botellas)

Etapas Producto (en miles de botellas)	Mantener Ventas		Expansión en Brasil				Duplicar la posición inicial					
	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
Gin Merle 750ml	1000	1000	1200	1200	1500	1500	1700	1700	2000	2000	2000	2000
Merchandising	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
Gin 3ras. marcas 750ml.	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180	180
Merle Devs 750ml.	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60	60
Vodka 750ml.	350	350	400	400	550	550	700	700	900	900	1,000	1,000
Agua Tónica	100	100	100	100	150	150	150	150	150	150	150	150
Ventas Total (miles de botellas)	1700	1700	1950	1950	2450	2450	2800	2800	3300	3300	3400	3400

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

Anexo 10. Proyección CAPEX ajustado por inflación en relación con las ventas proyectadas (botellas)

	Mantener ventas		Expansión en Brasil				Duplicar el posicionamiento inicial					
	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033	31/12/2034
Inflación ARS	97.50%	87.90%	52.50%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%
Inversión CAPEX												
Instalaciones	4,937,500	9,277,563	14,148,283	21,179,979	31,706,429	47,464,524	71,054,393	106,368,426	159,233,534	238,372,601	356,843,783	534,195,144
Maquinarias y Equipos	2,962,500	5,566,538	8,488,970	12,707,988	19,023,857	28,478,715	42,632,636	63,821,056	95,540,121	143,023,560	214,106,270	320,517,086
Muebles y Útiles	987,500	1,855,513	2,829,657	4,235,996	6,341,286	9,492,905	14,210,879	21,273,685	31,846,707	47,674,520	71,368,757	106,839,029
Herramientas	1,975,000	3,711,025	5,659,313	8,471,992	12,682,572	18,985,810	28,421,757	42,547,371	63,693,414	95,349,040	142,737,513	213,678,057
Amortización	39,007,939	41,253,109	44,676,994	49,802,549	57,475,504	68,961,919	86,157,082	111,898,242	150,432,757	208,118,926	294,475,122	423,750,347
Ventas proyectadas												
Gin Merle 750ml	1,000,000	1,000,000	1,200,000	1,200,000	1,500,000	1,500,000	1,700,000	1,700,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
Merchandising	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552
Gin 3ras.marcas 750ml	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932
Gin 3ras.marcas brasil 500ml.	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100
Gin 3ras.marcas local 500ml.	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730
Merle Devs 750ml.	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
Vodka 750ml.	350,000	350,000	400,000	400,000	550,000	550,000	700,000	700,000	900,000	900,000	1,000,000	1,000,000
Agua Tónica	100,000	100,000	100,000	100,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

Anexo 11. Proyecciones de personal contratado

	Mantener ventas		Expansión en Brasil				Duplicar el posicionamiento inicial					
	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033	31/12/2034
DIRECTORES	6	7	7	7	8	8	8	8	8	8	8	8
GERENCIAS Y ADMINISTRATIVOS	20	20	30	30	35	35	35	35	35	35	35	35
PERSONAL DE PLANTA	40	40	50	50	60	60	60	60	60	60	60	60
GERENCIAS Y ADMINISTRATIVOS	5	5	6	6	6	6	8	8	8	8	8	8

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

Anexo 12. Ventas Netas proyectadas (ARS)

