



**Universidad de San Andrés**

**Escuela de Negocios**

**Maestría en Finanzas**

***Valuación de Capital Accionario de Sociedad Anónima  
Importadora y Exportadora de la Patagonia (SAIEP)***

**Autor: Ignacio Javier Reyes**

**DNI: 27330838**

**Director de Tesis: Javier Epstein**

**Ciudad Autónoma Buenos Aires, 17 de Septiembre de 2018**



Universidad de  
**San Andrés**

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

**Trabajo Final de Graduación**

***Valuación de Capital Accionario de Sociedad Anónima  
Importadora y Exportadora de la Patagonia (SAIEP)***

Autor: Ignacio Javier Reyes  
DNI: 27.330.838

Director del Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 17/09/2018

## Resumen / Abstract

El presente trabajo tiene como objetivo calcular un valor probable y aproximado de la Sociedad Importadora y Exportadora de la Patagonia (SAIEP), una de las mayores cinco cadenas de supermercados en Argentina, ubicada principalmente en la Patagonia. Cotiza en la bolsa de Buenos Aires desde 1942.

Valuar una empresa puede ser útil en distintas circunstancias, como por ejemplo transacciones de compra y venta de acciones individuales o de la firma, reestructuraciones empresarias, evaluación de la evolución y el valor del negocio.

El valor es el monto al que razonablemente debiera transarse un activo, y que puede ser distinto al precio al cual efectivamente se negocia. La valuación tiene en cuenta distintas variables, cuya interpretación contiene la subjetividad propia de cada analista que las interpreta.

Para calcular el valor, se utilizaron dos distintos métodos de valuación. El de Flujo de Fondos Descontados y el de Valuación Relativa o Múltiplos.

Para la valuación por Flujos de Fondos Descontados, se realizó una proyección de los Flujos de Fondos Libres de la Firma, y como tasa de descuento se utilizó el costo promedio ponderado del capital (WACC por sus siglas en inglés), en base al modelo de valoración de activos financieros o Capital Asset Pricing Model (CAPM). Los flujos de fondos se proyectaron teniendo en cuenta la actual situación económica y financiera de la firma como de los competidores y del mercado donde se desarrolla, suponiendo y estimando distintos escenarios futuros probables.

Para la valuación por Múltiplos, se utilizó el ratio EV/EBITDA, siendo los comparables las principales firmas del rubro que cotizan en bolsas de Latinoamérica.

Por ambos métodos de valuación, para el escenario base se llegó a valores por debajo del precio actual de la acción, considerando la misma sobrevalorada en un rango estimado entre el 36% y 38%.

## ÍNDICE

1.	<i>Reseña y breve historia de la empresa</i> .....	4
2.	<i>Accionistas y Sociedades Controladas</i> .....	6
2.1.	<i>Composición accionaria</i> .....	6
2.2.	<i>Sociedades vinculadas / controladas</i> .....	10
3.	<i>Desarrollo cualitativo y funcionamiento del negocio</i> .....	13
3.1.	<i>Unidades de Negocios</i> .....	13
3.2.	<i>Inversiones</i> .....	26
3.3.	<i>Competencia</i> .....	32
4.	<i>Condiciones de mercado de consumo masivo: marco local e internacional</i> .....	37
4.1.	<i>Contexto Internacional y Nacional</i> .....	37
4.2.	<i>Consumo Masivo</i> .....	40
4.3.	<i>Supermercadismo</i> .....	41
4.4.	<i>Reformas Impositivas</i> .....	48
5.	<i>Ventajas Competitivas y Estrategia del Negocio</i> .....	49
6.	<i>Análisis FODA</i> .....	51
7.	<i>Análisis Financiero</i> .....	53
7.1.	<i>Ratios de Rentabilidad</i> .....	53
7.2.	<i>Ratios de Eficiencia</i> .....	61
7.3.	<i>Evolución de Estructura de Capital</i> .....	65
8.	<i>Valuación y proyección</i> .....	70
8.1.	<i>Flujos de Caja Descontados</i> .....	71
8.2.	<i>Valuación por Múltiplos</i> .....	89
9.	<i>Conclusiones</i> .....	93
10.	<i>Anexos</i> .....	94
11.	<i>Referencias bibliográficas</i> .....	100

## 1. Reseña y breve historia de la empresa<sup>1</sup>

---

Sociedad Anónima Importadora y Exportadora de la Patagonia (en adelante, SAIEP), fue constituida en la ciudad de Punta Arenas, República de Chile, el 10 de junio de 1908, como resultado de la fusión de dos empresas vinculadas por lazos familiares que competían en sus actividades mercantiles, industriales y marítimas en ciudades del litoral patagónico argentino. Estas eran la de José Menéndez y la de Braun y Blanchard. La Anónima, denominación con la que la nueva empresa fue bautizada por clientes, proveedores y colaboradores, abrió amplios locales de ramos generales en Puerto Madryn, Trelew, Comodoro Rivadavia, Puerto San Julián, Puerto Santa Cruz y Río Gallegos, a los que al poco tiempo se fueron sumando varios establecimientos en otras localidades. En 1918 la Sociedad traslada su casa matriz de Punta Arenas a Buenos Aires y se constituye como sociedad anónima en el país.

Desde su fundación en 1908 y hasta 1978, el control del paquete accionario estuvo en manos de las familias Braun y Menéndez, pasando de un alto grado de concentración a una mayor dispersión entre diversos miembros de ambas familias, hecho originado por la apertura del capital social a la oferta pública en el 1942. Desde 1979 y hasta la fecha, el control accionario corresponde al Grupo de Control que posee alrededor del 77% del capital social y el 79% de los derechos a voto. La familia Braun asume la actual conducción de la sociedad y se pone en marcha una nueva estrategia orientada a obtener el liderazgo en el supermercadismo de la región Patagónica. Este objetivo con el tiempo lo lograron mediante una política de crecimiento, renovación tecnológica e informática y la instauración de una nueva política corporativa.

Hoy, con más de un siglo de actividad ininterrumpida, La Anónima es sinónimo de supermercadismo en la Patagonia y centro del interior del país.

SAIEP opera sucursales comprendidas en diferentes formatos, de acuerdo a las necesidades específicas de la región en la que cada una se emplaza. A junio de 2017 SAIEP operaba en 82 ciudades del interior del país, principalmente ubicadas en ciudades de la región patagónica, seguidos por las provincias de Buenos Aires, La Pampa, Santa Fe y Córdoba, con un total de 166 sucursales. Es la empresa líder en el mercado de venta de productos de consumo masivo en la región patagónica, posicionándose como la quinta organización del rubro en el ámbito nacional y la segunda de bandera argentina.

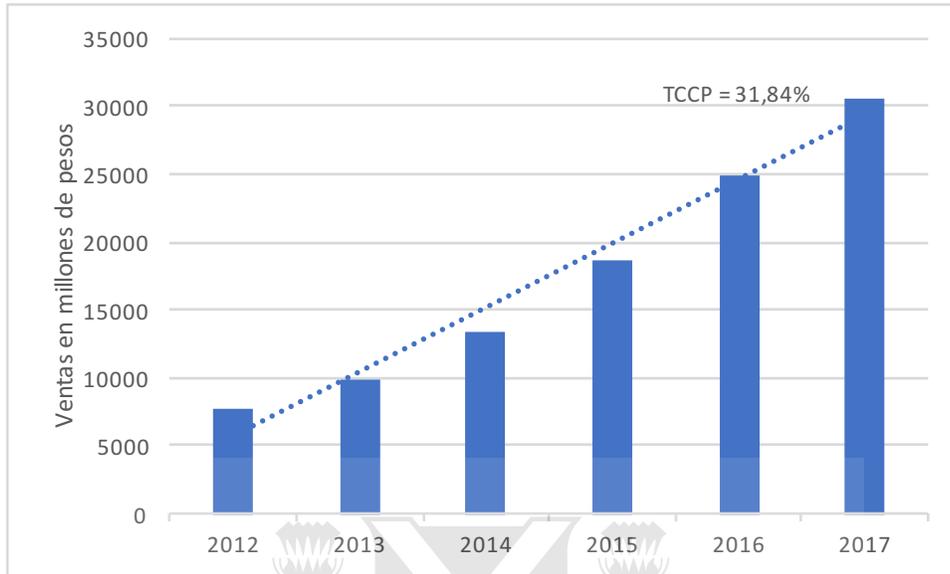
Las ventas del último ejercicio cerrado el 30/06/2017 fueron de 30.559 millones de pesos, con una Tasa Compuesta de Crecimiento Promedio (TCCP)<sup>2</sup> de 31,84% de los últimos 5 períodos.

---

<sup>1</sup> Fuente: Memorias de balances SAIEP, Fitch Ratings SAIEP a 04 de diciembre de 2017 y 22 de febrero de 2018, Evaluadora Latinoamericana, SAIEP a 20 de diciembre de 2017.

<sup>2</sup> La TCCP (CAGR por sus siglas en inglés) es un promedio geométrico de tasas de crecimiento anual.

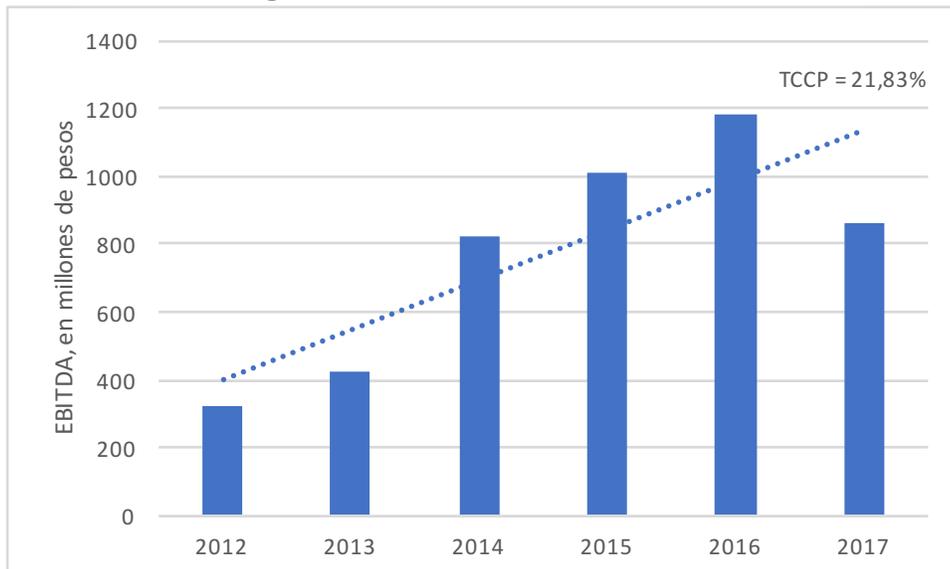
**Gráfico 1: Evolución de las ventas de SAIEP en los últimos 5 periodos**



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP.

En cuanto a la rentabilidad del negocio, la evolución de la generación de EBITDA no ha acompañado a las ventas, pasando de ser 320 millones de pesos (el 4,2% del total de ventas) en el ejercicio cerrado a 30/06/2012 a 859 millones de pesos (2,81% de las ventas) en el ejercicio cerrado a 30/06/2017. La Tasa Compuesta de Crecimiento Promedio del período fue del 21,83%.

**Gráfico 2: Evolución de la generación de EBITDA de SAIEP en los últimos 5 periodos**



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP

## 2. Accionistas y Sociedades Controladas

### 2.1. Composición accionaria

Se trata de una sociedad que combina rasgos de empresa familiar y pública, otorgándole transparencia y estándares de gerenciamiento.

El capital social de SAIEP asciende a 500.000.000 de pesos, representado por acciones escriturales, de valor nominal 1 peso cada una, de las cuales 1.191.796 corresponden a la Clase “A” con derecho a 5 votos por acción y 498.808.204 correspondientes a la Clase “B” con derecho a 1 voto por acción.

El siguiente cuadro exhibe la composición accionaria de SAIEP al 30 de junio de 2017, individualizando a aquellos accionistas titulares de más del 5% del capital social.

**Cuadro 1: SAIEP, composición accionaria**

ACCIONISTA	CANTIDAD DE ACCIONES		CAPITAL %	VOTOS %
	Clase A	Clase B		
Braun Federico	539.832	197.350.861	39,58	39,63
ANSES FGS LEY 26.425	0	101.197.740	20,24	20,05
Braun Ledesma Inés	262.865	89.896.434	18,03	18,07
Braun Ledestam Pablo	262.865	89.726.264	18	18,04
Accionistas restantes	126.234	20.636.905	4,15	4,21
<b>TOTAL</b>	<b>1.191.796</b>	<b>498.808.204</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP.

Ningún otro accionista posee más del 5% (cinco por ciento) de las acciones de SAIEP. La totalidad de las acciones de SAIEP se negocian en el BYMA, incluido el 4,15% señalado precedentemente.

La dirección de la sociedad está a cargo del Directorio, que ejerce la representación legal por medio de su Presidente. El primer nivel ejecutivo de la sociedad está representado por el director delegado que ejerce funciones equivalentes a una gerencia general y se encuentra bajo la supervisión del Directorio. El seguimiento diario de la conducción operativa de los negocios de la sociedad corresponde a las gerencias de recursos humanos, de operaciones, de mercaderías y de finanzas, tecnología y logística.

**Cuadro 2: Composición del Directorio**

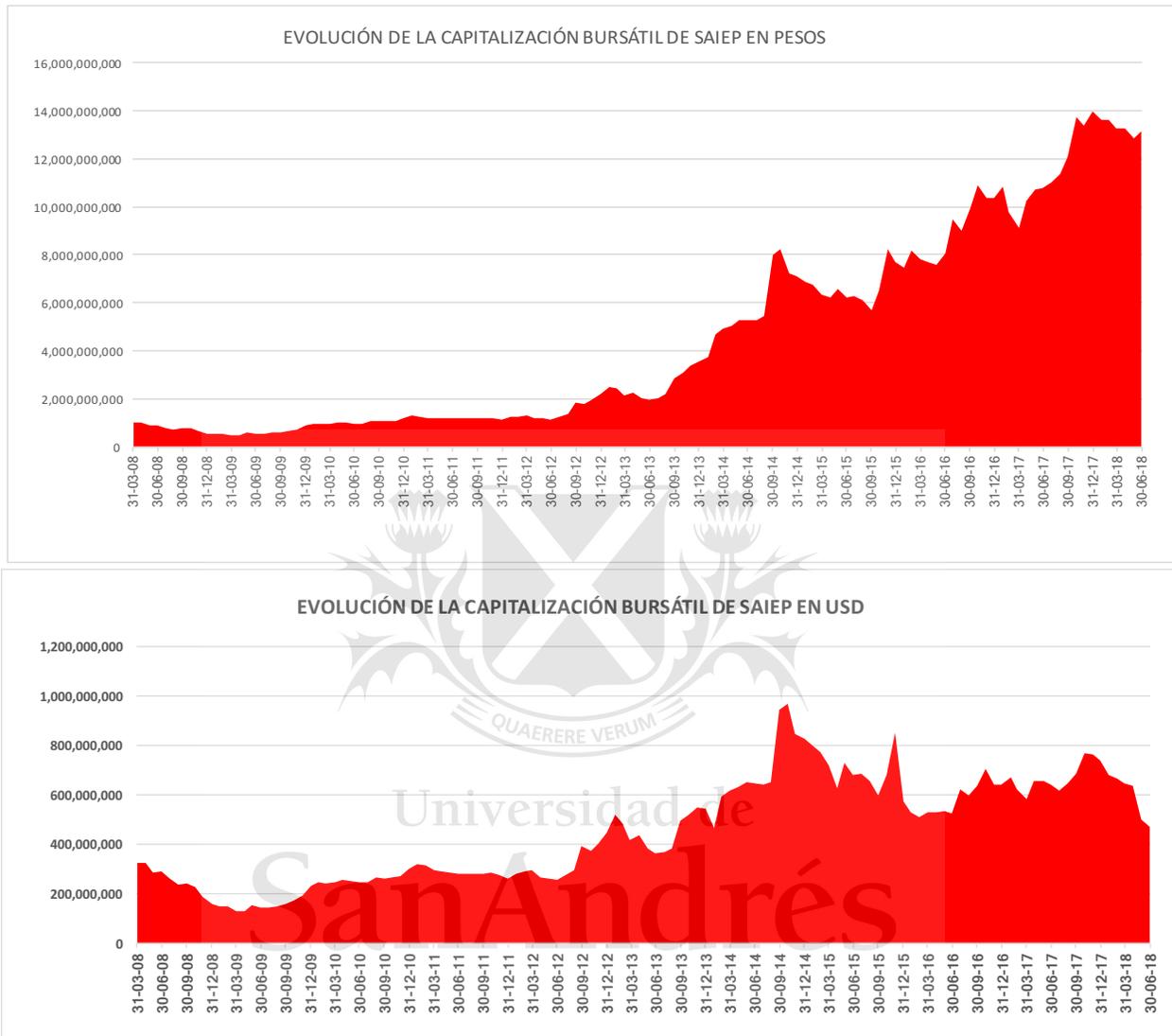
NOMBRE	CARGO
Federico Braun	Presidente
Santiago Braun	Vicepresidente
Juan José Badano	Director Titular
Pablo Dusserre	Director Titular
Pablo Braun	Director Titular
Nicolás Perkins	Director Titular
Roberto Gitard	Director Titular

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP.

El estatuto social de la sociedad prevé que el Directorio estará compuesto por el número de miembros que fije la asamblea ordinaria entre un mínimo de cinco y un máximo de nueve, cuyos respectivos mandatos durarán un año, previéndose la posibilidad de reelección indefinida.