	Anterior 31/12/2022	Mantener ventas			Expansión en Brasil				Duplicar el posicionamiento inicial				
		31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033	31/12/2034
Inflación ARS	0.00%	97.50%	87.90%	52.50%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%
Ventas proyectadas													
Gin Merle 750ml	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,200,000	1,200,000	1,500,000	1,500,000	1,700,000	1,700,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
Merchandising	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552
Gin 3ras.marcas 750ml	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932
Gin 3ras.marcas brasil 500ml.	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100
Gin 3ras.marcas local 500ml.	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730
Merle Devs 750ml.	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
Vodka 750ml.	350,000	350,000	350,000	400,000	400,000	550,000	550,000	700,000	700,000	900,000	900,000	1,000,000	1,000,000
Agua Tónica	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
PRECIO NETO													
Gin Merle 750ml	686.75	1,356.33	2,548.54	3,886.53	5,818.14	8,709.75	13,038.50	19,518.63	29,219.39	43,741.42	65,480.91	98,024.92	146,743.30
Merchandising	3,575.80	7,062.21	13,269.90	20,236.59	30,294.18	45,350.39	67,889.53	101,630.63	152,141.06	227,755.16	340,949.48	510,401.37	764,070.85
Gin 3ras.marcas 750ml	507.31	1,001.94	1,882.65	2,871.04	4,297.95	6,434.03	9,631.75	14,418.72	21,584.83	32,312.49	48,371.80	72,412.58	108,401.63
Gin 3ras.marcas brasil 500ml.	440.68	870.35	1,635.39	2,493.96	3,733.46	5,589.00	8,366.73	12,524.99	18,749.91	28,068.62	42,018.72	62,902.02	94,164.33
Gin Alta Montaña 500ml.	587.13	1,159.59	2,178.87	3,322.77	4,974.19	7,446.36	11,147.20	16,687.36	24,980.97	37,396.52	55,982.59	83,805.93	125,457.48
Gin Aura 500ml.	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Merle Devs	1,294.87	2,557.37	4,805.30	7,328.08	10,970.13	16,422.29	24,584.16	36,802.49	55,093.33	82,474.72	123,464.66	184,826.60	276,685.41
Vodka 750ml.	750.00	1,481.25	2,783.27	4,244.48	6,353.99	9,511.93	14,239.36	21,316.32	31,910.53	47,770.06	71,511.78	107,053.13	160,258.54
Agua Tónica	910.00	1,797.25	3,377.03	5,149.97	7,709.51	11,541.14	17,277.09	25,863.80	38,718.11	57,961.01	86,767.63	129,811.14	194,447.03
VENTAS NETAS													
Gin Merle 750ml	686,749,500	1,356,330,263	2,548,544,563	4,663,836,551	6,981,763,316	10,644,624,606	16,557,743,035	25,418,666,833	38,821,666,833	58,482,840,010	87,961,811,494	132,493,831,807	201,114,493,807
Merchandising	34,156,080	67,458,258	126,754,066	193,299,951	289,370,026	433,186,929	648,480,833	970,775,807	1,453,251,384	2,175,517,321	3,256,749,430	4,875,353,897	7,298,404,783
Gin 3ras.marcas 750ml	65,408,664	129,182,111	242,733,187	370,168,110	554,141,661	829,550,066	1,241,836,449	1,859,029,164	2,782,966,659	4,166,101,089	6,236,633,330	9,336,720,034	13,976,396,241
Gin 3ras.marcas brasil 500ml.	2,247,484	4,438,782	8,340,470	12,719,218	19,040,669	28,503,881	42,670,310	63,877,454	95,624,548	143,149,949	214,295,473	320,800,323	480,238,084
Gin Alta Montaña 500ml.	26,849,366	53,027,499	99,638,670	151,948,972	227,467,610	340,519,013	509,756,962	763,106,172	1,142,369,940	1,710,127,800	2,560,611,317	3,832,411,792	5,737,120,452
Gin Aura 500ml.	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Merle Devs	77,692,230	153,442,154	288,317,808	439,684,657	658,207,931	985,337,273	1,475,049,898	2,208,149,698	3,305,600,997	4,948,483,346	7,407,879,569	11,089,595,714	16,601,124,785
Vodka 750ml.	262,500,000	518,437,500	974,144,063	1,469,793,938	2,204,597,524	3,306,560,804	4,961,346,524	7,442,025,322	11,133,669,531	16,725,054,241	25,090,602,198	37,641,334,990	56,188,543,080
Agua Tónica	91,000,000	179,250,000	337,703,275	514,997,494	770,951,249	1,154,710,830	1,731,563,032	2,591,563,032	3,879,569,858	5,807,176,078	8,694,150,969	13,015,144,000	19,483,670,568
Otros Productos	5,096,360	10,065,511	19,912,720	34,610,278	51,811,586	77,713,624	115,577,888	173,367,332	260,051,000	390,076,500	585,114,750	877,672,125	1,316,508,250
VENTA NETA TOTAL	1,251,699,685	2,472,106,877	4,645,088,822	8,079,059,167	12,094,351,574	18,141,406,633	27,313,884,831	40,903,838,290	61,425,475,921	91,766,633,882	138,218,062,921	207,549,952,692	312,843,141,180

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

Anexo 13. Costo de Mercadería Vendida Proyectada

	Anterior 31/12/2022	Mantener ventas			Expansión en Brasil				Duplicar el posicionamiento inicial				
		31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033	31/12/2034
Inflación ARS	0.00%	97.50%	87.90%	52.50%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%	49.70%
Ventas proyectadas													
Gin Merle 750ml	1,000,000	1,000,000	1,000,000	1,200,000	1,200,000	1,500,000	1,500,000	1,700,000	1,700,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000	2,000,000
Merchandising	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552	9,552
Gin 3ras.marcas 750ml	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932	128,932
Gin 3ras.marcas brasil 500ml.	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100	5,100
Gin 3ras.marcas local 500ml.	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730	45,730
Merle Devs 750ml.	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000	60,000
Vodka 750ml.	350,000	350,000	350,000	400,000	400,000	550,000	550,000	700,000	700,000	900,000	900,000	1,000,000	1,000,000
Agua Tónica	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000	150,000
COSTO UNITARIO													
Gin Merle 750ml	408.63	807.05	1,516.44	2,312.57	3,461.92	5,182.49	7,758.18	11,614.00	17,386.16	26,027.08	38,962.54	58,326.92	87,315.39
Merchandising	2,440.03	4,819.06	9,055.01	13,808.89	20,671.90	30,945.84	46,325.92	69,349.90	103,816.81	155,413.76	232,654.39	348,283.63	521,380.59
Gin 3ras.marcas 750ml	339.06	669.64	1,258.25	1,918.83	2,872.49	4,300.11	6,437.27	9,636.60	14,425.98	21,595.70	32,328.76	48,396.15	72,449.04
Gin 3ras.marcas brasil 500ml.	154.62	305.38	573.80	875.05	1,309.95	1,960.99	2,935.60	4,394.60	6,578.71	9,848.33	14,742.95	22,070.20	33,039.09
Gin Alta Montaña 500ml.	396.04	782.18	1,469.72	2,241.32	3,355.26	5,022.82	7,519.16	11,256.19	16,850.51	25,225.22	37,762.15	56,529.94	84,625.31
Gin Aura 500ml.	91.17	180.07	338.34	515.97	772.41	1,156.30	1,730.99	2,591.29	3,879.16	5,807.10	8,693.23	13,013.76	19,481.61
Merle Devs	707.00	1,396.33	2,623.69	4,001.13	5,989.70	8,966.58	13,422.97	20,094.18	30,080.99	45,031.24	67,411.77	100,915.42	151,070.39
Vodka 750ml.	652.17	1,288.04	2,420.23	3,690.86	5,525.21	8,271.24	12,382.05	18,535.93	27,748.29	41,539.18	62,184.16	93,089.68	139,355.25
Agua Tónica	791.30	1,562.83	2,936.55	4,478.24	6,703.92	10,035.77	15,023.55	22,490.26	33,667.92	50,400.88	75,450.11	112,948.81	169,084.38
Otros Productos	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CMV													
Gin Merle 750ml	408,630,595	807,045,426	1,516,438,355	2,312,570,189	3,461,920,038	5,182,490,203	7,758,180,114	11,614,000,261	17,386,160,494	26,027,080,191	38,962,540,191	58,326,920,076	87,315,390,624
Merchandising	23,307,154	46,031,429	86,493,432	131,902,483	197,458,018	295,594,652	442,505,194	662,430,276	991,658,123	1,484,512,211	2,222,314,779	3,326,805,225	4,980,227,422
Gin 3ras.marcas 750ml	43,715,162	86,337,444	162,228,057	247,397,787	370,354,488	554,420,668	829,967,740	1,242,461,706	1,859,965,174	2,784,367,866	4,168,198,695	6,239,793,447	9,340,970,790
Gin 3ras.marcas brasil 500ml.	788,567	1,557,419	2,926,390	4,462,745	6,690,730	10,001,052	14,971,575	22,412,448	33,551,435	50,226,498	75,189,068	112,558,034	168,499,377
Gin Alta Montaña 500ml.	18,110,806	35,768,841	67,209,653	102,494,720	153,434,596	229,691,590	343,848,311	514,740,921	770,567,159	1,153,539,037	1,726,847,939	2,585,091,364	3,869,881,772
Gin Aura 500ml.	0	0	0										

Anexo 14. Proyección de Gastos Operativos

ESTADO DE RESULTADO	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033	31/12/2034
Ventas	\$1,251,699,685	\$ 2,472,106,877	\$ 4,645,088,822	\$8,079,059,167	\$12,094,351,574	\$22,741,406,033	\$34,043,884,831	\$58,093,838,290	\$86,966,475,921	\$152,962,633,882	\$228,985,062,921	\$353,495,952,692	\$529,183,441,180
Costo de Mercadería Vendida	\$ -846,737,655	\$ -1,672,306,869	\$ -3,142,264,607	\$ -5,441,697,161	\$ -8,146,220,651	\$ -15,501,146,201	\$ -23,205,215,862	\$ -39,854,892,386	\$ -59,662,773,901	\$ -105,476,496,106	\$ -157,898,314,671	\$ -245,682,745,323	\$ -367,787,069,748
Utilidad Bruta	\$ 404,962,029	\$ 799,800,008	\$ 1,502,824,215	\$ 2,637,362,006	\$ 3,948,130,923	\$ 7,240,259,832	\$ 10,838,668,969	\$ 18,238,945,904	\$ 27,303,702,019	\$ 47,486,137,776	\$ 71,086,748,250	\$ 107,813,207,370	\$ 161,396,371,433
Gastos Operativos													
Haberes Operativos	\$ -18,448,199	\$ -36,435,193	\$ -68,461,727	\$ -130,505,167	\$ -195,366,235	\$ -350,955,904	\$ -525,300,989	\$ -786,495,341	\$ -1,177,383,525	\$ -1,762,543,137	\$ -2,638,527,075	\$ -3,949,875,032	\$ -5,912,962,923
Alquileres	\$ -15,189,917	\$ -30,000,086	\$ -56,370,162	\$ -85,964,497	\$ -128,688,852	\$ -192,647,212	\$ -288,392,876	\$ -431,724,135	\$ -646,291,030	\$ -967,497,672	\$ -1,448,344,015	\$ -2,168,170,991	\$ -3,245,751,973
Fletes	\$ -3,000,000	\$ -5,925,000	\$ -11,133,075	\$ -16,977,939	\$ -25,415,975	\$ -38,047,715	\$ -56,957,429	\$ -85,265,272	\$ -127,642,112	\$ -191,080,241	\$ -286,047,121	\$ -428,212,540	\$ -641,034,172
Gastos Operativos	\$ -4,300,000	\$ -8,492,500	\$ -15,957,408	\$ -25,806,468	\$ -38,632,282	\$ -62,778,730	\$ -93,979,758	\$ -148,077,355	\$ -221,671,800	\$ -356,683,117	\$ -533,954,626	\$ -799,330,075	\$ -1,196,597,122
Gastos de Fabrica	\$ -7,533,000	\$ -14,877,675	\$ -27,955,151	\$ -44,940,606	\$ -67,276,086	\$ -108,474,035	\$ -162,385,631	\$ -254,687,366	\$ -381,266,987	\$ -609,737,049	\$ -912,776,363	\$ -1,366,426,215	\$ -2,045,540,044
Amortización Bienes de Uso	\$ -39,420,000	\$ -39,007,939	\$ -41,253,109	\$ -44,676,994	\$ -49,802,549	\$ -57,475,504	\$ -68,961,919	\$ -86,157,082	\$ -111,898,242	\$ -150,432,757	\$ -208,118,926	\$ -294,475,122	\$ -423,750,347
Gastos Operativos (\$)	-87,891,116	-134,738,393	-221,130,632	-348,871,670	-505,181,980	-810,379,100	-1,196,058,602	-1,792,406,551	-2,686,153,696	-4,037,973,973	-6,027,768,126	-9,006,489,974	-13,485,636,580
Gastos Operativos (%)	-21.70%	-16.85%	-14.71%	-13.23%	-12.80%	-11.19%	-11.04%	-9.83%	-9.76%	-8.50%	-8.48%	-8.35%	-8.34%