Federico Braun es el Director Titular de Grupo Financiero Galicia SA. Esta última es una compañía holding de servicios financieros, la cual fue conformada por los miembros de las familias Escasany, Ayerza y Braun (minoritario) y por la Fundación Banco de Galicia, quienes eran accionistas controlantes del Banco de Galicia y Buenos Aires S.A.

**Gráfico 3: SAIEP, capitalización bursatil**



*Elaboración propia en base a información suministrada por Yahoo Finance.*

### Liquidez de la Acción<sup>3</sup>

A 28/06/2018 la acción de SAIEP cotiza a 26,25 pesos argentinos, siendo la cotización del dólar estadounidense 27,81 pesos por dólar. Por lo tanto la acción cotiza a 0,9439 dólares estadounidenses y la capitalización bursátil resulta de 471.952.535 dólares.

La liquidez de las acciones corresponde a la medición del efecto conjunto de los indicadores de rotación y liquidez de mercado.

a) Indicador de Rotación. Este indicador se calculará dividiendo el monto transado de la acción en un año, por el valor bursátil promedio del patrimonio en el mismo período. La Rotación (Ro) se calificará en:

Nivel 1: si  $7\% \leq Ro$

Nivel 2: si  $2\% \leq Ro < 7\%$

Nivel 3: si  $Ro < 2\%$

Siendo el nivel 1 el mas líquido y el nivel 3 el menos líquido.

Dado que SAIEP presenta un indicador de rotación del 0,4%, producto de un volumen transado en los últimos doce meses de 52,2 millones de pesos y una capitalización promedio de 13.343 millones de pesos, el nivel de rotación es el 3.

b) Indicador de Liquidez de Mercado: dado que el monto transado de la acción de SAIEP se ubica en el último tercio del ranking decreciente de empresas que cotizan en bolsa, realizado en base al monto transado de las acciones de las empresas en el último año, se determina que la liquidez de mercado es baja.

**Cuadro 3: Matriz de Liquidez**

		LIQUIDEZ DE MERCADO		
		ALTA	MEDIA	BAJA
ROTACIÓN	NIVEL 1	Alta	Alta	Media
	NIVEL 2	Alta	Media	Baja
	NIVEL 3	Media	Baja	<b>Baja</b>

Fuente: Evaluadora Latinoamericana

Por lo tanto se concluye que la acción de SAIEP tiene baja liquidez.

<sup>3</sup> Para determinar la liquidez se usó como base el informe de Evaluadora Latinoamericana de fecha 22 de junio de 2018.

## **2.2. Sociedades vinculadas / controladas<sup>4</sup>**

### **2.2.1. Proser SA**

Tenencia 99,92%. El resultado del ejercicio económico finalizado el 30 de junio de 2017 arrojó una ganancia de 1.118.184 de pesos como consecuencia de los intereses devengados por la deuda que la sociedad mantiene con su controlada, Proser SA. Al cierre de dicho ejercicio, la mencionada deuda ascendía a la suma de 7.561.426 de pesos, resultando un 17,9% superior a la registrada al 30 de junio de 2016. Dado que esta sociedad no desarrolla actividades, es intención de los directorios de ambas compañías emprender un proceso de organización societaria tendiente a la fusión por absorción de ésta en SAIEP, previo cambio de jurisdicción de ésta a la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, el cual se encuentra en trámite.

### **2.2.2. Patagonia Logística SA**

Tenencia 95%. Sociedad constituida en junio de 2009, cuyo objeto principal consiste en la prestación de servicios relacionados con actividades de logística, distribución y transporte de mercaderías, servicio que hasta la fecha SAIEP tercerizaba y cuyos costos eran cada vez más elevados. Las perspectivas de esta sociedad para el ejercicio recientemente iniciado radican en continuar mejorando la eficiencia de sus operaciones y ampliar la oferta de servicios firma y/o a terceros.

Durante el ejercicio bajo análisis, Patagonia Logística continuó prestando servicios a la sociedad en sus Centros de Distribución Regional ubicados en Comodoro Rivadavia, Trelew, Cipolletti, Río Gallegos, Ushuaia, Chacabuco y en la Base de Transferencia sita en Ituzaingó. El resultado del ejercicio finalizado el 30 de junio de 2017 arrojó una utilidad de 4.686.486 de pesos, 20,5% inferior al ejercicio precedente. En la relaciones con la sociedad controlante, Patagonia Logística registraba un crédito de 41.150.180 de pesos por venta de servicios al cierre del ejercicio que se comenta, el cual resulta un 8% superior al registrado al 30 de junio de 2016.

---

<sup>4</sup> Fuente: Balances SAIEP.

### **2.2.3. Pampa Natural SA**

Tenencia 100%. Durante el ejercicio anterior, Pampa Natural SA, titular de la planta frigorífica ubicada en Speluzzi, Provincia de La Pampa, completó su proceso de puesta en marcha, contando al cierre de su ejercicio económico con una dotación de 430 operarios y una capacidad de faena del orden de las 480 cabezas diarias. En materia de infraestructura, concluyó la instalación del sistema de riego del lote lindero a la planta frigorífica destinado al desagote de las lagunas de tratamiento de efluentes, y se finalizó la instalación de un sistema de reúso de agua ya tratada en los sectores de lavados de camiones, panzas, corrales y en el área de menudencias verdes para arrastres de sólidos, lo que permitió un ahorro aproximado de 200 m<sup>3</sup> diarios de agua; gracias a ello y a la puesta en marcha de un nuevo pozo, se logró equilibrar el sistema de extracción de agua.

Durante el ejercicio finalizado el 30 de abril de 2017, esta sociedad controlada alcanzó un nivel de actividad igual al máximo de su capacidad instalada. Así, en el ejercicio se faenaron un total de 93.524 cabezas mientras que la despostada alcanzó las 16.141 toneladas, lo cual comparado con el ejercicio finalizado el 30 de abril de 2016 representa un incremento del 21,34% y del 16,30%, respectivamente.

Al 30 de abril de 2017 Pampa Natural S.A. exportó un volumen de 4.029 toneladas de carne y menudencias a la Comunidad Económica Europea, Israel, Brasil, Rusia, Hong Kong y terceros países, por un total de \$ 396.399.040, lo cual representa un importante crecimiento con relación al ejercicio precedente. De las toneladas exportadas, 1.142 corresponden al cupo de la denominada Cuota Hilton que esta compañía obtuvo bajo la figura de grupo económico con su controlante SAIEP para el Ciclo Comercial 2016/2017.

El resultado del ejercicio económico finalizado el 30 de abril de 2017 arrojó una utilidad de 48.931.059 de pesos, comparativamente superior a la ganancia de 35.233.852 de pesos registrada al cierre del ejercicio anterior. Mientras que el resultado del periodo de doce meses iniciado el 1° de julio de 2016 y finalizado el 30 de junio de 2017 ascendió a 66.533.394 de pesos, que resultó también comparativamente superior a la ganancia de 43.656.686 de pesos registrada al cierre del mismo período del ejercicio anterior.

En sus relaciones con la Sociedad, Pampa Natural mantenía al cierre de su ejercicio económico anual un saldo a cobrar por ventas de 2.085.395 de pesos y una deuda financiera de 21.330.631 de pesos. A su vez, dichas cifras por el período de doce meses al 30 de junio de 2017 ascendían a 48.126.040 de pesos y 16.788.316 de pesos, respectivamente.

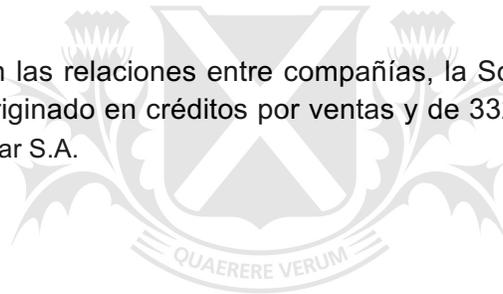
Con fechas 18 y 17 de octubre de 2017, respectivamente, las Asambleas de Accionistas de SAIEP y Pampa Natural S.A. han ratificado el compromiso previo de fusión. En virtud del mismo, los activos y pasivos de Pampa Natural SA se incorporan al patrimonio de SAIEP con efecto retroactivo al 1 de julio de 2017 y se le ha dado efecto a dicha fusión a partir del 1 de julio de 2017.

#### **2.2.4. Tarjetas del Mar SA**

Tenencia 98,8%. Es la Sociedad que opera la tarjeta La Anónima. Durante el último ejercicio SAIEP consolidó su participación accionaria en esta compañía, mediante la compra a Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. del 58,8% del paquete accionario de Tarjetas del Mar S.A. lo cual, sumado a la participación que la Sociedad ya poseía, eleva su tenencia al 98,8% del capital social.

Tarjetas del Mar S.A. cierra su ejercicio económico el 31 de diciembre de cada año. Al cierre del ejercicio finalizado en 2016 generó ingresos suficientes para solventar su nivel de gastos, culminando con una utilidad de 34.208 miles de pesos, 8,28% superior a la registrada al cierre del ejercicio anterior.

Al 30 de junio de 2017, en las relaciones entre compañías, la Sociedad mantenía un saldo de 454.703 miles de pesos originado en créditos por ventas y de 332 mil pesos originado en otros créditos con Tarjetas del Mar S.A.



### 3. Desarrollo cualitativo y funcionamiento del negocio

#### 3.1. Unidades de Negocios<sup>5</sup>

Las ventas de SAIEP están representadas por las siguientes principales unidades de negocios,

- 93,8% supermercados
- 5,7% frigoríficos
- 0,4% otros

En el segmento frigorífico, se exponen solo las ventas a terceros, tanto mercado interno como externo.

SAIEP vende mayormente alimentos que representan el 84% de la facturación, mientras que el 16% restante incluye electrónica, muebles y fitness. De la venta de alimentos, el 50% es perecederos y 50% no perecederos.

Mediante el canal de ventas “La Anónima Online” poseen un sistema de logística que les permite llevar productos específicos (electrónica mayormente) a sucursales que no cuentan con el surtido suficiente.

Si bien SAIEP es reconocida por su trayectoria y fuerte presencia regional de su cadena de supermercados, posee otras unidades de negocios menores reflejadas en el cuadro 4.

**Cuadro 4: SAIEP, Ventas del último ejercicio por Unidades de Negocios**

SEGÚN EECC A 30/06/2017					
	SUPERMERCADOS	FRIGORIFICOS	NEGOCIOS INMOBILIARIOS	TARJETA DE CRÉDITO	TOTAL
VENTAS	28.676.270	1.750.497	65.703	66.389	30.558.859
PORCENTAJE	93,8%	5,7%	0,2%	0,2%	100,0%

(VENTAS EN MILES DE PESOS)

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP.

<sup>5</sup> Según Balances SAIEP a 30/06/2017.

**Cuadro 5: SAIEP, Porcentaje de ventas por Unidades de Negocios**

VENTAS POR UNIDADES DE NEGOCIOS						
	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017	30/12/2017
Supermercado	96,0%	96,2%	96,3%	94,6%	93,9%	93,6%
Frigorífico	3,7%	3,6%	3,5%	5,2%	5,7%	6,2%
Otros	0,3%	0,3%	0,3%	0,2%	0,4%	0,2%
<b>TOTAL</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

*Elaboración propia en base a balances consolidados SAIEP.*

### 3.1.1. Supermercados<sup>6</sup>

Actualmente, la sociedad en su conjunto posee 166 sucursales, contando los supermercados Quijote, Topsy y Bomba, más 4 patios de comida, bajo el nombre de Súper Quick, adyacentes a supermercados La Anónima.

Constituye el principal negocio de la empresa. Concentra sus operaciones en la región Patagónica, y las provincias de Córdoba, La Pampa, Buenos Aires, Santa Fe y Corrientes. Los locales tienen una superficie que oscila entre 200m<sup>2</sup> y 6.000m<sup>2</sup>, siendo el promedio de 1183 m<sup>2</sup> por local. El 70% de los locales de la compañía son propios.

**Cuadro 6: SAIEP, evolución de sucursales, cajas, áreas de ventas, depósitos, estacionamientos, y operaciones en supermercados**

	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017
SUCURSALES	154	158	161	162	166
CAJAS	1.366	1.374	1.555	1.572	1.597
OPERACIONES	67.860.290	70.643.828	73.336.849	75.927.295	74.039.899
ÁREA DE VENTAS (M2)	172.081	174.600	189.915	191.456	196.457
DEPÓSITOS Y TRASTIENDAS (M2)	225.093	226.773	247.644	249.680	254.663
PLAYAS DE ESTACIONAMIENTO (M2)	289.843	295.550	325.441	336.251	347.105

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP.*

<sup>6</sup> Fuente: Balances y Memorias SAIEP. Fitch Ratings. S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia (SAIEP), 22 de febrero de 2018.

Por alta competencia y malas experiencias anteriores no tienen sucursales en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires ni tampoco proyectan tenerlas.

La empresa comercializa con marca propia denominada “La Anónima” una lista de más de 200 productos de elaboración propia y de terceros de origen nacional, que le permite obtener una mejor relación calidad/precio, cubriendo los rubros de lácteos, embutidos, congelados, panificación, conservas, perfumería, almacén, limpieza, etc.

Posee un Centro de Feteado, el cual se trata de una planta de procesamiento centralizada, ubicada en Ituzaingó, GBA Oeste, que cuenta con estrictos controles de calidad y abastece a todas las sucursales. Permite procesar fiambres, quesos y mejorar las condiciones sanitarias. Tiene capacidad para cortar entre 12.000 y 14.000 kilos de fiambres por día.

En 2004 SAIEP adquirió el 100% de las acciones de Supermercados Quijote, que contaba con su sede central en la ciudad de Rafaela, provincia de Santa Fe, y 6 sucursales ubicadas en Rafaela, Esperanza, San Jorge, y San Justo. En julio de 2006 se produjo la fusión por absorción. Dada la tradición de las mismas en las localidades descriptas, sus locales conservaron la marca comercial.

En febrero de 2015, SAIEP adquirió el fondo de comercio del Centro Distribuidor del Comahue S.A, consistente en 25 supermercados bajo la marca “Topsy” y “Bomba”, ubicados principalmente en la ciudad de Neuquén y presencia en Cipolletti, General Roca, Villa Regina, Cinco Saltos, Plottier, Cutral-Có y Zapala. Asimismo, se celebraron contratos de locación con los titulares de los inmuebles donde funcionan dichos supermercados y depósito, a fin de garantizar a la sociedad el derecho al local. El precio por la transferencia del fondo de comercio ascendió a la suma de 47 millones de pesos e incluyó los bienes de uso, las instalaciones, el equipamiento comercial e informático y de comunicaciones, la transferencia de las marcas Topsy y Bomba, el compromiso asumido por la sociedad transmitente de no desarrollar negocios en competencia con el fondo de comercio adquirido por el término de 2 años, la transferencia de los contratos de trabajo vigentes a la fecha de la transacción correspondientes a la totalidad de su personal en relación de dependencia (978 empleados), el derecho a los locales, la clientela, la transferencia de las habilitaciones comerciales y demás elementos que integran el fondo de comercio objeto de transferencia. Los activos adquiridos en esta operación fueron registrados a su valor razonable de acuerdo con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF)<sup>7</sup>, lo que generó una llave de negocio que se expone en el rubro activos intangibles. Además, se incluyeron en la transferencia mercaderías por la suma de 15

---

<sup>7</sup> Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), también conocidas por sus siglas en inglés como IFRS (International Financial Reporting Standards), son estándares técnicos contables adoptadas por el La Junta de Normas Internacionales de Contabilidad (International Accounting Standards Board o IASB por sus siglas en inglés), institución privada con sede en Londres. Las NIIF han sido adoptadas en Argentina para la preparación de los estados financieros de las entidades cotizantes en el año 2012, aunque ciertas entidades que aceptan criterios contables de otros organismos de contralor (entre ellas, los bancos cotizantes) aún están exceptuadas de cumplirlas.

millones de pesos. El fondo de comercio adquirido se transfirió libre de todo tipo de pasivo o deuda de causa o fecha anterior al día de efectiva transferencia, como así también libre de embargos, hipotecas, gravámenes y restricciones de todo otro tipo.

**Gráfico 4: SAIEP, distribución geográfica de sucursales**



Elaboración propia. Fuente: Web site SAIEP.

### 3.1.1.1. Logística y Distribución

Es una de las ventajas competitivas de la sociedad, ya que cuentan con 10 Centros Regionales de Distribución que abastecen diariamente a los puntos de venta propios y de terceros repartidos en la zona Sur y Centro del interior del país, y dos Bases de Transferencia de carga, ubicadas en Ituzaingó, Provincia de Buenos Aires y Mendoza, que vinculan a los proveedores con la red. En la base de Ituzaingó se realizaron importantes inversiones. Se han ampliado en un 80% las áreas de “Cross Docking”<sup>8</sup>, un 120% las áreas de Almacenamiento de Temperatura media y un 100% la de Congelados. Para Tierra del Fuego, han desarrollado un centro adaptado al movimiento y descarga de contenedores marítimos y terrestres, y de este modo optimizar el costo de transporte utilizando el buque como medio alternativo. Para ello, SAIEP resolvió la constitución de una nueva sociedad denominada Patagonia Logística SA.

Los Centros Regionales de Distribución están a cargo de un gerente regional o zonal que cuenta con un considerable grado de autonomía en lo relativo a la conducción de su respectiva región/zona y reporta a la gerencia comercial de la sociedad. La mayor parte de los gerentes regionales/zonales actualmente provienen de otras cadenas de supermercados.

### 3.1.1.2. Clientes

Presenta una cartera con alta atomización y mínimo riesgo de incobrabilidad, ya que se trata de bienes de consumo masivo demandado por el público en general.