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

Anexo 15. Proyección de Gastos Administrativos

ESTADO DE RESULTADO	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033	31/12/2034
Ventas	\$1,251,699,685	\$ 2,472,106,877	\$ 4,645,088,822	\$8,079,059,167	\$12,094,351,574	\$22,741,406,033	\$34,043,884,831	\$58,093,838,290	\$86,966,475,921	\$152,962,633,882	\$228,985,062,921	\$353,495,952,692	\$529,183,441,180
Costo de Mercadería Vendida	\$ -846,737,655	\$ -1,672,306,869	\$ -3,142,264,607	\$ -5,441,697,161	\$ -8,146,220,651	\$ -15,501,146,201	\$ -23,205,215,862	\$ -39,854,892,386	\$ -59,662,773,901	\$ -105,476,496,106	\$ -157,898,314,671	\$ -245,682,745,323	\$ -367,787,069,748
Utilidad Bruta	\$ 404,962,029	\$ 799,800,008	\$ 1,502,824,215	\$ 2,637,362,006	\$ 3,948,130,923	\$ 7,240,259,832	\$ 10,838,668,969	\$ 18,238,945,904	\$ 27,303,702,019	\$ 47,486,137,776	\$ 71,086,748,250	\$ 107,813,207,370	\$ 161,396,371,433
Gastos Administrativos													
Haberes Administrativos	\$ -43,671,341	\$ -107,386,538	\$ -213,345,929	\$ -426,291,955	\$ -638,159,057	\$ -1,107,956,562	\$ -1,658,610,974	\$ -2,482,940,628	\$ -3,716,962,120	\$ -5,564,292,294	\$ -8,329,745,564	\$ -12,469,629,109	\$ -18,667,034,776
Impuestos y Tasas	\$ -20,754,077	\$ -46,999,106	\$ -91,600,226	\$ -178,666,753	\$ -267,464,130	\$ -461,435,996	\$ -690,769,685	\$ -1,058,213,475	\$ -1,584,145,573	\$ -2,371,465,922	\$ -3,550,084,485	\$ -5,314,476,475	\$ -7,955,771,283
Gastos Administrativos	\$ -13,957,178	\$ -29,381,782	\$ -56,202,381	\$ -94,383,165	\$ -141,291,598	\$ -224,630,454	\$ -336,271,790	\$ -503,398,870	\$ -753,588,108	\$ -1,128,121,398	\$ -1,688,797,733	\$ -2,528,130,206	\$ -3,784,610,918
Servicios Fijos	\$ -2,813,670	\$ -5,556,999	\$ -10,441,601	\$ -15,923,441	\$ -23,837,391	\$ -35,684,575	\$ -53,419,808	\$ -79,969,453	\$ -119,714,271	\$ -179,212,264	\$ -268,280,759	\$ -401,616,296	\$ -601,219,595
Gastos Administrativos (\$)	-81,196,267	-189,324,425	-371,590,138	-715,265,315	-1,070,752,176	-1,829,707,587	-2,739,072,258	-4,124,522,426	-6,174,410,072	-9,243,091,877	-13,836,908,540	-20,713,852,085	-31,008,636,571
Gastos Administrativos (%)	20.05%	23.67%	24.73%	27.12%	27.12%	25.27%	25.27%	22.81%	22.61%	19.46%	19.46%	19.21%	19.21%

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

Anexo 16. Proyección de Gastos de Marketing

ESTADO DE RESULTADO	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033	31/12/2034
Ventas	\$1,251,699,685	\$ 2,472,106,877	\$ 4,645,088,822	\$8,079,059,167	\$12,094,351,574	\$22,741,406,033	\$34,043,884,831	\$58,093,838,290	\$86,966,475,921	\$152,962,633,882	\$228,985,062,921	\$353,495,952,692	\$529,183,441,180
Costo de Mercadería Vendida	\$ -846,737,655	\$ -1,672,306,869	\$ -3,142,264,607	\$ -5,441,697,161	\$ -8,146,220,651	\$ -15,501,146,201	\$ -23,205,215,862	\$ -39,854,892,386	\$ -59,662,773,901	\$ -105,476,496,106	\$ -157,898,314,671	\$ -245,682,745,323	\$ -367,787,069,748
Utilidad Bruta	\$ 404,962,029	\$ 799,800,008	\$ 1,502,824,215	\$ 2,637,362,006	\$ 3,948,130,923	\$ 7,240,259,832	\$ 10,838,668,969	\$ 18,238,945,904	\$ 27,303,702,019	\$ 47,486,137,776	\$ 71,086,748,250	\$ 107,813,207,370	\$ 161,396,371,433
Gastos de Marketing													
Haberes Marketing	\$ -7,037,569	\$ -13,899,198	\$ -26,116,594	\$ -47,793,367	\$ -71,546,670	\$ -107,105,365	\$ -160,336,731	\$ -230,032,116	\$ -479,088,077	\$ -717,194,852	\$ -1,073,640,693	\$ -1,607,240,117	\$ -2,406,038,456
Acciones Marketing	\$ -17,536,320	\$ -34,903,268	\$ -65,730,472	\$ -107,017,141	\$ -160,204,661	\$ -266,004,643	\$ -398,208,951	\$ -633,257,076	\$ -947,985,843	\$ -1,534,304,826	\$ -2,296,854,324	\$ -3,492,529,017	\$ -5,228,315,938
Gastos de Trade Marketing	\$ -2,317,270	\$ -4,576,607	\$ -8,599,445	\$ -17,948,099	\$ -26,868,304	\$ -63,151,692	\$ -94,538,083	\$ -182,833,349	\$ -273,701,523	\$ -566,358,953	\$ -847,839,353	\$ -1,308,852,970	\$ -1,959,352,896
Fletes Marketing	\$ -1,350,000	\$ -2,666,250	\$ -5,009,884	\$ -10,456,243	\$ -15,652,996	\$ -36,791,051	\$ -55,076,204	\$ -106,515,453	\$ -159,453,633	\$ -329,950,640	\$ -493,936,107	\$ -762,514,313	\$ -1,141,484,103
Gastos de Marketing (\$)	-28,241,158.42	-56,045,323.59	-105,456,394.67	-183,214,849.89	-274,272,630.29	-473,052,751.79	-708,159,969.44	-1,242,637,993.53	-1,860,229,076.31	-3,147,809,270.02	-4,712,270,477.22	-7,171,136,534.68	-10,735,191,392.41
Gastos de Marketing (%)	6.97%	7.01%	7.02%	6.95%	6.95%	6.53%	6.53%	6.81%	6.81%	6.63%	6.63%	6.65%	6.65%

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

Anexo 17. Proyección de Gastos de Comercialización

ESTADO DE RESULTADO	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033	31/12/2034
Ventas	\$1,251,699,685	\$ 2,472,106,877	\$ 4,645,088,822	\$8,079,059,167	\$12,094,351,574	\$22,741,406,033	\$34,043,884,831	\$58,093,838,290	\$86,966,475,921	\$152,962,633,882	\$228,985,062,921	\$353,495,952,692	\$529,183,441,180
Costo de Mercadería Vendida	\$ -846,737,655	\$ -1,672,306,869	\$ -3,142,264,607	\$ -5,441,697,161	\$ -8,146,220,651	\$ -15,501,146,201	\$ -23,205,215,862	\$ -39,854,892,386	\$ -59,662,773,901	\$ -105,476,496,106	\$ -157,898,314,671	\$ -245,682,745,323	\$ -367,787,069,748
Utilidad Bruta	\$ 404,962,029	\$ 799,800,008	\$ 1,502,824,215	\$ 2,637,362,006	\$ 3,948,130,923	\$ 7,240,259,832	\$ 10,838,668,969	\$ 18,238,945,904	\$ 27,303,702,019	\$ 47,486,137,776	\$ 71,086,748,250	\$ 107,813,207,370	\$ 161,396,371,433
Gastos de Comercialización													
Fletes Externos	\$ -9,917,355	\$ -19,586,777	\$ -36,803,554	\$ -64,011,281	\$ -95,824,888	\$ -180,182,681	\$ -269,733,474	\$ -460,283,921	\$ -689,045,030	\$ -1,211,939,907	\$ -1,814,274,040	\$ -2,800,787,624	\$ -4,192,779,073
Bonificaciones	\$ -36,728,305	\$ -72,538,401	\$ -136,299,656	\$ -237,061,772	\$ -354,881,473	\$ -667,295,276	\$ -998,941,028	\$ -1,704,632,676	\$ -2,515,835,117	\$ -4,488,343,543	\$ -6,719,050,284	\$ -10,372,541,558	\$ -15,527,694,712
Comisiones de Venta	\$ -7,301,893	\$ -14,421,239	\$ -27,097,507	\$ -44,026,994	\$ -65,908,410	\$ -111,257,004	\$ -166,551,736	\$ -268,693,876	\$ -402,234,733	\$ -664,000,559	\$ -994,008,837	\$ -1,517,107,551	\$ -2,271,110,004
Gastos de Comercialización (\$)	-53,947,553	-106,546,417	-200,200,717	-345,100,048	-516,614,771	-958,734,961	-1,435,226,237	-2,433,610,474	-3,643,114,879	-6,364,284,009	-9,527,333,161	-14,690,436,733	-21,991,583,789
Gastos de Comercialización (%)	13.32%	13.32%	13.32%	13.09%	13.09%	13.24%	13.24%	13.34%	13.34%	13.40%	13.40%	13.63%	13.63%