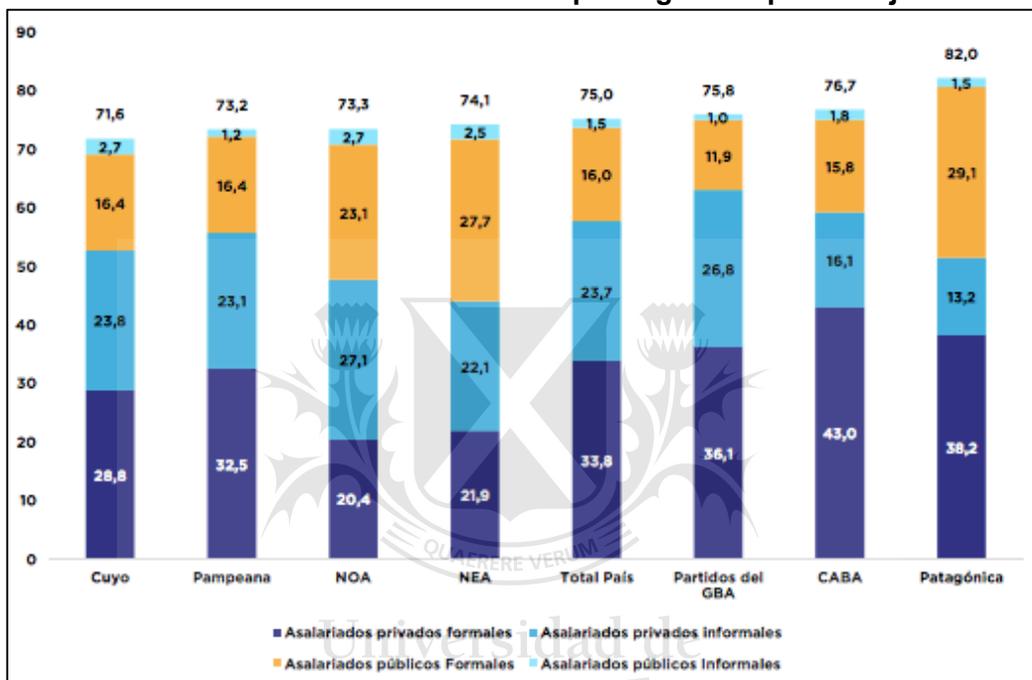
En cuanto al mercado laboral en la Patagonia, donde el empleo público es relativamente importante, ocurre algo distinto al NEA y el NOA, ya que la formalidad en el sector privado también es elevada, lo cual se explica por la predominancia de sectores intensivos en capital, tales como el petrolero, en donde la informalidad es prácticamente nula. La elevada tasa de asalarización<sup>9</sup> de la Patagonia (82%) obedece a que tiene la mayor proporción de asalariados

<sup>8</sup> Cross Docking es un Sistema de distribución en el cual la mercadería recibida en el depósito o centro de distribución no es almacenada sino preparada inmediatamente para su próximo envío. Es la transferencia de las entregas desde el punto de recepción directamente al punto de entrega, con un período de almacenaje limitado o inexistente. El Cross Docking se caracteriza por manejar plazos muy cortos. Es crucial una sincronización precisa de todos los embarques entrantes y salientes.

<sup>9</sup> Una dimensión relevante a la hora de describir la inserción de las personas en el mercado de trabajo es la modalidad de contratación. A grandes rasgos, la discusión suele centrarse entre trabajadores asalariados e independientes (de los cuales, el grueso son los llamados “cuentapropistas” y el resto los empleadores – “patrones”- y trabajadores familiares sin remuneración). Las modalidades ocupacionales, sin embargo, no se agotan en la distinción asalariado-independiente. En países como la Argentina son igualmente relevantes otras dos distinciones: público-privada, y formal-informal. La formalidad de la relación laboral se aproxima a partir del descuento o no de aportes jubilatorios en los asalariados.

públicos de todo el país (30,6%) y a la segunda mayor tasa de asalariados registrados privados (38,2%), reflejo de un perfil productivo con fuerte importancia del sector petrolero, caracterizado por niveles de informalidad casi nulos (Gráfico 5)<sup>10</sup>.

**Gráfico 5: Tasa de asalarización por región en porcentajes**



Fuente: Elaborado por Eduardo Levy Yeyati, Martín Montane y Daniel Schteingart, para el programa Argentina 2030 de la Jefatura de Gabinete de Ministros de la Argentina.

Por lo tanto, se observa una alta dependencia en la región Patagónica de dos sectores que traccionan la economía y empleo, el empleo público y el sector petrolero.

### 3.1.1.3. Proveedores

La empresa maneja una canasta de compras de mas de 15.000 productos distintos, teniendo una gran amplitud de proveedores de todos los sectores como ser Nestlé, Molinos Río de la Plata, Águila, Bagley, Kraft, Quilmes y también un conjunto de empresas regionales de

<sup>10</sup> Fuente: Elaborado por Eduardo Levy Yeyati, Martín Montane y Daniel Schteingart, para el programa Argentina 2030 de la Jefatura de Gabinete de Ministros de la Argentina.

productos “típicos”. Entre estos últimos se destacan Cabañas Micó (dulces regionales de El Bolsón), Levín (miel), y Bertolini (tapas de empanadas). Los altos volúmenes de compra le permiten tener un fuerte poder de negociación al momento de acordar precios y condiciones de pago.

El poder de negociación con los proveedores ha aumentado con el proceso de concentración y crecimiento de las cadenas de supermercados. A través del enorme poder de compra los supermercados exigen a sus proveedores una buena relación precio-calidad, provisión regular y una salida de productos que justifique su espacio en góndola. El dominio regional de la sociedad en virtud del volumen de compras y redes de distribución le permite obtener descuentos por cantidades. Como muchas de las decisiones de compra se realizan precisamente frente a las góndolas<sup>11</sup>, para cerrar la negociación con los proveedores no sólo se discuten cantidades y precios sino también exhibiciones especiales (islas, pilas, exhibidores), publicidad, posiciones en las góndolas y venta de punteras.

Por otra parte, algunos productores de artículos de marca se ven afectados por la aparición de las marcas propias, que han provocado un crecimiento del poder de los canales de distribución sobre una porción del sector industrial. Los rubros más comunes son panadería, rotisería, pastas, repostería y comidas rápidas. Los productos de elaboración propia tienen relevancia para el supermercadista porque le permiten mejorar su imagen e independizarse de algunos proveedores, además de obtener un mayor margen de utilidad. Según la consultora Kantar Worldpanel la penetración de la marca propia dentro del rubro supermercados en Argentina es del 6%.

### 3.1.2. Frigoríficos<sup>12</sup>

En octubre de 2002, La Anónima adquirió un frigorífico de 16.000m<sup>2</sup> cubiertos ubicado en Salto, provincia de Buenos Aires. La inversión fue considerada como estratégica por el valor agregado que provee, al asegurar el autoabastecimiento de carnes y la apertura del negocio de la exportación.

El 28/10/2013 concretó la adquisición de la totalidad del paquete accionario de Pampa Natural SA, una sociedad radicada en la Provincia de La Pampa y dedicada a la industria frigorífica, titular de una moderna planta ubicada en la localidad de Speluzzi, que empezó a operar en el ejercicio 2015.

Durante el ejercicio terminado en junio del 2017 en la planta frigorífica de la Sociedad ubicada

<sup>11</sup> Según estudio de comportamiento del consumidor elaborado por consultora Nielsen, se estima que el 86% de las decisiones de compra se toman en el punto de venta

<sup>12</sup> Fuente: Balances SAIEP

en la localidad de Salto se faenaron 127.675 cabezas (lo cual muestra un leve retroceso si se las compara con las 137.374 cabezas faenadas en el ejercicio anterior); por su parte, la planta ubicada en Speluzzi, faenó 94.805 cabezas durante el periodo julio 2016 - junio 2017, lo cual representa un incremento del 17,15% si se lo compara con las 80.923 cabezas faenadas durante el período de comparación (julio 2015 - junio 2016). En consecuencia, la faena total considerando ambos frigoríficos fue de 222.480 cabezas al 30 de junio de 2017, versus las 218.297 cabezas faenadas al 30 de junio de 2016, lo cual representó un crecimiento del 1,92%.

A nivel de despostada (esto es, carne procesada lista para comercialización, libre de desechos como cuero, huesos, excedentes de grasa de cobertura), entre el 1° de julio de 2016 y el 30 de junio de 2017, se despostaron entre ambas plantas un total de 36.757 toneladas de producto terminado versus las 36.528 toneladas del período anterior, lo cual representó un incremento del 0,63%. De las toneladas despostadas en el periodo julio 2016 – junio 2017, 20.595 tn. corresponden al Frigorífico Salto mientras que las restantes 16.162 tn. fueron despostadas en la planta de Pampa Natural.

En lo relativo a las exportaciones, cabe mencionar que la Sociedad dio cumplimiento a la totalidad del cupo de Cuota Hilton que le fue asignada, comenzó a exportar a China y las exportaciones con destino a Israel sufrieron una caída; así, durante el ejercicio 2015- 2016 se exportaron un total de 11.120 toneladas entre ambos frigoríficos, mientras que en el ejercicio cerrado en junio de 2017 se exportaron 12.895 toneladas, es decir un 15,96% más. Ello, medido en dólares, representó para el ejercicio 2016-2017, exportaciones en conjunto por la suma de U\$S 79.409.653, un 5,37% más que el ejercicio precedente.

Asimismo, durante 2017 se obtuvieron las habilitaciones para exportar al mercado chileno (segundo mercado de carne enfriada en importancia para las exportaciones argentinas, después del mercado europeo).

**Cuadro 7: SAIEP, Producción Frigorífica**

	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017
FAENA (CABEZAS)	176.264	218.297	222.480
DEPOSTADA (TONELADAS)	27.215	36.528	36.757
EXPORTACIONES (TONELADAS)	7.779	11.120	12.895
EXPORTACIONES (USD)	60.790.994	75.360.234	79.409.563

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP.*

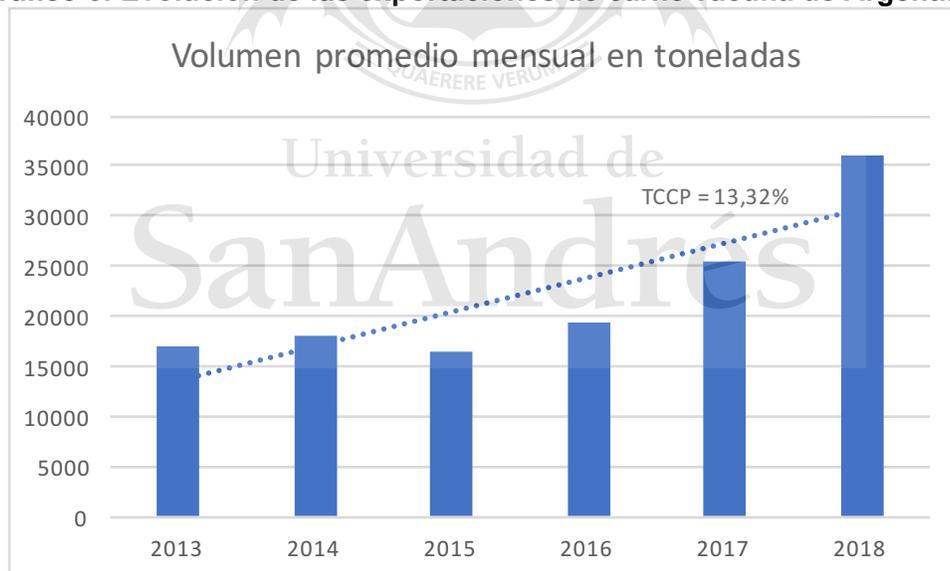
Es relevante mencionar que el crecimiento del segmento frigorífico en cuanto a volumen entre el ejercicio 06/2015 y 06/2016 ha estado estrechamente vinculado con la puesta en marcha de la planta de Speluzzi.

Los frigoríficos le permiten a SAIEP generar flujo de fondos nominado en dólares, lo cual le otorga a la empresa financiamiento a tasas bajas.

### 3.1.2.1. Panorama nacional: exportaciones de carne argentina<sup>13 14</sup>

En 2017 las exportaciones de carne bovina rondaron las 208 mil toneladas producto, creciendo un 35% en términos interanuales y consolidando el cambio de tendencia observado en el año previo. Además, se ubicaron en el nivel más alto de los últimos 8 ejercicios (2010/2017). De este total SAIEP participa con sus frigoríficos en un 5% aproximadamente.

**Gráfico 6: Evolución de las exportaciones de carne vacuna de Argentina<sup>15</sup>**



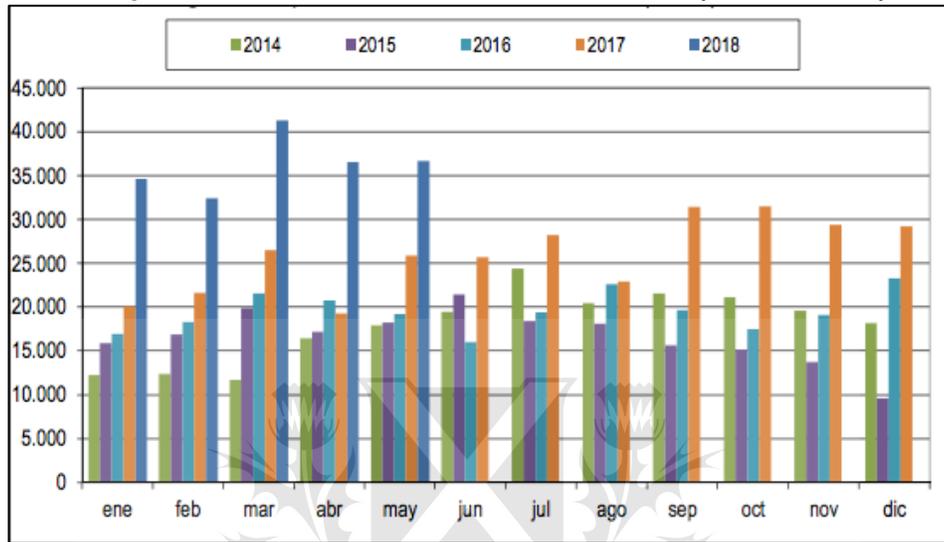
Fuente: Instituto de Promoción de la Carne Vacuna Argentina

<sup>13</sup> Fuente: IERAL. Año 24 – Edición N° 169 – 28/02/2018 “LA CADENA BOVINA RETOMA SU PROTAGONISMO INTERNACIONAL” por Juan Manuel Garzón y Nicolás Torre.

<sup>14</sup> Informes del Instituto de Promoción de la Carne Vacuna (IPCV)

<sup>15</sup> Durante el año 2017, se registraron exportaciones de carne bovina enfriada, congelada y procesada por 208 mil toneladas peso producto. Utilizando los factores de conversión a toneladas res que habitualmente usa el Ministerio de Agricultura, Ganadería, Pesca y Alimentos de la Nación, se exportaron durante el período alrededor de 311 mil toneladas equivalente res con hueso. Factores de conversión de tonelada peso producto a tonelada res con hueso: carne enfriada o congelada con hueso 1,05; carne enfriada o congelada sin hueso 1,5; carne procesada 2,5. Fuente: Instituto de Promoción de la Carne Vacuna Argentina.

**Gráfico 7: Exportaciones de carne vacuna – Volumen (tonelada res) mensual**



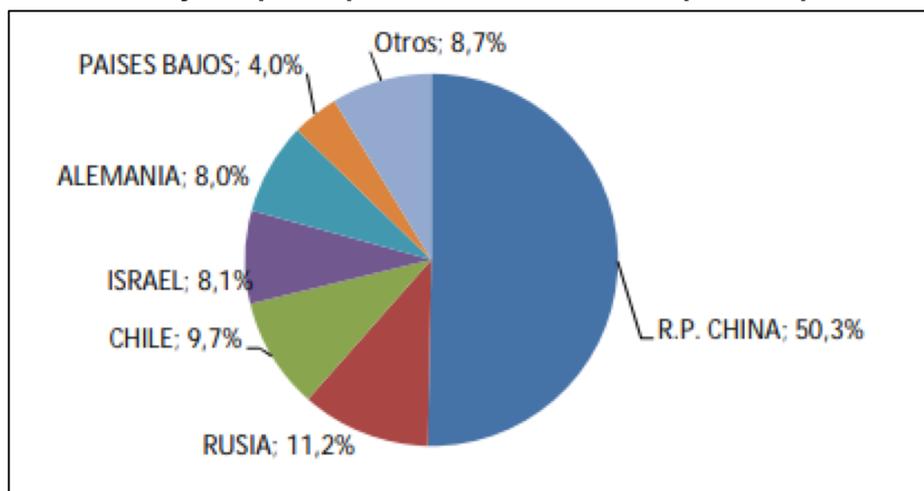
Fuente: Instituto de Promoción de la Carne Vacuna Argentina.

Un conjunto de factores sostienen este ciclo de recuperación y auge. Pero se destacan particularmente dos.

Primero, la política comercial del gobierno. La cadena enfrentaba un impuesto a las exportaciones de carne fresca y congelada hasta fines de 2015, del orden del 15% del valor FOB por tonelada de producto exportada. También había sufrido intervenciones en los volúmenes exportables. El nuevo gobierno eliminó el impuesto y liberó las exportaciones. A su vez a comienzos de 2017 se reestableció el mecanismo de reintegros a las exportaciones de carnes bovinas.

El segundo factor es la firmeza de la demanda China, que tiene la potencia de absorber volúmenes crecientes a precios relativamente estables o incluso ligeramente crecientes. El país asiático se quedó con el 46,3% de los envíos argentinos de 2017, cuando en 2012 era menor del 1%. En el gráfico 6 se detalla la participación por destino durante el período enero-mayo 2018.