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

Anexo 18. Proyección de Gastos Financieros

ESTADO DE RESULTADO	31/12/2022	31/12/2023	31/12/2024	31/12/2025	31/12/2026	31/12/2027	31/12/2028	31/12/2029	31/12/2030	31/12/2031	31/12/2032	31/12/2033	31/12/2034
Ventas	\$1,251,699,685	\$ 2,472,106,877	\$ 4,645,088,822	\$8,079,059,167	\$12,094,351,574	\$22,741,406,033	\$ 34,043,884,831	\$58,093,838,290	\$ 86,966,475,921	\$152,962,633,882	\$ 228,985,062,921	\$ 353,495,952,692	\$ 529,183,441,180
Costo de Mercadería Vendida	\$ -846,737,655	\$ -1,672,306,869	\$ -3,142,264,607	\$ -5,441,697,161	\$ -8,146,220,651	\$ -15,501,146,201	\$ -23,205,215,862	\$ -39,854,892,386	\$ -59,662,773,901	\$ -105,476,496,106	\$ -157,898,314,671	\$ -245,682,745,323	\$ -367,787,069,748
Utilidad Bruta	\$ 404,962,029	\$ 799,800,008	\$ 1,502,824,215	\$ 2,637,362,006	\$ 3,948,130,923	\$ 7,240,259,832	\$ 10,838,668,969	\$ 18,238,945,904	\$ 27,303,702,019	\$ 47,486,137,776	\$ 71,086,748,250	\$ 107,813,207,370	\$ 161,396,371,433
Gastos Financieros													
Intereses No Financieros	\$ -113,940,374	\$ -234,315,467	\$ -405,700,330	\$ -567,918,561	\$ -785,758,457	\$ -1,245,650,016	\$ -1,851,498,018	\$ -2,885,944,361	\$ -4,307,329,451	\$ -6,841,964,603	\$ -10,229,743,501	\$ -15,492,528,647	\$ -23,179,841,790
Intereses Financieros	\$ -11,601,936	\$ -5,641,663	\$ -3,258,388	\$ -2,327,673	\$ -1,682,360	\$ -1,061,236	\$ -713,978	\$ -458,058	\$ -306,902	\$ -193,209	\$ -129,224	\$ -85,327	\$ -57,029
Gastos y Comisiones Bancarias	\$ -1,119,681	\$ -2,302,595	\$ -3,986,777	\$ -5,580,879	\$ -7,721,570	\$ -12,240,879	\$ -18,194,488	\$ -28,359,889	\$ -42,327,700	\$ -67,235,308	\$ -100,526,676	\$ -152,243,544	\$ -227,786,008
Otros Resultados Financieros	\$ -569,838	\$ -1,125,429	\$ -2,114,681	\$ -3,678,000	\$ -5,505,966	\$ -10,353,048	\$ -15,498,512	\$ -26,447,277	\$ -39,591,574	\$ -69,636,391	\$ -104,245,677	\$ -160,929,383	\$ -240,911,286
Gastos financieros (\$)	-127,231,828	-243,385,154	-415,060,175	-579,505,114	-800,668,353	-1,269,305,179	-1,885,904,996	-2,941,209,585	-4,389,555,627	-6,979,029,511	-10,434,645,077	-15,805,786,900	-23,648,596,113
Gastos financieros (%)	31.42%	30.43%	27.62%	21.97%	20.28%	17.53%	17.40%	16.13%	16.08%	14.70%	14.68%	14.66%	14.65%

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

Anexo 19. Estados de Situación Patrimonial Projectado (en millones de pesos)

Año	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
ACTIVOS													
Activos Corrientes													
Disponibilidades	6	414	1,147	2,152	3,871	6,507	11,023	18,130	29,491	48,611	79,259	122,895	190,191
Créditos por ventas	179	354	665	1,157	1,732	3,257	4,876	8,231	12,457	21,910	32,799	50,634	75,799
Créditos fiscales	29	55	96	149	209	368	529	871	1,281	2,196	3,258	5,022	7,493
Bienes de cambio	55	108	203	353	528	993	1,487	2,537	2,798	6,680	10,000	15,438	23,110
Activos No Corrientes													
Bienes de uso	344	355	375	406	452	522	627	783	1,017	1,365	1,892	2,677	3,852
PASIVOS													
Pasivos corrientes													
Deudas comerciales	66	120	212	387	644	1,005	1,799	2,751	4,582	7,039	12,024	18,086	27,942
Deudas Previsionales	5	11	21	38	38	98	147	228	342	511	765	1,146	1,716
Deudas fiscales	185	444	858	1,316	1,316	3,470	5,238	8,702	13,081	22,543	33,877	51,262	76,783
Otras deudas	37	72	136	236	237	666	997	1,701	2,546	4,478	6,703	10,349	15,492
Deudas bancarias	21	42	78	134	134	372	556	946	1,414	2,483	3,714	5,734	8,582
Pasivos No Corrientes													
Deudas bancarias	23	24	25	27	30	35	42	53	68	92	127	180	259
Otras deudas	48	49	49	47	46	46	45	45	44	44	43	43	42
PATRIMONIO NETO													
Aporte de los Socios	118	233	437	666	997	1,493	2,235	3,346	5,009	7,498	11,225	16,804	25,155
Resultado Acumulado	109	291	671	1,364	2,457	4,462	7,483	12,872	20,957	36,076	58,728	93,060	144,474

Fuente: Elaboración propia según reportes internos de las Direcciones de Merle Group