**Gráfico 8: Porcentaje de participación en el volumen exportado por destino 2018**



Fuente: Instituto de Promoción de la Carne Vacuna Argentina.

Un aspecto muy importante del proceso en curso es que la cadena se encuentra generando volúmenes exportables bajo una fase de ciclo ganadero "en equilibrio", tal como sucediera durante el período 2004-2006, con una participación de hembras en faena que no ha superado el 45%, y que, por ende, no compromete a priori el tamaño del rodeo de vacas/vientre.

El cambio de escenario para los frigoríficos exportadores queda claramente reflejado en la evolución de los márgenes brutos de exportación que estima IERAL, que muestran una gran recuperación a partir del 2016, que se sostiene en 2017 y también en el primer mes de 2018.

En 2017 los márgenes brutos de exportación se mantuvieron en buen nivel (en perspectiva a los observados en los últimos 10 años) por una combinación de circunstancias: a) precios internacionales (cortes de carne) sostenidos o crecientes; b) valores locales de hacienda estabilizados en dólares; c) una leve suba de los reintegros a la exportación de 4,0% a 5,8%.

Se destaca la mejora en el margen bruto de exportación de los envíos a países de ingresos medios-bajos (China, Rusia). De acuerdo a las estimaciones, en 2016 el valor de esta integración se encontraba 20,6 pesos por encima del costo implícito de la hacienda (pesos por kilo, a precios constantes de enero de 2018), con un margen bruto equivalente al 32% del costo de la hacienda requerida. En 2017 este diferencial se ubicó en 23,5 pesos por kilo, con un margen bruto equivalente al 41% del costo de la hacienda.

Hay elementos para ser optimistas respecto de la continuidad del proceso de expansión de las exportaciones en 2018. Los márgenes se encuentran en un buen nivel y los factores que podrían afectarlos negativamente como ser una desaceleración de la demanda de los países de ingresos medios/bajos que hiciera retroceder los precios internacionales o una suba muy

fuerte del precio en dólares de la hacienda local, parecen remotos o lucen hoy con baja probabilidad de ocurrencia.

En relación al precio de la hacienda, es importante advertir que éste se encontraba en un nivel muy bajo a comienzos de 2018, no tanto su valor en dólares sino su poder de compra de bienes y servicios locales el cual es el más bajo desde mediados / fines de 2009. Esto indica que la hacienda ha seguido al dólar, pero el dólar ha quedado rezagado respecto de otros precios de la economía (apreciación cambiaria).

En el mes de febrero la hacienda gorda acumuló una suba de entre 7% y 10% según categorías (Mercado de Liniers), lo que permitiría, según la situación de cada productor, recuperar valor de compra perdido en el mercado interno y/o afrontar los mayores costos que ha disparado la sequía sufrida a principios de año.

Por detrás de esta suba de la hacienda, está seguramente la depreciación del tipo de cambio observada en los meses de enero y febrero (+12% acumulado) y la consecuente mejora de los márgenes de exportación; con un tipo de cambio más alto los exportadores pueden validar precios superiores de los animales sin dañar el margen de su negocio.

Los párrafos precedentes están en línea con las expectativas de la firma, siendo que en la memoria del balance proyectan un aumento del 15% en los volúmenes exportados de carne y una mejora general en la unidad de negocios y segmento frigorífico. Ante el panorama del consumo en general, frigorífico y sector supermercados en particular, se estima que la facturación y la proporción en las ventas de SAIEP de la unidad de negocios frigorífica seguirá en aumento.

SanAndrés

### **3.1.3. Paseo de la Patagonia**

Ubicado en la Ciudad de Neuquén, en diciembre de 2012 reabrió sus puertas. Se trata de un centro comercial con el atractivo y servicios de un shopping, con 55 locales comerciales en 25.000m<sup>2</sup>. A último balance cerrado a 31/06/2017 generó ventas (alquileres) que representaron el 0,2% de las ventas totales de SAIEP.

### **3.1.4. Tarjetas del Mar SA**

Durante el mes de marzo de 2017, SAIEP adquirió a Banco de Galicia y Buenos Aires S.A. el 58,8% del paquete accionario de Tarjetas del Mar S.A., sociedad que opera Tarjeta La Anónima y de la que ya era titular del 40% desde el 2014. Dicha compraventa accionaria se decidió en la convicción de que la tarjeta es una herramienta estratégica para seguir desarrollando los medios de pago en canales de venta tradicionales y online y, además, como medio de fidelización, brindando un servicio financiero diferencial para mejorar la experiencia del cliente y generar sinergias entre ambas compañías.

Tarjeta La Anónima alcanzó más de 155.000 cuentas activas a junio de 2017. En la actualidad, emite más de 137.800 resúmenes de forma mensual, mientras que la cartera total de créditos a junio de 2017 alcanzó los 1.360 millones de pesos.

Cuenta con 80 centros de atención a clientes con presencia física y más de 130 módulos de atención telefónica. Algunas localidades son atendidas mediante operativos de venta, sumado a otros canales de contacto tales como una página web de gestión propia, IVR telefónico, SMS y las redes sociales de Supermercado La Anónima.

La firma continuó accediendo al mercado de capitales; en tal sentido, en el mes de mayo de 2017 Tarjetas del Mar SA emitió y colocó bajo el Régimen de Oferta Pública, una segunda clase de Obligaciones Negociables por un total de 310.376.585 pesos valor nominal, optimizando así sus costos y plazos de financiamiento. La primera emisión se realizó en febrero de 2016 por 150.000.000 de pesos valor nominal y tuvo vencimiento en 08/2017.

Tarjeta La Anónima acompaña el crecimiento del canal de venta digital de la Sociedad, “La Anónima On Line”, con una participación promedio de aproximadamente el 50% de la facturación del canal.

A 31/06/2017 reportó al grupo ventas (ingresos por comisiones) que representaron el 0,2% del total de SAIEP.

### 3.2. Inversiones<sup>16</sup>

La firma presenta una continuada y sostenida política de inversiones y expansión de red de sucursales. A continuación, se exponen las principales inversiones de los últimos 5 ejercicios.

#### **Junio de 2013**

Se realizaron las siguientes inauguraciones,

- Playa Unión, Provincia de Chubut. Superficie de 1.090 metros cuadrados de área de ventas, 2.800 metros cuadrados de estacionamiento y 10 cajas.
- Trenque Lauquen, Provincia de Buenos Aires. La misma cuenta con una superficie de 825 metros cuadrados de área de ventas, posee 10 cajas y un pequeño sector destinado a estacionamiento.
- Las Grutas: primera sucursal en esta ciudad balnearia de la Provincia de Río Negro. El local cuenta con un área de ventas de 720 metros cuadrados, dispone de 10 cajas y una playa de estacionamiento para 98 vehículos.
- Gaiman, Provincia de Chubut, con una superficie de 1.090 metros cuadrados, 8 cajas y estacionamiento para 71 vehículos.
- Centenario, Provincia de Neuquén. Este nuevo supermercado cuenta con un área de ventas de 1.600 metros cuadrados, 10 cajas y estacionamiento para 84 vehículos.
- Río Colorado, Provincia de Río Negro. El local tiene una superficie de 1.520 metros cuadrados de área de ventas, 10 cajas y una playa de estacionamiento con capacidad para 110 vehículos.
- Tolhuin, primera sucursal en esta ciudad de la provincia de Tierra del Fuego. El nuevo supermercado cuenta con 1.090 metros cuadrados de área de ventas, 6 cajas y una playa de estacionamiento para 100 vehículos.
- Perito Moreno, Provincia de Santa Cruz. El local cuenta con 1.470 metros cuadrados de área de ventas, 10 cajas y estacionamiento para 160 vehículos.
- Choele Choel, nueva sucursal en esta ciudad de la provincia de Río Negro. El local cuenta con una superficie de 1.470 metros cuadrados de área de ventas, 10 cajas y estacionamiento para 155 vehículos.
- San Martín de los Andes, Provincia de Río Negro. El local cuenta con una superficie de 810 metros cuadrados, 8 cajas y estacionamiento para 120 vehículos.

---

<sup>16</sup> Fuente: Balances SAIEP. Se trata de Inversiones en Capital (Capital Expenses, CAPEX).

## Ampliaciones y remodelaciones

- Paseo de la Patagonia: en diciembre de 2012 reabrió sus puertas, totalmente ampliado y renovado, el Paseo de la Patagonia. El tradicional complejo se transformó en un gran centro comercial con el atractivo y los servicios de un shopping de primer nivel. Los cuatro pisos del Paseo, interconectados por ascensores, rampas y escaleras mecánicas, permitieron aumentar de 27 a 55 el número de locales comerciales, dentro de una superficie de aproximadamente 25.000 metros cuadrados. Por otro lado, en el hipermercado La Anónima, integrado con el centro comercial, se renovaron las góndolas y ampliaron sectores. Es importante destacar la integración del supermercado con el centro comercial.
- Rawson: volvió a abrir sus puertas la sucursal de esta ciudad de la provincia de Chubut, tras el incendio sufrido en diciembre de 2012. El local fue ampliado y remodelado, alcanzando una superficie de aproximadamente 1.225 metros cuadrados de área de ventas y 12 cajas. Se amplió la trastienda, se acondicionaron los sectores de elaboración, los techos, las cámaras frigoríficas, y se renovaron por completo la instalación eléctrica y los sistemas de seguridad.

## Junio de 2014

### Inauguraciones,

- Río Gallegos: durante el primer trimestre del ejercicio bajo análisis se reinauguró la Sucursal 72 en la ciudad de Río Gallegos, Provincia de Santa Cruz. Se efectuó una importante ampliación y remodelación de este supermercado, llevándolo a casi 3.000 m<sup>2</sup> de área de ventas.
- Se inaugura la quinta sucursal en la ciudad de Bariloche, Provincia de Río Negro, con un área de ventas de 1.144 m<sup>2</sup>, 10 cajas, playa de estacionamiento para 107 vehículos.
- Se inaugura una nueva sucursal en Caleta Olivia, Provincia de Santa Cruz; la tercera en esta ciudad. Cuenta con 1.200 m<sup>2</sup>, 8 cajas y playa de estacionamiento para 90 vehículos.
- En Sarmiento, Provincia del Chubut, se amplió la sucursal existente a una superficie que triplica la anterior, contando con un área de ventas de 852 m<sup>2</sup>, 10 cajas y playa de estacionamiento para 13 vehículos.

Remodelaciones y ampliaciones,

- En la Base de Transferencias de Ituzaingó se llevaron a cabo la mayor parte de las obras del proyecto de ampliación del área de productos refrigerados, lo que implica un importante crecimiento en las áreas de Cross-Dock (+80%), Almacenamiento de Temperatura Media (+120%) y Congelados (+100%).
- Río Gallegos, Provincia de Santa Cruz. Se remodela y amplía la sucursal 43.

### **Junio de 2015**

Inauguraciones,

- Se realizó apertura de la séptima sucursal en Comodoro Rivadavia, Provincia de Chubut. Área de ventas de 1063 m<sup>2</sup>, 8 cajas y estacionamiento para 130 vehículos.
- Morteros, Provincia de Córdoba. Cuenta con 1377m<sup>2</sup> de área de ventas, 8 check outs y estacionamiento para 75 vehículos.
- Reapertura de la tercera sucursal en Caleta Olivia, Provincia de Santa Cruz, luego de haber sufrido un incendio. Tiene 1065 m<sup>2</sup>, 8 cajas y playa de estacionamiento para 90 vehículos.

Remodelaciones y ampliaciones,

- Las Heras, Santa Cruz. Se duplica el área de ventas pasando a tener 2395 m<sup>2</sup>, 24 cajas y estacionamiento para 182 plazas.
- Las Grutas, Provincia de Río Negro. Se amplía área de ventas a 1325 m<sup>2</sup> y se duplica la playa de estacionamiento con la incorporación de 100 cocheras.

Adquisiciones,

- El hito más importante de ese ejercicio fue la adquisición de las cadenas Topsy y Bomba, ubicados en Neuquén, cuyos detalles se expusieron en el apartado 3.1.1. precedente.

## **Junio de 2016**

### Inauguraciones,

- Se incorporó una nueva boca de expendio en la localidad de Lago Puelo, ubicada en la Provincia del Chubut, la cual cuenta una superficie de 1.290m<sup>2</sup> de área de ventas, 8 cajas y estacionamiento para 100 vehículos.

### Remodelaciones y ampliaciones,

- se realizó una importante inversión en la planta de panificados que SAIEP tiene ubicada en la ciudad de Rafaela, Santa Fe, a fin de permitir el aprovechamiento de la logística inversa, que implica que los camiones que llegan dos veces por semana a Rafaela con mercadería refrigerada regresan a la Base de Transferencia (Ituzaingó) con los panificados ultra congelados, y desde allí parten semanalmente a las sucursales para su distribución.
- La sede de la Dirección General, emplazada en la localidad de Ituzaingó, tuvo importantes reformas y ampliaciones edilicias. Se realizaron remodelaciones en varias de las sucursales de Topsy adquiridas durante el ejercicio anterior. Las inversiones implicaron renovación de equipamiento y de instalaciones eléctricas, provisión de equipos generadores de energía y lay-out.

### Adquisiciones,

- Asimismo SAIEP adquirió un supermercado en Puerto Santa Cruz, Provincia de Santa Cruz

## **Junio de 2017**

### Inauguraciones,

- Puerto Santa Cruz, Provincia de Santa Cruz, adquirida en el ejercicio anterior, la cual cuenta con 680 metros cuadrados de salón de ventas y 6 cajas.
- Cutral-Co, Provincia de Neuquén, se cerró la sucursal adquirida dentro de la red Topsy para inaugurar un nuevo local el cual cuenta con 1.100 metros cuadrados de área de ventas y aproximadamente 2.000 metros cuadrados de estacionamiento, con capacidad para 80 vehículos.
- 9 de Julio, Provincia de Buenos Aires, se inauguró una sucursal con 999 metros cuadrados de área de ventas, estacionamiento para 80 vehículos, y 8 cajas.
- Marcos Juárez, Provincia de Córdoba, se inauguró un local de 1.305 metros

cuadrados de superficie de ventas, ofrece estacionamiento para 144 vehículos y 9 cajas.

- Cinco Saltos, Provincia de Río Negro se inaugura local de 1.596 metros cuadrados de área de ventas, estacionamiento para 144 vehículos y 10 cajas.

Remodelaciones y ampliaciones,

- Se continúa con la ampliación en la sede de la Dirección General, donde se inauguró el edificio conector, que une el antiguo edificio de oficinas con el más nuevo. Se edificaron 500 metros cuadrados compuestos por una nueva recepción, sanitarios para hombres y mujeres y diez salas de reuniones de diferentes dimensiones que son acústicas e insonorizadas. En todos los sectores se utilizaron materiales de última generación y se invirtió en el sistema de calefacción y refrigeración VRV de bajo consumo para alcanzar una alta funcionalidad del edificio.

**Cuadro 8: SAIEP, Ventas e Inversiones en Capital (CAPEX)**

	2012	2013	2014	2015	2016	2017
VENTAS	7.671	9.794	13.422	18.742	24.890	30.559
CAPEX	211	278	317	481	328	547
% CAPEX sobre VENTAS	2,7%	2,8%	2,4%	2,6%	1,3%	1,8%

Fuente: elaboración propia. En millones de pesos.

**Cuadro 9: SAIEP, Evolución de Ventas e Inversiones en Capital**

	2013	2014	2015	2016	2017	TCCP
EVOLUCIÓN VENTAS	28%	37%	40%	33%	23%	32%
EVOLUCIÓN CAPEX	32%	14%	52%	-32%	67%	21%

Fuente: elaboración propia.

Las inversiones como porcentaje de ventas oscilaron entre el 1,3% y el 2,8% en los últimos 6 años, siendo el promedio de 2,3%. El mismo ha caído en los últimos 2 ejercicios de manera considerable respecto a los 4 ejercicios anteriores en línea con la caída del consumo y ventas.

Además se observa según cuadros subsiguientes como los porcentajes de Inversiones en CAPEX con relación a las ventas de SAIEP están en línea con el resto de la industria.

**Cuadro 10: Inversiones en Capital: Walmart SA, INC SA, Coto SA**

<b>WALMART SA, INVERSIONES EN CAPITAL</b>						
Cifras en millones de pesos	2011	2012	2013	2014	2015	2016
VENTAS	7.383	9.763	12.896	17.481	23.015	28.174
CAPEX	-665	-608	-255	-262	-401	-371
% CAPEX sobre VENTAS	9,0%	6,2%	2,0%	1,5%	1,7%	1,3%
<b>Promedio CAPEX últimos 6 años 3,6%</b>						
<b>INC SA, INVERSIONES EN CAPITAL</b>						
Cifras en millones de pesos	2011	2012	2013	2014	2015	2016
VENTAS	14.195	17.705	22.356	30.657	38.750	46.705
CAPEX	-276	-551	-820	-954	-759	-693
% CAPEX sobre VENTAS	1,9%	3,1%	3,7%	3,1%	2,0%	1,5%
<b>Promedio CAPEX últimos 6 años 2,5%</b>						
<b>COTO SA, INVERSIONES EN CAPITAL</b>						
Cifras en millones de pesos	2012	2013	2014	2015	2016	2017
VENTAS	10.462	13.070	17.061	22.842	30.176	39.006
CAPEX	-182	-156	-446	-1.078	-898	-276
% CAPEX sobre VENTAS	1,7%	1,2%	2,6%	4,7%	3,0%	0,7%
<b>Promedio CAPEX últimos 6 años 2,3%</b>						

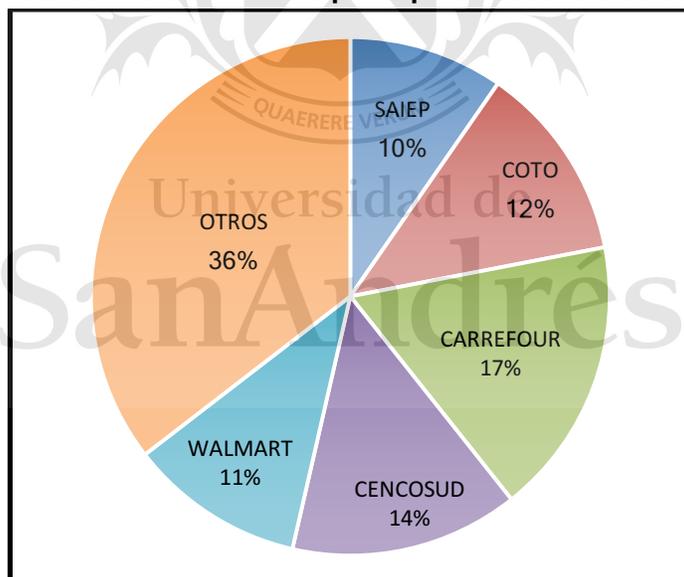
Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de las respectivas sociedades.