Anexo 20. Tasa de crecimiento perpetuo para las ventas de Argentina

Producto interno bruto (PIB) anual por actividad económica a precios corrientes de Argentina						
Año	Unidad	Comercio al por mayor y al por menor de bebidas alcohólicas	Variación porcentual	PBI	Tasa de crecimiento del PIB	Participación del Sector en
1990	Millones de dólares	13,068		140,657	-2%	9%
1991	Millones de dólares	17,856	37%	188,776	9%	9%
1992	Millones de dólares	20,918	17%	227,863	8%	9%
1993	Millones de dólares	22,559	8%	256,573	8%	9%
1994	Millones de dólares	24,569	9%	279,267	6%	9%
1995	Millones de dólares	23,633	-4%	279,701	-3%	8%
1996	Millones de dólares	25,553	8%	295,031	6%	9%
1997	Millones de dólares	28,184	10%	317,533	8%	9%
1998	Millones de dólares	28,824	2%	324,135	4%	9%
1999	Millones de dólares	26,180	-9%	307,410	-3%	9%
2000	Millones de dólares	25,192	-4%	308,148	-1%	8%
2001	Millones de dólares	23,031	-9%	291,335	-4%	8%
2002	Millones de dólares	7,558	-67%	110,584	-11%	7%
2003	Millones de dólares	9,770	29%	140,444	9%	7%
2004	Millones de dólares	11,454	17%	165,939	9%	7%
2005	Millones de dólares	14,020	22%	200,628	9%	7%
2006	Millones de dólares	16,532	18%	234,369	8%	7%
2007	Millones de dólares	21,087	28%	289,638	9%	7%
2008	Millones de dólares	26,871	27%	366,092	4%	7%
2009	Millones de dólares	23,602	-12%	335,999	-6%	7%
2010	Millones de dólares	30,543	29%	426,135	10%	7%
2011	Millones de dólares	38,321	25%	529,616	6%	7%
2012	Millones de dólares	41,781	9%	580,851	-1%	7%
2013	Millones de dólares	43,952	5%	613,041	2%	7%
2014	Millones de dólares	39,919	-9%	566,021	-3%	7%
2015	Millones de dólares	50,478	26%	644,230	3%	8%
2016	Millones de dólares	43,114	-15%	557,135	-2%	8%
2017	Millones de dólares	51,208	19%	642,889	3%	8%
2018	Millones de dólares	45,640	-11%	543,356	-3%	8%
2019	Millones de dólares	37,151	-19%	449,959	-2%	8%
2020	Millones de dólares	33,441	-10%	385,377	-10%	9%
2021	Millones de dólares	42,514	27%	485,295	10%	9%
2022	Millones de dólares	56,938	34%	630,029	5%	9%
Promedio			8%		3%	8%

Fuente: Elaboración propia según proyecciones realizadas en el presente trabajo

Anexo 21. Tasa de crecimiento perpetuo para las ventas de Brasil

Producto Interno Bruto (PIB) anual por actividad económica a precios corrientes de Brasil						
Año	Unidad	Comercio al por mayor y al por menor de bebidas alcohólicas	Variación porcentual	PBI	Tasa de crecimiento del PBI	Participación del Sector en el PBI
1990	Millones de dólares	25,404		433,767	-4%	6%
1991	Millones de dólares	20,382	-20%	380,349	1%	5%
1992	Millones de dólares	18,516	-9%	364,340	-1%	5%
1993	Millones de dólares	21,199	14%	408,866	5%	5%
1994	Millones de dólares	30,486	44%	583,242	6%	5%
1995	Millones de dólares	38,545	26%	781,736	4%	5%
1996	Millones de dólares	37,736	-2%	852,548	2%	4%
1997	Millones de dólares	38,713	3%	885,062	3%	4%
1998	Millones de dólares	36,064	-7%	857,699	0%	4%
1999	Millones de dólares	25,059	-31%	596,914	0%	4%
2000	Millones de dólares	29,008	16%	655,121	4%	4%
2001	Millones de dólares	25,145	-13%	563,308	1%	4%
2002	Millones de dólares	21,676	-14%	520,754	3%	4%
2003	Millones de dólares	27,046	25%	563,349	1%	5%
2004	Millones de dólares	32,689	21%	670,508	6%	5%
2005	Millones de dólares	47,119	44%	898,329	3%	5%
2006	Millones de dólares	61,482	30%	1,108,217	4%	6%
2007	Millones de dólares	81,994	33%	1,406,377	6%	6%
2008	Millones de dólares	101,911	24%	1,720,781	5%	6%
2009	Millones de dólares	106,870	5%	1,700,075	0%	6%
2010	Millones de dólares	138,538	30%	2,213,404	8%	6%
2011	Millones de dólares	167,702	21%	2,618,377	4%	6%
2012	Millones de dólares	164,670	-2%	2,467,734	2%	7%
2013	Millones de dólares	167,645	2%	2,475,425	3%	7%
2014	Millones de dólares	170,600	2%	2,460,129	1%	7%
2015	Millones de dólares	122,826	-28%	1,822,108	-4%	7%
2016	Millones de dólares	119,391	-3%	1,808,852	-3%	7%
2017	Millones de dólares	138,432	16%	2,063,200	1%	7%
2018	Millones de dólares	127,523	-8%	1,924,180	2%	7%
2019	Millones de dólares	124,313	-3%	1,873,129	1%	7%
2020	Millones de dólares	91,990	-26%	1,484,933	-3%	6%
2021	Millones de dólares	88,550	-4%	1,650,423	5%	5%
2022	Millones de dólares	82,512	-7%	1,921,365	3%	4%
Promedio			6%		2%	6%

Fuente: Elaboración propia según proyecciones realizadas en el presente trabajo

Glosario

Beta: Es una medida que indica la volatilidad de un activo financiero en relación con el mercado en general.