### 3.3. Competencia

El nivel de competencia entre las cadenas más importantes de supermercados se manifiesta a través de la apertura de nuevos locales, el ajuste en los márgenes de comercialización y la mayor profesionalización del sector.

El sector de supermercados<sup>17</sup> en América Latina presenta una alta concentración, en la mayoría de los países las grandes cadenas tienen una cuota de mercado superior al 70%<sup>18</sup>. En el caso de Argentina, este porcentaje es mayor al 80% debido principalmente a las grandes cadenas internacionales Carrefour, Cencosud (Jumbo/Vea/Disco) y Walmart (Walmart y Changomás), y por las nacionales Coto y SAIEP. Las empresas del exterior traen sus propias ideas y conocimientos, experiencia internacional y alta profesionalización.

**Gráfico 9: Cuota de mercado de las principales cadenas de supermercados**



*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de las firmas informadas.*

<sup>17</sup> El límite entre autoservicios y supermercados se conviene en general en un máximo de 2 cajas y 300 metros cuadrados para los primeros, considerándose por lo tanto supermercados a los comercios que superan el referido número de cajas y superficie. La encuesta de supermercados elaborada por el INDEC, releva mensualmente una nómina de empresas del sector que cuentan por lo menos con una boca de expendio cuya superficie de ventas supere los 300m<sup>2</sup>.

<sup>18</sup> Fuente: Market Structure, Growth and Competition in the Supermarket Sector in Latin America, Juan Delgado, 2015.

En los últimos años se observa un aumento en la cantidad de supermercados nucleados por la Cámara de Autoservicios y Supermercados de Residentes Chinos de Argentina (CASRECH) y la Cámara Empresarial de Desarrollo Argentino y Países del Sudeste Asiático (CEDEAPSA). No obstante, la penetración de los supermercados en Argentina al igual que en América Latina es baja si la comparamos con la de países más desarrollados. En Brasil, México y Chile las ventas de supermercados representan alrededor del 50% de la venta total de alimentos, en Estados Unidos y Europa occidental representan entre el 70% y 80%. En Argentina la penetración es del 30%, otorgándole gran potencial de crecimiento.

Específicamente en las plazas donde la Sociedad desarrolla sus actividades, siguieron ampliando fuertemente su presencia autoservicios nucleados por la Cámara de Autoservicios y Supermercados de Residentes Chinos, en especial en varias localidades de la Provincia de Buenos Aires y de la Provincia de Neuquén; por su parte, durante el último ejercicio la Cooperativa Obrera de Bahía Blanca inauguró un nuevo local en la ciudad de Cutral-Có, Provincia de Neuquén, dentro del marco de un plan de expansión en virtud del cual tiene previstas próximas inauguraciones en San Martín de los Andes, General Roca, Cipolletti, Neuquén y Viedma, ciudades todas ellas donde La Anónima opera. Asimismo, en el plano mayorista en 2016 Diarco inauguró un local en la ciudad de Caleta Olivia, Provincia de Santa Cruz mientras que Yaguar está próximo a abrir un supermercado mayorista en la ciudad de Trelew, Provincia del Chubut en el ejercicio en curso. Solo en algunas ciudades la compañía no tiene competidores de embergadura significativa. Carrefour (INC SA) es el competidor más importantes de SAIEP en la región patagónica.

**Cuadro 11: Evolución de ventas por cadena de supermercados**

	VENTAS ANUALES EN MILES DE PESOS					EVOLUCION
	2013	2014	2015	2016	2017	
SAIEP	9.794.226	13.422.185	18.741.673	24.890.464	30.558.859	312%
COTO	13.069.660	17.061.197	22.842.471	30.176.461	39.006.035	298%
CARREFOUR	22.356.205	30.657.508	38.750.341	46.705.132	55.024.741	246%
WALMART	12.896.358	17.480.613	23.015.259	28.174.082	34.733.592	269%
Supermercados	115.670.000	154.189.000	203.614.000	258.118.000	316.820.000	274%
<i>Walmart es estimado.</i>						
<i>Supermercados: Total del rubro según INDEC</i>						

Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de las firmas informadas

A pesar de ello, SAIEP posee una participación de mercado por encima del 60% en las regiones donde tiene actividad, y a nivel nacional una participación del 11%<sup>19</sup>. Según elaboración propia a 06/2017 tendría 9,6%, cruzando información de balances con información publicada por INDEC en su informe “Encuesta de Supermercados”.

<sup>19</sup> Fitch Ratings, SAIEP 04/12/2017

**Cuadro 12: Evolución de la cuota de mercado por cadena de supermercados**

	CUOTA DE MERCADO				
	2013	2014	2015	2016	2017
SAIEP	8%	9%	9%	10%	10%
COTO	11%	11%	11%	12%	12%
CARREFOUR	19%	20%	19%	18%	17%
WALMART	11%	11%	11%	11%	11%

*Fuente: Elaboración propia en base a estados financieros de las firmas informadas*

En el cuadro precedente se refleja la cuota de mercado de las principales cadenas. No se cuenta con cifras de Cencosud (Jumbo, Disco y Vea), pero se estima la participación del grupo en un 16%.

De los cuadros precedentes se desprende el crecimiento de SAIEP a nivel de ventas dentro del total de los supermercados (según la Encuesta de Supermercados elaborada por el INDEC), sino que también es la cadena de mayor crecimiento entre las principales.

Se observa sin embargo que en los últimos años, la caída de los salarios reales inclinó a los consumidores a modificar sus hábitos de compra y a acudir a otros canales de comercialización, tales como los autoservicios y comercios de proximidad. Esto potencia en mayor medida la competencia de los autoservicios, almacenes y tiendas de proximidad, que ostentan alrededor del 70% de las ventas de alimentos en Argentina. También, el crecimiento de las ventas en casas de electrodomésticos y hasta el comercio electrónico tendrían su efecto. La baja penetración de los supermercados en comparación con el resto de la región y con la de los países desarrollados, dejan margen a un alto potencial de crecimiento. En línea con esto hasta 2015 el market share de los supermercados ostentaba un crecimiento que con la caída de consumo se detuvo. Se estima que este potencial de crecimiento, combinado con los cambios de hábito en el consumo, equilibraran la balanza entre supermercados y resto de los canales de comercialización de alimentos, manteniendo relativamente estable el market share en el corto/mediano plazo.

La dirección de SAIEP considera que la Sociedad está preparada y en permanente búsqueda de oportunidades, innovación y mejoras para afrontar los niveles de competencia actuales y aquellos que se proyectan a futuro.

A continuación se muestra la distribución geográfica de las principales cadenas de supermercados argentinos comparables a SAIEP, salvo la cadena Carrefour, ya que la misma con sus 605 sucursales tiene participación en todas las regiones del país.

Gráfico 10: COTO (121 sucursales)



Fuente: Elaboración propia. Datos website Coto

Gráfico 11: WALMART/CHANGOMAS (95 sucursales)



Fuente: Elaboración propia. Datos website Walmart y Changomas.

Gráfico 12: CENCOSUD (JUMBO, DISCO Y VEA) (267 sucursales)



Fuente: Elaboración propia. Datos website Jumbo, Disco, Vea.

Como se puede observar, la competencia entre las principales cadenas se centra mayormente en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y alrededores.

## **4. Condiciones de mercado de consumo masivo: marco local e internacional<sup>20</sup>**

---

### **4.1. Contexto Internacional y Nacional**

En el plano internacional se vienen observando ciertas tendencias de comportamiento en el consumo que van en detrimento de los intereses del negocio supermercadista tal como lo conocemos hoy en día.

Por un lado, se observa una tendencia general en mercados no solo emergentes sino también desarrollados a concurrir a las tiendas de descuento y proximidad. Se observa un cambio de hábito importante en los consumidores, pasando de grandes compras semanales a pequeñas compras durante la semana. Esto se comenzó a observar con las recesiones y crisis ocurridas, mayormente a partir de 2008, a fin de evitar consumos superfluos e innecesarios, y se mantiene a pesar de la recuperación económica.

Otro factor importante, es el comercio electrónico, donde retailers globales como Amazon pueden disponer de sus beneficios para bajar precios y mejorar el servicio al cliente, presionando los márgenes de la cadena entera de retailers, las cuales de por si son ya bastante ajustadas comparados con los márgenes de Amazon.

Cuando en agosto de 2017 Amazon compró en Estados Unidos la cadena Whole Foods, con alrededor de 500 sucursales, las acciones de Walmart, Kroger y otras comparables se vieron negativamente afectadas. Uno de los motivos de estas caídas en los precios de las acciones era el anuncio por parte de Amazon de bajar los precios de varios de los productos ofrecidos en Whole Foods. A esta posibilidad en función de la liquidez del negocio de Amazon de remarcar precios a la baja, se le suma la experiencia en logística y sus mas eficientes canales de distribución hacia el consumidor final.

Entre las estrategias de los supermercados para competir contra estas nuevas tendencias de comercio electrónico se observa un mayor enfoque hacia los productos frescos, en líneas con las tendencias de consumidores de evitar productos manufacturados y elegir una dieta mas sana. Una de las oportunidades y desafíos es enfocarse y optimizar los canales de distribución y venta Online de este tipo de productos.

Otro desafío y objetivo a lograr es replantear la forma y el uso de los espacios dentro de los supermercados, con mejores y mas precisas proyecciones de demanda de los consumidores a fin de optimizar la cobertura de sus necesidades.

---

<sup>20</sup> Fuente: Informe Sectorial Deloitte 08/2016, Indec, Kantar Worldpanel.

Entre las principales tendencias que se observan en la industria a fin de competir con Amazon y otros retailers electrónicos se encuentran,

- a- Inteligencia Artificial, ayudando a predecir hábitos de consumo, y así ofrecer los productos requeridos por cada consumidor como así las ofertas que mas se adecuan a estos.
- b- Pedidos por voz. Tanto Amazon y Google ya disponen de estos dispositivos. En agosto de 2017 Amazon se asoció con Google para brindar el servicio a fin de que las órdenes de compra puedan ser tomadas mediante estos dispositivos sin necesidad de entrar a un ordenador.
- c- Cajas rápidas (“Scan, Bag & Go”). The Kroger anunció su programa Scan, Bag & Go a fin de minimizar los tiempos de los clientes en sus tiendas. Con una aplicación para dispositivos móviles se escanean los productos y se pagan automáticamente. Se espera que 400 de sus tiendas cuenten con la tecnología durante 2018. Similar cifra maneja Walmart.

Si bien a nivel local estamos aún lejos de una competencia tan directa por parte de firmas de comercio electrónico, la venta online de consumo masivo está en alza. El 7% de los hogares argentinos resuelve sus compras de consumo masivo vía Internet y se estima que el comercio electrónico representará el 10% del mercado global de consumo masivo en 2025. Argentina es el país que lidera las ventas online en la región latinoamericana donde el canal e-commerce representa el 0,8% de las ventas totales de consumo masivo<sup>21</sup>.

En cuanto a lo económico, la inflación durante el 2017 fue de 24,8% superando las expectativas iniciales del gobierno que la situaban en alrededor del 15%. Se destaca que en la región Patagónica, donde SAIEP tiene la mayor parte de sus operaciones, la inflación ha sido levemente menor tanto general (23,5%) como a nivel de precios de los artículos que comercializa la Sociedad.

El 2018 nuevamente comenzó con niveles inflacionarios superando las expectativas gubernamentales, quienes en diciembre de 2017 actualizaron la meta del 12% al 15% anual para todo el 2018. Sin embargo, las expectativas de mercado marcaban una inflación anual para 2018 de entre un 20% y 25% a principios de año. Para junio de 2018, tras fuertes devaluaciones del peso e inflación que no cede, por traslados de costos, salarios, transporte y combustibles principalmente, ya había expectativas de inflación que se situaban mayormente entre el 25% y 30%, y algunas por encima del 30%.

La pugna por los salarios en lo que va de 2018 ha mermado el poder adquisitivo de los trabajadores, en la mayoría de las actividades. Las paritarias cerradas hasta el momento han

---

<sup>21</sup> Fuente: “El futuro del e-commerce”, IV Edición, Kantar Worldpanel.

sido por debajo de la inflación del año anterior y muy por debajo de la inflación proyectada para 2018. Aunque muchos de los acuerdos paritarios contienen cláusulas de revisión, las mismas no son cláusulas gatillo automáticas como se pactaron en varios casos en 2017.

Tras elevar las metas inflacionarias a fines de 2017, a comienzos del año 2018 el gobierno buscó cumplir su nuevo objetivo inflacionario del 15%. Para ello buscó un ancla que contenga los precios. Esto generalmente conlleva a que aparezca algún rubro o sector damnificado. Tal es así que cuando el ancla fueron las tarifas congeladas, se hizo evidente la falta de inversiones que derivó en una crisis energética de grandes proporciones. Luego fue el turno del dólar, que dio lugar al atraso cambiario y que afectó seriamente a las economías regionales. En lo que va de este 2018, pareciera ser que el ancla son los salarios, y al menos hasta ahora así se refleja en las paritarias cerradas, perfilándose como gran víctima el consumo. El dato cobra mayor relevancia si se tiene en cuenta que esta variable puede llegar a representar el 75% del PBI<sup>22</sup>.

Para el primer trimestre de 2018, en términos de estratos sociales (Niveles Socio Económicos, -NSE-), se registró una caída del consumo en los niveles alto y medio de un 2%, y en el bajo superior de un 4%, siguiendo la tendencia de cierre 2017. Las causas de la caída son bien distintas en ambos niveles. Los NSE más altos continúan priorizando otros gastos, en especial bienes durables, y exigen cada vez más eficiencia en el consumo masivo, mientras que el nivel bajo superior continúa resignando consumo por una restricción presupuestaria real, principalmente explicada por la aceleración de la inflación y el impacto del aumento en tarifas y transporte.

En cuanto a las economías regionales, a principios de 2017 se ha llegado a un acuerdo sectorial entre el gobierno nacional, provincias, empresarios y sindicatos sobre productividad en la industria petrolera. Por el contrario, el sector frutícola profundizó su crisis en el año 2016 por las fuertes caídas registradas en el consumo interno, en el procesamiento de los productos primarios y en las exportaciones. Y por último, el sector turístico muestra resultados neutros. Todos estos motores económicos de primordial importancia en las regiones donde la compañía opera, junto al sector gubernamental y petrolero.

---

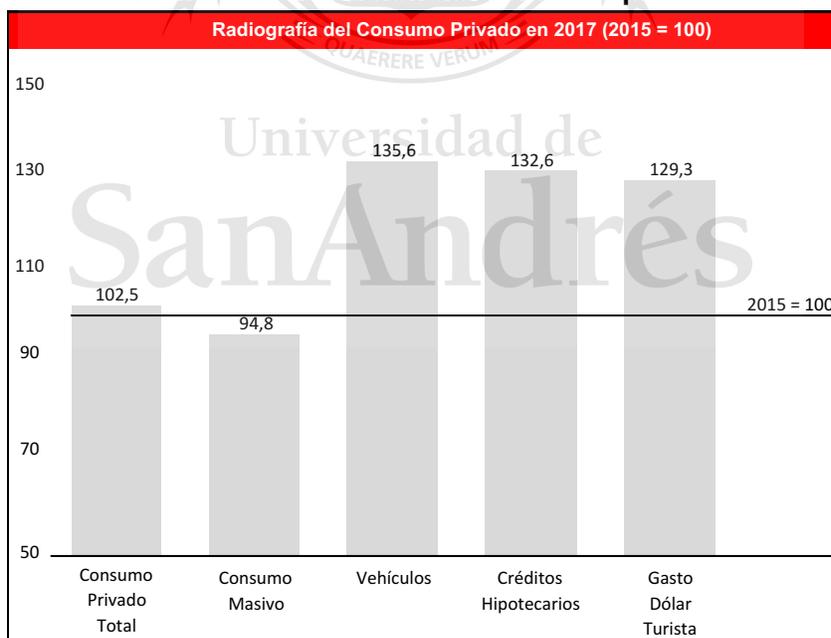
<sup>22</sup> Según cálculos de Eduardo Fracchia y Carlos Belloni, del Instituto Argentino de Economía (IAE).

## 4.2. Consumo Masivo

Kantar Worldpanel en conjunto con Ecolatina, elaboraron un modelo de proyección para el consumo masivo, y actualizaron el estimado para el total 2018 en base a los resultados del primer trimestre del año, y los cambios en las expectativas macroeconómicas recientes. El cierre de año proyectado pasó de un leve crecimiento de 0,7% a una caída de 0,5%. La proyección del año se vio afectada por varias causas, la inflación se aceleró en los últimos meses producto de la fuerte suba de tarifas y del tipo de cambio; las turbulencias en los mercados de financieros impactando en la suba de tasas de interés que desincentivan el gasto de los hogares; y la sequía que generó fuertes pérdidas en la cosecha de soja y maíz.

Sin embargo, a junio de 2018 deben agregarse las consecuencias negativas para el consumo de la fuerte devaluación del peso registrada en mayo y junio, junto con elevada y creciente inflación, y acuerdos salariales cerrados por debajo de la inflación pasada y de la proyectada.

**Gráfico 13: Evolución del consumo privado**



Fuente: Ecolatina en Base al INDEC, Kantar WorldPanel, BCRA y ADEFA.

Por el lado de los centros de compras (shoppings), el INDEC reportó una expansión del 4,4% entre diciembre de 2017 y mismo mes del año anterior. Para evaluar el crecimiento de las ventas, se utiliza una inflación estimada del sector que ronda el 16%. Las ventas totales a

precios corrientes en el mes de diciembre, en comparación con las ventas del mismo mes del año anterior, reflejaron que los rubros con mayor incremento fueron:

- Electrónicos, electrodomésticos y computación: 28,8%.
- Patio de comidas, alimentos y kioscos: 26,2%.
- Diversión y esparcimiento: 25,4%.
- Otros: 21,6%.
- Juguetería: 19,5%.
- Amoblamientos, decoración y textiles para el hogar: 18,9%.

### **4.3. Supermercadismo<sup>23</sup>**

En década anterior al 2016, se observó un importante aumento en la participación de los hipermercados, supermercados y autoservicios en el total de ventas del mercado minorista de productos de consumo masivo. Las inversiones de las grandes cadenas se han incrementado, siendo la competencia entre las mismas cada vez más intensa. Es por ello que las principales cadenas de supermercados comenzaron a lanzar promociones masivas, asociadas con distintas instituciones bancarias, consistentes fundamentalmente en descuentos por el uso de las tarjetas de crédito y débito como medios de pago.

Si bien durante ese período se observó un buen desempeño de la demanda interna en el sector supermercados, desde el año 2015 presenta ciertos signos de estancamiento. Según la encuesta publicada por el INDEC, en varios meses del año 2015, 2016 y 2017 las ventas totales en supermercados experimentaron caídas reales. Durante 2017 fuertes bajas se alternan con recuperaciones moderadas: abril (-1%); mayo (-2,5%); junio (-1,2%); julio (-2,1%); agosto (1,3%); septiembre (1,5%); octubre (-0,1%); noviembre (1,1%), y diciembre sin variaciones, es decir un crecimiento nulo de los volúmenes.

Las ventas totales en supermercados son informadas por el INDEC a precios corrientes, esto es los valores reales recaudados, que incluyen no sólo las variaciones en volúmenes de ventas sino también el aumento de precios debido a la inflación.

La inflación anual para los artículos de supermercado entre diciembre 2017 y el mismo mes de 2016 fue del 20%. El INDEC informó un estancamiento en las ventas (en términos reales) cuando, en una primera lectura, ese aumento del 20% en la facturación debería marcar una caída real si se lo comparara con la evolución del Índice de Precios al Consumidor (IPC) ya que

---

<sup>23</sup> Fuente: Kantar WorlPanel, Ecolatina, INDEC.

la inflación general interanual, a diciembre, marcó un 24,8% contra un 20% en las ventas de las grandes cadenas.

Esto ocurre ya que el INDEC no se guía por el IPC para deflactar las ventas reales en los supermercados, sino que utiliza un índice particular, que toma en cuenta estrictamente la canasta de esos comercios.

En lo que va del 2018 se siguen alternando meses positivos y otros de evolución negativa. Enero sufrió una caída del 3,1% respecto mismo mes del año anterior, mientras que febrero y marzo subieron 1,5% y 7%, abril presentó una caída del 2,1%. En conjunto y tomado nominalmente, el primer cuatrimestre evidenció una suba nominal del 21% en las ventas, bien por debajo de la inflación.

De abril 2017 a abril de 2018 las ventas corrientes aumentaron un 17,2%.

**Cuadro 13: Evolución de ventas en supermercados, principales rubros**

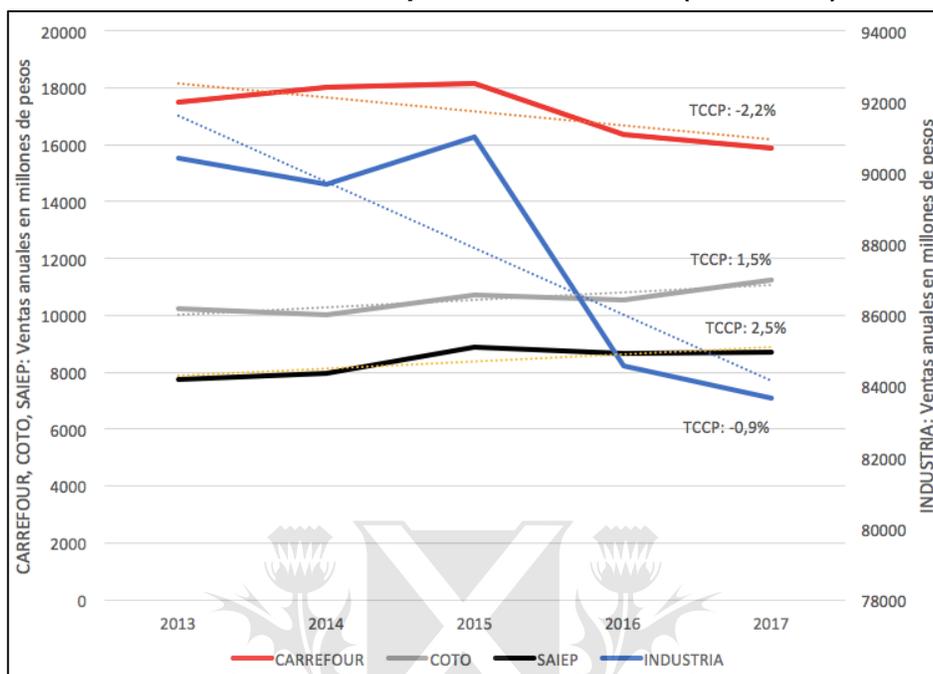
Grupo de artículos	Ventas totales a precios corrientes	Variación porcentual respecto al mismo mes del año anterior
	Miles de pesos	%
<b>Total</b>	<b>32.489.216</b>	<b>17,2</b>
Alimentos y bebidas	22.127.994	15,1
Bebidas	4.156.293	30,1
Almacén	8.508.401	9,0
Panadería	1.140.285	9,8
Lácteos	3.560.735	15,5
Carnes	3.273.730	17,2
Verdulería y frutería	1.120.932	15,7
Alimentos preparados y rotisería	367.618	10,1
Artículos de limpieza y perfumería	4.803.220	15,3
Indumentaria, calzado y textiles para el hogar	935.794	13,6
Electrónicos y artículos para el hogar	2.139.784	42,0
Otros	2.482.424	23,1

Fuente: INDEC, Encuesta de Supermercados.

Si se comprara el cuadro 13 con el cuadro 14, de misma fuente INDEC, se pudo apreciar como las ventas evolucionan por debajo de la inflación en la mayoría de los productos.

El Gráfico 14, se observa la venta a precios constantes base 2012 de los supermercados general, y comparación con las cadenas Carrefour, Coto y SAIEP. Se advierte la caída en la industria y en Carrefour, y el crecimiento de Coto y SAIEP. Se advierte que en SAIEP se pudo discriminar las ventas de la unidad de negocios supermercados, no así en Coto, por lo cual el rubro frigorífico podría estar influyendo positivamente en la tendencia de facturación en esta última cadena.

**Gráfico 14: Ventas a precios constantes (base 2012)**



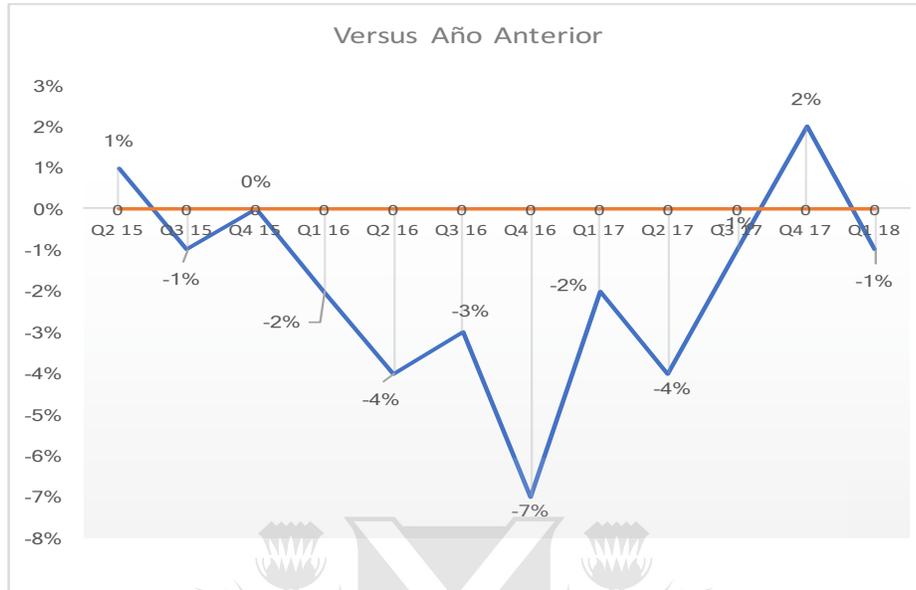
Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y estados financieros Carrefour, Coto y SAIEP.

Con respecto al estancamiento de la actividad en los supermercados, analistas advierten que la causa podría estar en algunos fenómenos que cambiaron el modo de comprar de los argentinos y que impactaron en las cadenas grandes y medianas, que son las tomadas en cuenta por el INDEC. Esta problemática ha sido tratada en el apartado 2.3.

Para la consultora Ecolatina, se está experimentando una reconfiguración dentro del consumo masivo. Según estimaciones de Kantar WordPanel, mientras que el canal mayorista acumuló un alza cercana a 25% en cantidades a lo largo de la gestión Cambiemos, los supermercados e hipermercados redujeron sus ventas en 12%. Por lo tanto, la situación negativa ataca con más fuerza a estos últimos y los hogares están optando por reestructurar sus compras habituales, no sólo en términos de volúmenes, sino también de comercios y canales. En consecuencia, independientemente del panorama de cada firma en particular, el escenario general del sector presenta signos de alarma.

Durante los meses transcurridos en 2018, los datos estadísticos sobre el consumo masivo en supermercados siguen en caída. Según la consultora Kantar Worldpanel, el consumo masivo cerró el primer trimestre del año con una caída de un uno por ciento frente al mismo período del año pasado.

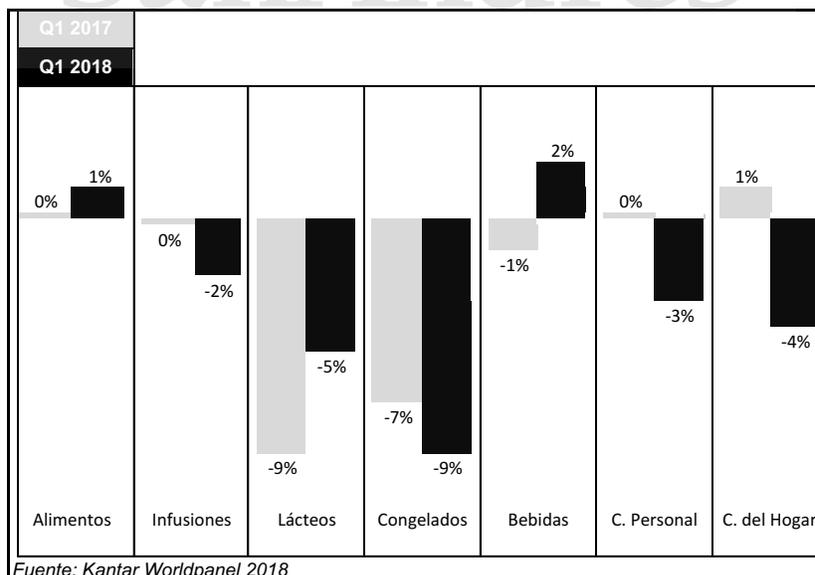
**Gráfico 15: Evolución porcentual de la Canasta de Consumo Masivo**



Fuente: Elaboración propia en base a información de la consultora Kantar Worldpanel

Solo dos sectores lograron crecer con respecto al año pasado: bebidas, en especial aquellas con alcohol lideradas por cervezas, y alimentos secos, en un dos y en uno por ciento respectivamente. Para el resto de los rubros el resultado fue negativo.

**Gráfico 16: Supermercados, variación de volumen de ventas versus año anterior por sectores**



Fuente: Kantar Worldpanel 2018

Por otro lado, en el primer trimestre de 2018 los almacenes mantienen la tendencia positiva de 2017, y recuperan terreno después de dos años complejos. Estos crecieron de la mano del recupero de las bebidas, y una mayor frecuencia de compra de la base de la pirámide. Se estima que los hogares de la base están buscando extremar el control de su presupuesto, así abandonan algunas compras de mayor tamaño en canales de grandes superficies, y se vuelcan a la compra más controlada de puntos de venta de cercanía.

El canal mayorista, luego de tres años de crecimiento ininterrumpido, tuvo un primer trimestre del año negativo, perdiendo un punto de participación dentro del mercado. En la primera parte del año 2018, el canal mayorista no logró sumar nuevos clientes, además el control extremo del presupuesto de los hogares hizo que se achique el tamaño de las compras en el canal, en especial de aquellos productos no perecederos, y fácilmente stockeables.

A estas expectativas y evolución negativa del consumo en supermercados, se suman los siguientes factores que impactan en la actividad del sector,

En primer lugar, la enorme carga impositiva. La presión impositiva y el costo laboral para los contribuyentes cumplidores es cada vez mayor con el consiguiente impacto en los resultados. Se estima que las reformas impositivas junto con el blanqueo laboral contribuirán a morigerar algunos impuestos distorsivos, reducir los altos niveles de evasión, de forma tal de achicar la diferencia que hoy existe a favor de la informalidad. Si bien se han manifestado compromisos gubernamentales para reducir la carga impositiva, los nuevos compromisos con el Fondo Monetario Internacional de reducción de déficit fiscal ponen en duda la real magnitud de dichas reducciones.

En segundo lugar, la caída de los salarios reales. El poder adquisitivo se redujo 1,1% entre el promedio de 2015 y el de 2017. De este modo, aunque el consumo privado ya recuperó la merma de 2016, el ingreso real de los empleados registrados todavía no lo hizo. A principios de año Ecolatina estimaba un crecimiento del PBI que rondaría en el 2% y que el salario real se mantendría estancado respecto a 2017 y que lo más probable era que el consumo masivo no lograría repuntar este 2018. A junio de 2018 este panorama es aún más negativo. En parte, la caída del salario real inclinó a los consumidores a modificar sus hábitos de compra y a acudir a otros canales de comercialización, tales como los autoservicios y comercios de proximidad y, especialmente, al formato mayorista, en detrimento de las grandes superficies. Algunas medidas tomadas y proyectadas por el gobierno podrían mitigar en parte el impacto de la caída real de los salarios, como ser el Programa de Créditos Personales del ANSES, la devolución de IVA a jubilados, pensionados y beneficiarios de planes sociales, y la baja en comisiones de tarjetas de crédito.

Tercero la competencia informal. Parte del comercio que ha captado las ventas de los hipermercados y supermercados se mueve con un alto grado de informalidad; es por ello que el sector viene enfrentando desde hace ya muchos años, pero con mayor énfasis en los últimos, una fuerte competencia desleal. Este fenómeno explica el crecimiento del número de autoservicios nucleados por la Cámara de Autoservicios y Supermercados de Residentes

Chinos habido en los últimos tiempos (han abierto más de 40 locales a lo largo del ejercicio finalizado el 06/2017 en ciudades donde SAIEP opera, en especial en las provincias de Buenos Aires, Santa Fe, La Pampa, Río Negro, Neuquén y Chubut), al igual que la expansión del canal mayorista en el interior del país. También se espera que la reforma tributaria ayude a paliar esta situación.

Cuarto el alto costo laboral. Se esperaba que la reforma laboral y tributaria ayudaran a mitigar parte de este impacto, sin embargo aunque desde parte del gobierno se informa que los planes se mantienen, los nuevos compromisos fiscales asumidos con el FMI, y la turbulencia política y económica ponen en duda la puesta en marcha y la profundidad del impacto de estas medidas.

En los cuadros siguientes obtenidos del INDEC se observa la inflación durante el 2017 segmentada por rubros. El primero es a nivel nacional y el segundo en la región patagónica, donde la firma obtiene la mayor parte de sus ingresos.