Beta apalancado: Es la medida del riesgo de un activo financiero después de tener en cuenta el efecto del endeudamiento.

Beta desapalancado: Es la medida del riesgo de un activo financiero sin tener en cuenta el efecto del endeudamiento.

CAGR: Compound Annual Growth Rate (Tasa Compuesta de Crecimiento Anual). Es una medida que indica la tasa de crecimiento promedio anual de una inversión o negocio durante un período de tiempo específico.

CAPEX: Capital Expenditure (Inversión en Capital). Se refiere al gasto realizado para adquirir o mejorar activos físicos, como maquinaria, equipos o infraestructuras, que se espera que beneficien a la empresa a largo plazo.

CAPM: Capital Asset Pricing Model (Modelo de Fijación de Precios de Activos Financieros). Es un modelo utilizado para calcular el rendimiento esperado de un activo financiero, teniendo en cuenta el riesgo sistemático o riesgo no diversificable.

EBIT: Earnings Before Interest and Taxes (Beneficios antes de Intereses e Impuestos). Es una medida financiera que indica los ingresos operativos de una empresa antes de considerar los gastos financieros e impuestos.

EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization (Beneficios antes de Intereses, Impuestos, Depreciación y Amortización). Es una medida financiera que indica los ingresos operativos de una empresa antes de considerar los gastos financieros, impuestos y gastos de depreciación y amortización.

EMBA: Emerging Markets Bond Index (Índice de Bonos de Mercados Emergentes). Es un indicador que mide el riesgo de crédito de los bonos emitidos por países en vías de desarrollo.

Equity: También conocido como capital propio o patrimonio, se refiere a la parte de la propiedad de una empresa que pertenece a sus accionistas.

Espirituosas: Bebidas alcohólicas destiladas, como el vodka, el gin, el ron, el whisky, entre otras.

EV: Enterprise Value (Valor de la Empresa). Representa el valor total de una empresa, incluyendo su capitalización de mercado, deuda y efectivo.

IVA: Impuesto al Valor Agregado. Es un impuesto indirecto sobre bienes y servicios que se aplica en algunos países.

ITBA: Instituto Tecnológico de Buenos Aires. Una institución educativa de Argentina.

INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos de Argentina. Es el organismo encargado de la recopilación y publicación de estadísticas oficiales en Argentina.

London Dry: Un estilo de gin que se caracteriza por su sabor seco y limpio, sin azúcares añadidos ni sabores artificiales.

Multiplo: Es un coeficiente utilizado para evaluar el valor de una empresa o activo en relación con una métrica financiera específica, como las ventas o el beneficio.

OMS: Organización Mundial de la Salud. Es una agencia especializada de las Naciones Unidas que se ocupa de asuntos relacionados con la salud a nivel global.

Off-trade: Se refiere a las ventas o distribución de productos que se realizan fuera del lugar de consumo, como en supermercados o tiendas minoristas.

On-trade: Se refiere a las ventas o distribución de productos que se realizan en el lugar de consumo, como bares, restaurantes o establecimientos similares.

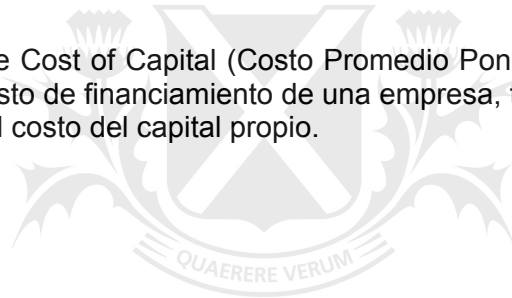
Per cápita: Por cada individuo o por cada persona. Se refiere a la cantidad promedio o el consumo promedio por persona.

RM: Riesgo de Mercado. Es el riesgo asociado a las fluctuaciones en el mercado financiero.

RRHH: Recursos Humanos. Se refiere al departamento o función encargada de la gestión del personal en una empresa.

S&P: Standard & Poor's. Una agencia de calificación de crédito y proveedor de índices financieros.

WACC: Weighted Average Cost of Capital (Costo Promedio Ponderado de Capital). Es una tasa que representa el costo de financiamiento de una empresa, teniendo en cuenta tanto el costo de la deuda como el costo del capital propio.



Universidad de
San Andrés

Bibliografía

Libros

- Allen, F., Brealey, R., & Myers, S. (2006). Corporate finance. Auflage.
- Irwin Professional Publishing, & Irwin. (1997). International Standards Directory. Irwin Professional Publishing.
- Damodaran, A. (2002). Investment valuation: Tools and techniques for determining the Value of any asset. John Wiley & Sons.
- Damodaran, A. (2010). Applied corporate finance. John Wiley & Sons.

Reportes

- Naciones Unidas (2022). CEPAL. Base de Datos y Publicaciones Estadísticas.
- World Health Organization (2018). Global status report on alcohol and health.
- Organización Mundial de la Salud (2022). Grupo Banco Mundial.
- ISWR (2021). The PR Market view.
- Fondo Monetario Internacional (2022). World Economic Outlook 2022.
- The Spirits Business (20 de junio de 2022). Market overview 4.
- Statista (2021). Consumer market outlook.
- Malczewski, Kate (2021). Global alcohol sales in recovery from COVID-19.
- Yahoo Finance (2022). Yahoo

Información Financiera

- Estados Contables Merle Group
- Reportes internos de Direcciones Merle Group
- Proyecciones de Direcciones Merle Group