**Cuadro 14: Evolución de la inflación por sectores, nivel nacional**

Total nacional	Año 2016			Año 2017							Año 2018			
	Dic	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar
<b>Nivel general y divisiones COICOP</b>														
<b>Nivel general</b>	100	106,1	109,0	110,5	111,8	113,8	115,4	117,6	119,4	121,0	124,8	127,0	130,1	133,1
Alimentos y bebidas no alcohólicas	100	106,0	108,4	109,8	110,7	112,0	114,3	116,4	118,2	119,6	120,4	122,9	125,6	128,5
Bebidas alcohólicas y tabaco	100	107,3	109,8	111,7	112,5	115,8	117,3	118,1	121,7	123,0	123,7	126,6	128,7	129,6
Prendas de vestir y calzado	100	102,3	106,9	108,7	109,7	108,4	107,7	111,8	114,1	115,7	116,6	115,7	115,0	120,1
Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles	100	110,8	117,4	119,5	121,6	124,1	126,8	129,3	130,4	132,0	155,6	157,2	163,2	164,1
Equipamiento y mantenimiento del hogar	100	102,2	103,3	106,2	107,5	110,1	111,2	112,3	113,1	114,1	117,4	118,7	120,7	126,2
Salud	100	107,1	109,1	110,7	112,4	116,1	119,0	121,9	123,2	124,8	127,8	130,0	133,1	134,8
Transporte	100	105,2	105,9	106,9	107,6	109,9	111,1	112,0	113,4	116,8	120,6	123,2	128,8	131,1
Comunicaciones	100	110,7	118,3	118,7	120,1	121,2	123,1	124,3	130,9	131,9	134,1	136,7	149,1	153,2
Recreación y cultura	100	105,5	108,3	109,1	111,6	115,6	116,4	119,5	121,0	121,9	122,8	127,0	128,3	129,8
Educación	100	115,3	118,7	120,7	121,9	122,9	125,3	130,0	131,0	131,5	131,5	132,3	134,8	153,4
Restaurantes y hoteles	100	106,0	108,0	109,6	110,9	113,8	114,6	116,2	117,8	120,0	122,1	125,7	128,3	130,6
Bienes y servicios varios	100	105,7	107,5	108,9	110,4	111,8	113,6	115,5	117,1	118,5	119,8	122,7	124,9	127,2
<b>Categorías</b>														
Estacional	100	104,8	108,2	109,1	110,1	110,6	111,8	116,2	119,0	121,1	121,5	124,7	123,9	125,9
Núcleo	100	105,2	107,4	109,2	110,7	112,6	114,2	116,1	117,6	119,1	121,1	122,9	125,5	128,7
Regulados	100	110,0	114,5	115,7	116,7	119,4	121,1	123,2	125,3	127,1	138,7	141,7	148,5	151,5
<b>Bienes y servicios</b>														
Bienes	100	105,0	107,5	109,0	110,1	111,4	112,9	115,0	116,8	118,6	120,1	122,1	124,2	126,9
Servicios	100	108,6	112,1	113,7	115,4	118,6	120,5	122,8	124,6	126,0	134,2	137,1	141,9	145,7

Fuente: INDEC

**Cuadro 15: Evolución de la inflación por sectores, nivel nacional**

Región Patagonia														
Región Patagonia	Año 2016					Año 2017					Año 2018			
	Dic	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago	Sep	Oct	Nov	Dic	Ene	Feb	Mar
<b>Nivel general y divisiones COICOP</b>														
<b>Nivel general</b>	100	106,5	108,7	110,5	111,7	113,4	115,3	116,8	118,7	120,4	123,5	126,6	129,2	133,2
Alimentos y bebidas no alcohólicas	100	104,0	105,5	107,6	107,9	108,7	110,5	112,3	114,2	115,7	116,9	118,5	120,8	123,4
Bebidas alcohólicas y tabaco	100	106,6	109,7	111,7	113,0	115,9	117,2	117,6	120,5	121,7	122,5	125,2	127,2	128,2
Prendas de vestir y calzado	100	104,8	105,8	107,0	108,3	108,1	110,2	110,2	111,4	113,1	114,6	114,2	115,3	119,4
Vivienda, agua, electricidad y otros combustibles	100	115,4	119,3	123,2	124,7	127,6	131,1	133,1	136,4	137,5	148,8	163,3	164,3	172,2
Equipamiento y mantenimiento del hogar	100	102,3	103,7	105,8	107,8	109,7	110,7	111,3	112,0	112,8	115,9	117,4	119,2	124,5
Salud	100	108,7	110,7	112,6	114,4	117,2	119,4	123,4	124,6	126,4	128,1	130,2	132,4	135,4
Transporte	100	106,3	107,5	108,1	108,9	112,2	113,9	115,5	117,2	121,2	127,1	129,9	134,7	136,6
Comunicaciones	100	107,8	115,3	115,4	116,3	117,0	119,1	120,0	127,4	128,5	128,7	129,4	139,9	143,6
Recreación y cultura	100	105,0	109,0	112,6	115,3	118,2	119,7	121,4	122,7	123,7	124,5	129,2	131,1	133,9
Educación	100	123,3	123,7	123,9	124,1	125,0	126,1	128,8	129,2	129,3	129,2	129,5	132,6	157,7
Restaurantes y hoteles	100	105,5	107,7	108,0	109,1	112,1	113,6	114,9	117,1	118,7	121,7	125,4	128,2	133,5
Bienes y servicios varios	100	106,4	108,8	109,9	112,0	112,8	115,0	117,0	117,4	118,7	120,9	123,2	125,3	127,6
<b>Categorías</b>														
Estacional	100	102,5	105,2	107,3	107,5	107,9	108,8	109,9	112,2	114,0	116,3	117,4	117,8	119,2
Núcleo	100	105,3	107,0	109,2	110,6	112,1	113,9	115,6	117,0	118,4	120,0	122,2	124,5	128,6
Regulados	100	113,2	116,3	116,9	117,9	121,2	123,9	125,2	128,6	131,2	139,7	147,3	152,1	157,7
<b>Bienes y servicios</b>														
Bienes	100	104,4	106,2	106,0	108,9	110,3	112,1	113,3	114,9	116,9	118,6	120,3	122,5	125,4
Servicios	100	111,8	114,8	116,8	118,4	121,1	123,3	125,5	128,1	129,3	135,6	142,4	145,8	152,5

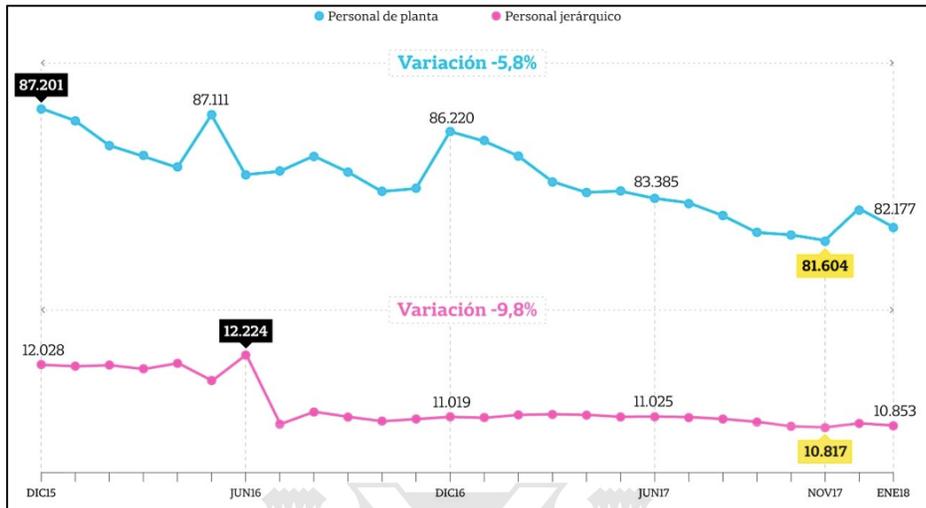
Fuente: INDEC

Según los datos oficiales del INDEC, el empleo registrado en los supermercados cayó cerca de un 10% en los últimos tres años. Así, el panel estable de empresas consultadas por el instituto oficial (61 cadenas con más de 2.400 bocas de expendio en todo el país) pasó de 104 mil trabajadores en diciembre de 2014 a 94 mil en diciembre de 2017.

En 2015 (la mayoría del año bajo la gestión de Cristina Fernández de Kirchner) el empleo en este sector cayó un 4,4%, pero luego de la asunción de Cambiemos la caída continuó, en 2016 la cantidad de trabajadores bajó un 2%, y en 2017 un 3,5%.

De estos trabajadores de supermercados, aproximadamente el 10% son gerentes, supervisores y otro personal jerárquico, mientras que los restantes son cajeros, administrativos, reposidores y otros.

**Gráfico 17: Evolución del empleo en supermercados**



Fuente: INDEC

#### 4.4. Reformas Impositivas

La reforma tributaria ha intrucido algunos beneficios impositivos hacia las sociedades. En particular se destaca la baja de la alícuota del impuesto a las ganancias, la cual pasa de 35% a 30% para los años 2018 y 2019, y del 25% para 2020.

## 5. Ventajas Competitivas y Estrategia del Negocio

En base a lo expuesto en los puntos precedentes, y en propias palabras del Ingeniero Federico Brown, Presidente de SAIEP, se desprenden las ventajas competitivas de la firma que se desarrollan a continuación.

Ser líderes en ciudades pequeñas y medianas del interior del país donde desarrolla actividad, aprovechando la extensa trayectoria de la firma y reconocimiento de la misma en la región Patagónica sobre todo, donde prácticamente no hay población con mas de 7.000 habitantes en donde supermercados La Anónima no esté presente. La compra de Topsy fue la demostración de esta estrategia que llevaron adelante y mediante la cual lograron el liderazgo en la ciudad de Neuquén. Entre Chubut, Río Negro, Santa Cruz y Neuquén concentra 2/3 partes de la superficie de ventas.

Su estructura logística es una de las principales ventajas competitivas incluso frente a grandes cadenas multinacionales. Es fundamental en la región Patagónica donde las grandes distancias y las condiciones climáticas adversas dificultan la distribución de la mercadería. Cuenta con 10 centros regionales de distribución y una base de transferencias en Ituzaingó. La principal función de la Base de Transferencias es la centralización de la recepción de los pedidos realizados a los proveedores y despacho a los depósitos regionales, a fin de consolidar compras y optimizar la carga de los camiones. Este servicio de transporte lo realizan de forma tercerizada, lo cual ante escenarios de menor actividad permite ajustar mas rápidamente los gastos. Esto lo complementan con sistemas de reposición desarrollados por ellos mismos, el cual funciona con altos estándares de eficiencia. Según el estudio de Faltantes de Mercaderías en Góndola que hace GS1 Argentina<sup>24</sup>, SAIEP es premiada anualmente en todas las categorías de medición de faltantes de mercadería.

Dada la competencia que se ha intensificado y a cambio de hábitos de consumo de los consumidores que optan con mayor frecuencia por autoservicios, comercios de proximidad y mayoristas, SAIEP aprovechando su estructura logística, tiene como estrategia consolidar su presencia en ciudades pequeñas en donde la competencia con las grandes cadenas de

---

<sup>24</sup> GS1 es una organización global, neutral y sin fines de lucro, dedicada específicamente al diseño e implementación de estándares globales y soluciones para mejorar la eficiencia y la visibilidad a lo largo de la cadena de valor. A nivel mundial GS1 cuenta con una red de Organizaciones Miembro en 150 países que brindan servicio a más de 1 millón de compañías en más de 20 Sectores. El código de barras fue desarrollado en 1969 y en junio de 1974 en la ciudad de Troy, en Ohio, los supermercados Marsh recibieron el primer producto con código de barras: una caja con envases de chicles Wrigley's Juicy Fruit, que costaban 67 centavos de dólar. Por su parte, en Europa, fabricantes y distribuidores de 12 países desarrollaron un código similar al de Estados Unidos y lanzaron el EAN-European Article Number. Una caja de saquitos de té Melrose fue el primer producto identificado con un código de barras EAN-13 en el Reino Unido. La fusión de estos dos sistemas, el americano y el europeo, dio lugar al nacimiento de GS1, un nuevo nombre y un único sistema de carácter global. En Argentina, fue en el año 1984 cuando la Cámara Argentina de Supermercados gestionó la incorporación como Organización Miembro para el desarrollo del código de barras en el país, y desde entonces, desde que Alejandro Llauro e Hijos identificara el primer producto, el jabón en polvo Duplex, el consumo masivo adoptó los estándares GS1 como lenguaje común de comercialización. Fuente: [www.gs1.org.ar](http://www.gs1.org.ar)

hipermercados es menor. En las regiones donde opera, la ventaja distintiva de SAIEP frente a la competencia se establece a partir de ofrecer de manera unificada en un mismo local una amplia gama de productos y servicios, incluyendo marcas propias, su propia tarjeta de crédito, electrodomésticos, y otros productos que se pueden adquirir a través de “La Anónima Online” en caso de no encontrarse exhibidos en el local, características y facilidades que no están presentes en la mayoría de almacenes y autoservicios, además de una importante economía de escala.

Capacitaciones. La Sociedad realiza programas de capacitación promovidos desde el área de Recursos Humanos. Durante el ejercicio finalizado el 30 de junio de 2016 se dictó el Programa de Formación Gerencial destinado a 21 nuevos Gerentes de Sucursal y Gerentes de Ventas y se concretaron 7 ediciones del Programa “Liderazgo en Sintonía” para Gerentes y Gerentes de Ventas. Se continuó con el dictado de cursos de Calidad de Servicio al Cliente en las regiones, al que asistieron 785 colaboradores. Dentro de la sociedad existe el Sistema de Información Gerencial (SIG) que funciona como herramienta de control gerencial y que sirve para disponer rápidamente de información y corregir cursos de acción.



## 6. Análisis FODA

---

### FORTALEZAS

- Sociedad de amplia trayectoria que combina rasgos de empresa familiar y de empresa pública, lo cual provee alto profesionalismo, transparencia y estándares de gerenciamiento.
- Estrategia orientada a posicionarse como líder en supermercadismo de la región patagónica mediante políticas de crecimiento, renovación tecnológica e informática.
- Fuerte posición de mercado que detenta en la región donde opera (60% de participación), brindando importantes ventajas competitivas y economías de escala.
- Quinta empresa del rubro en el ámbito nacional (líderan Carrefour, Cencosud, Coto y Walmart) y segunda de bandera argentina (luego de Coto).
- Estructurada con diferentes unidades de negocios que le permiten una visión amplia del negocio e integración vertical (frigoríficos).
- Amplio acceso al crédito bancario, con límites holgados.
- Conservadora estructura de capital.
- Logística propia con centros de distribución estratégicos que le permiten el correcto abastecimiento de sucursales, cubriendo extensas áreas del territorio patagónico que serían una importante barrera de entrada para competidores.
- Poder de negociación con los proveedores como consecuencia de la concentración de los volúmenes de compra y la existencia de una política de diversificación de los mismos.

### OPORTUNIDADES

- Posibilidad de ampliar participación en el mercado de exportación de carne (habilitado para exportar a China, EEUU, Canadá, Unión Europea y Chile), lo cual le permitirá mayor ingreso de divisas. Buenas perspectivas para el sector frigorífico exportador.
- Acrecentar ventas a través de plataforma On Line.
- Implementación de “sucursales sin colas”, nuevo modelo de atención en línea de cajas, basado en esquema de turnos que evita al cliente tener que formar las clásicas filas para abonar su compra. Trae beneficios como disminución de los tiempos de espera, mayor eficiencia en la utilización de recursos, mayor productividad de la línea de cajas.
- Baja penetración de los Super e Hipermercados en el mercado, muy por debajo de otros países de la región lo que refleja un alto potencial de crecimiento una vez normalizada la situación económica y corregidos ciertos aspectos que hoy impactan negativamente en el negocio como ser inflación, impuestos y costo laboral.

## DEBILIDADES

- Necesidad de inversión permanente a fin de no perder cuota de mercado.
- Ventas ligadas a la evolución de los ciclos económicos: consumo, inflación y empleo, los cuales vienen evidenciando una tendencia negativa en los últimos ejercicios y se espera continúe en ejercicio en curso y próximo.
- Crecientes presiones inflacionarias sobre costos y sobre salarios.
- La Anónima On Line sólo ofrece productos no comestibles (electro y hogar), ya que si bien se publican los precios de los alimentos para el conocimiento del público, éstos no se venden por esta vía.

## AMENAZAS

- Mayor presencia de autoservicios nucleados por la Cámara de Autoservicios y Supermercados de residentes chinos y del sudeste asiático, en especial en varias localidades de la provincia de Bs As y Neuquén. Mas recientemente estos se encuentran ampliando su oferta en otras provincias patagónicas como ser Chubut y Río Negro.
- Apertura de nuevos locales de Cooperativas Obreras y expansión de otras cadenas, como Día y tiendas de proximidad.
- E-Commerce. La firma deberá hacer frente a mediano plazo con una creciente demanda del servicio de comercio electrónico. Deberán seguir desarrollando sus canales digitales a fin de no perder mercado a manos del creciente comercio electrónico de bienes.
- Una devaluación podría generar doble impacto negativo, menor poder de compra de la población y resultados por tenencia negativos en función a la alta proporción de moneda extranjera dentro de su deuda financiera.
- Si bien el costo laboral es importante en la firma y necesario acotarlo para mejorar la rentabilidad, una caída del poder adquisitivo de los salarios impactan sobre la actividad de la firma.

## PERSPECTIVAS

En un escenario proyectado como el mas probable, se observa un consumo reactivandose de manera muy pausada hacia fines de 2019 y a partir de 2020, siendo negativo o nulo en los próximos dos ejercicios. La caída de salarios reales impactará negativamente en la evolución de las ventas las cuales se estiman inferiores a la inflación.

Si bien la actividad frigorífica podría mitigar esta caída de rentabilidad y consumo, sobre todo la exportadora, el endeudamiento en moneda extranjera tomado para financiar las exportaciones del sector impactaran negativamente en el resultado como diferencias de cambio.

## 7. Análisis Financiero<sup>25</sup>

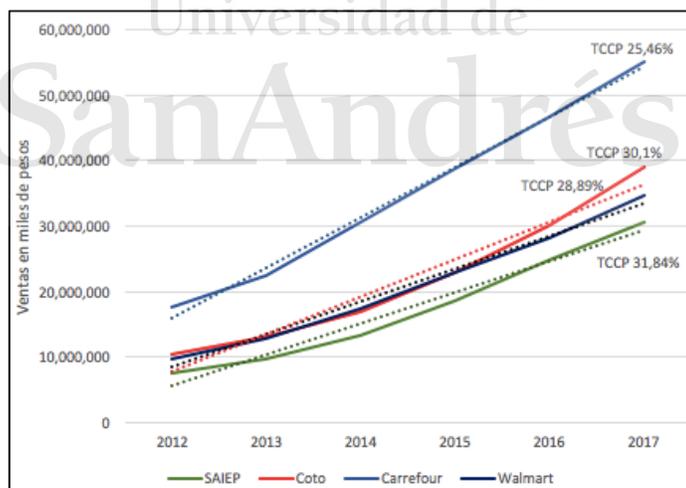
### 7.1. Ratios de Rentabilidad

El rubro supermercados está atravesando una situación de declive en ventas (participación de mercado) y mayor aún en rentabilidad.

Al cierre del ejercicio anual consolidado a junio de 2017, los ingresos por venta de la compañía han alcanzado 30.559 millones de pesos (93,8% provenientes del segmento de supermercado y el 5,7% de frigorífico), representando un incremento interanual del 22,5%.

En los últimos 5 períodos la firma tuvo una Tasa Compuesta de Crecimiento Promedio (TCCP) de ventas de 31,84% contra un 28,62% promedio del resto de los supermercados<sup>26</sup>. Dentro de sus competidores a nivel nacional en el segmento los TCCP promedio de ventas fueron para Coto 30,1%, Carrefour 25,5% y Walmart 28,9%<sup>27</sup>.

**Gráfico 18: Evolución de ventas de SAIEP, Coto, Carrefour y Walmart**



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de las firmas.

<sup>25</sup> Fuente: Balances SAIEP

<sup>26</sup> Según informe Encuesta de Supermercados elaborado por el INDEC.

<sup>27</sup> Fuente: Estados Financieros anuales de las firmas.

**Cuadro 16: SAIEP, Estado de Resultados, últimos 5 ejercicios**

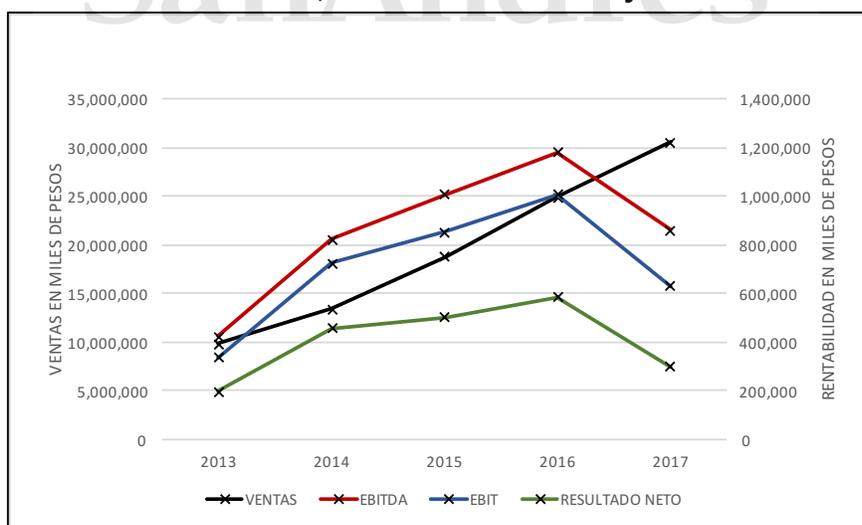
CUADRO DE RESULTADOS	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017
<b>Ingresos por Ventas o Servicios</b>	<b>9.794.226</b> 100,0%	<b>13.422.185</b> 100,0%	<b>18.741.673</b> 100,0%	<b>24.890.464</b> 100,0%	<b>30.558.859</b> 100,0%
Costo de Producción	-6.608.738 -67,5%	-8.978.690 -66,9%	-12.521.112 -66,8%	-16.660.678 -66,9%	-20.788.402 -68,0%
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>3.185.488</b> 32,5%	<b>4.443.495</b> 33,1%	<b>6.220.561</b> 33,2%	<b>8.229.786</b> 33,1%	<b>9.770.457</b> 32,0%
Gastos Administración	-141.572 -1,4%	-196.995 -1,5%	-280.538 -1,5%	-383.441 -1,5%	-505.705 -1,7%
Gastos Comercialización	-2.633.836 -26,9%	-3.413.898 -25,4%	-4.963.749 -26,5%	-6.696.058 -26,9%	-8.475.092 -27,7%
Otros Gastos Operativos	14.358 0,1%	-9.634 -0,1%	30.471 0,2%	27.878 0,1%	68.999 0,2%
<b>RESULT. EXPLOTACION</b>	<b>424.438</b> 4,3%	<b>822.968</b> 6,1%	<b>1.006.745</b> 5,4%	<b>1.178.165</b> 4,7%	<b>858.659</b> 2,8%
Amortización B.de Uso	-86.219 -0,9%	-97.277 -0,7%	-153.904 -0,8%	-170.216 -0,7%	-227.355 -0,7%
Res.Inversiones Permanentes	0 0,0%	-6.980 -0,1%	7.178 0,0%	7.420 0,0%	34.796 0,1%
<b>RESULT. ANTES DE I.e I.</b>	<b>338.219</b> 3,5%	<b>718.711</b> 5,4%	<b>860.019</b> 4,6%	<b>1.015.369</b> 4,1%	<b>666.100</b> 2,2%
Resultados Fin.Gen.por Activos					
- Intereses	4.641 0,0%	14.369 0,1%	13.111 0,1%	13.673 0,1%	90.558 0,3%
Diferencias de Cambio	2.746 0,0%	26.352 0,2%	6.639 0,0%	64.689 0,3%	6.242 0,0%
Resultados Fin.Gen.por Pasivos					
- Intereses	-52.615 -0,5%	-76.689 -0,6%	-154.594 -0,8%	-262.491 -1,1%	-310.465 -1,0%
<b>RESULT. ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>292.991</b> 3,0%	<b>682.743</b> 5,1%	<b>725.175</b> 3,9%	<b>831.240</b> 3,3%	<b>452.435</b> 1,5%
Impuestos	-95.885 -1,0%	-223.870 -1,7%	-222.630 -1,2%	-244.366 -1,0%	-153.874 -0,5%
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>197.106</b> 2,0%	<b>458.873</b> 3,4%	<b>502.545</b> 2,7%	<b>586.874</b> 2,4%	<b>298.561</b> 1,0%

*Cifras en Miles de Pesos*

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros SAIEP.*

Como se puede observar en el cuadro 16, y en el gráfico 19 y 20, la importante caída ocurrida en la rentabilidad se observa mayormente como producto de mayores gastos de comercialización, y en menor medida por costo de mercaderías vendidas y gastos de administración.

**Gráfico 19: SAIEP, Evolución de ventas y rentabilidad**



*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP.*

Respecto al Costo de Ventas, si bien en el último ejercicio varía un 24,76%, mayor a la evolución de ventas, se debió principalmente a una situación de stocks que al costo de compras, ya que se contaba con mayor proporción de inventarios al inicio del ejercicio que en períodos anteriores. Las compras evolucionaron un 20,26% respecto al ejercicio anterior. El costo de mercaderías vendidas de SAIEP ( $CMV=EI+C-EF$ ) es el 58,2% de las ventas, siendo el de COTO el 65% de las mismas, y el competidor que mas se aproxima a ese nivel de eficiencia (Carrefour 67,9%).

Esta relativamente baja representatividad del costo de las mercaderías vendidas es consistente con la estrategia de la firma de realizar pagos a proveedores a menor plazo que la competencia, a fin de obtener costos mas bajos, siendo que los plazos de pagos a proveedores son de 50 días para SAIEP mientras que en la competencia no son menores a 79 días.

Influye también en el costo de mercaderías vendidas una mayor integración vertical que la competencia, salvo en el caso de COTO SA, por su participación en el rubro frigorífico.

Dentro de los gastos de comercialización y administración, la mayor participación está dada por remuneraciones al personal y contribuciones sociales, que representan en promedio el 55% del rubro. Las mismas han evolucionado en el último ejercicio un 26,86%, por encima del 22,7% de la evolución de ventas.

Esto se evidenció a su vez en los ejercicios anteriores, donde las Remuneraciones al Personal evolucionaron por sobre el nivel de ventas entre ejercicios. La tendencia se mantiene a 31/03/2018, donde según balance trimestral las mismas representaron el 57% de los gastos operativos.

**Cuadro 17: SAIEP, Crecimiento de ventas y de remuneraciones y cargas sociales entre ejercicios**

	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017
EVOL. REMUNERACIONES Y CARGAS SOCIALES	33,33%	30,10%	45,24%	34,99%	26,86%
EVOL. VENTAS	27,67%	37,04%	39,63%	32,81%	22,77%

*Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP*

El ejercicio finalizado en 06/2014 es el único en los últimos 5 años donde las ventas superaron la evolución de remuneraciones y cargas sociales. En dicho ejercicio el resultado bruto se mantuvo en un 32% al igual que en el ejercicio anterior, el resultado bruto pasó del 3% al 5% y el ROS paso del 2% al 3%, evidenciándose así el impacto de las remuneraciones y cargas sociales en los costos de la firma.

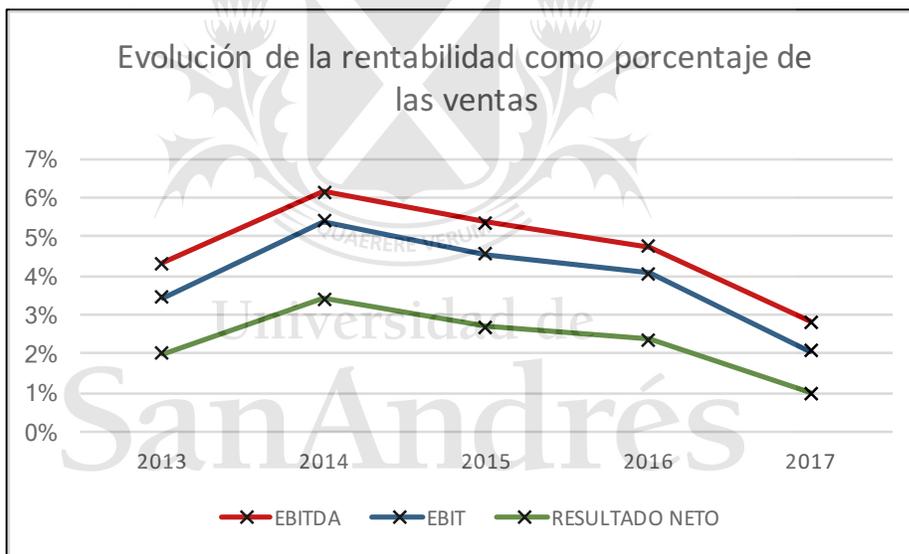
En Carrefour (INC SA), los gastos en remuneraciones y cargas sociales representan a 31/12/2017 el 60,4% de los gastos de comercialización y administración, e interanualmente

evolucionaron 29,88%, mientras que en COTO SA a 30/06/2017 representan un 49,35% y evolucionaron un 31,7%.

Un costo importante que se ha incrementado de manera progresiva en los últimos ejercicios ha sido el Impuesto a los Ingresos Brutos (en adelante IIBB). El mismo paso de representar el 3,7% de las ventas en el período cerrado en junio de 2013 a ser el 4,48% en junio 2018, observándose un incremento sostenido año a año. Estos incrementos se reflejan a su vez en la competencia.

Se espera que la reforma tributaria y laboral puedan revertir la tendencia en los costos anteriormente detallados o al menos detener la tendencia alcista de los mismos.

**Gráfico 20: SAIEP; EBITDA, EBIT y Resultado Neto de los últimos 5 ejercicios**



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP

Desde 2013-2014 se observa en el rubro ventas por debajo o muy aproximadas a los índices de inflación, y costos que crecen por encima de las ventas, como ser remuneraciones y cargas sociales e impositivos. A esto se suma en los últimos períodos una situación recesiva o de escaso crecimiento en la economía del país, que junto a la mayor competencia de otros canales de ventas como ser discounts, mayoristas y tiendas de cercanía, impiden el traslado de los mayores costos a precios. Estos factores redundan en una notoria caída de la rentabilidad en las principales cadenas de supermercados. La situación se expone en el siguiente cuadro donde se observa la situación de EBITDA, EBIT y Resultado Neto sobre ventas, y evolución de ventas en los últimos 5 períodos.

**Cuadro 18: SAIEP, COTO, CARREFOUR, WALMART; EBITDA, EBIT, Resultado Neto y evolución de Ventas en los últimos 5 ejercicios**

<b>SAIEP</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
EBITDA	4,3%	6,1%	5,4%	4,7%	2,8%
EBIT	3,5%	5,4%	4,6%	4,0%	2,1%
RESULTADO NETO	2,0%	3,4%	2,7%	2,4%	1,0%
EVOLUCION DE VENTAS	28%	37%	40%	33%	23%
<b>COTO</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
EBITDA	4,9%	6,6%	6,0%	5,1%	4,2%
EBIT	4,3%	6,0%	5,5%	4,5%	3,6%
RESULTADO NETO	1,7%	2,1%	1,5%	1,1%	1,3%
EVOLUCION DE VENTAS	25%	31%	34%	32%	29%
<b>CARREFOUR</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
EBITDA	2,5%	2,2%	1,8%	-0,4%	-4,5%
EBIT	1,3%	1,1%	0,8%	-1,4%	-5,4%
RESULTADO NETO	-0,2%	-1,4%	-0,9%	-5,1%	-7,5%
EVOLUCION DE VENTAS	26%	37%	26%	21%	18%
<b>WALMART</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
EBITDA	3,9%	5,5%	5,3%	2,6%	n/d
EBIT	2,2%	4,0%	4,1%	1,5%	n/d
RESULTADO NETO	1,0%	1,2%	1,2%	-0,6%	n/d
EVOLUCION DE VENTAS	32%	36%	32%	22%	n/d

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de las firmas

Por la estructura de costos, integración del negocio vertical junto al segmento frigorífico, volumen de ventas y los márgenes EBITDA, EBIT, Resultado Neto sobre Ventas (ROS), se puede concluir que la cadena de supermercados que mas se asimila a SAIEP es COTO SA. Sin embargo, por la distribución geográfica que poseen de sus sucursales no son competidores directos. Carrefour, por distribución geográfica, sería la cadena de supermercados que competiría por mercado con SAIEP, siendo la posición tanto en cuota de mercado como en rentabilidad ventajosa para SAIEP (o al menos en este último caso no tan desfavorables como los de Carrefour, que como fruto de su situación para 2018 proyecta cerrar y transformar varias de sus sucursales).

Respecto a la rentabilidad sobre los Activos (ROA, resultado neto sobre activos totales) y sobre el Patrimonio Neto (ROE, resultado neto sobre patrimonio neto), se aprecia asimismo una desmejora importante para la firma como las otras grandes cadenas de supermercados.

**Cuadro 19: SAIEP, Retorno sobre Activos y sobre Patrimonio**

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
ROA	6,5%	11,3%	9,5%	8,6%	3,5%
ROE	17,6%	29,9%	25,7%	24,0%	11,3%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP

## Análisis DUPONT del ROE

El sistema DUPONT integra o combina el margen neto de utilidades, la rotación de los activos totales de la empresa y de su apalancamiento financiero para determinar la eficiencia con que la empresa está utilizando sus activos.

La firma genera sus recursos o bien de un buen margen de utilidad en las ventas, o de un uso eficiente de sus activos fijos lo que supone una buena rotación de estos. Asimismo, los costos financieros por el uso de capital financiamiento impactan sobre la rentabilidad.

Partiendo de la premisa que la rentabilidad de la empresa depende del margen de utilidad en ventas, la rotación de los activos y del apalancamiento financiero, se puede entender que el sistema DUPONT lo que hace es identificar la forma como la empresa está obteniendo su rentabilidad, lo cual le permite identificar sus puntos fuertes o débiles.

Así, según la fórmula Dupont, el ROE está definido como,

$$ROE = \frac{\text{Resultado Neto}}{\text{Ventas}} \times \frac{\text{Ventas}}{\text{Activo Total}} \times \frac{\text{Activo Total}}{\text{Patrimonio Neto}}$$

$$ROE = ROS \times \text{Rotación del Activo} \times \text{Apalancamiento}$$

**Cuadro 20: SAIEP, Análisis DU PONT del ROE**

	2013	2014	2015	2016	2017
ROS	2,0%	3,4%	2,7%	2,4%	1,0%
ROTACION ACTIVO	3,2	3,3	3,5	3,7	3,6
APALANCAMIENTO	2,7	2,6	2,7	2,8	3,2

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP.

En cuanto a la caída del índice de rentabilidad sobre el patrimonio neto (ROE), se observa en el Cuadro 20 que el factor determinante fue la desmejora del resultado neto sobre ventas (ROS), ya que la rotación de los activos y el apalancamiento mantienen relativa estabilidad en algunos períodos y mejoran en otros.

En el cuadro siguiente y a modo comparativo se detallan ROA, ROE, y análisis Dupont para COTO, Carrefour y Walmart.

**Cuadro 21: COTO, Carrefour y Walmart; ROA, ROE y análisis Dupont**

<b>COTO</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
ROA	5,4%	7,1%	5,2%	3,7%	4,5%
ROE	59,8%	71,0%	55,3%	35,0%	26,5%
ROS	1,7%	2,1%	1,5%	1,1%	1,3%
ROTACION	3,2	3,4	3,4	3,2	3,5
APALANCAMIENTO	11	10	11	10	6
<b>CARREFOUR</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
ROA	-0,5%	-3,8%	-2,5%	-14,1%	-15,2%
ROE	-2,3%	-25,8%	-11,0%	-254,6%	-67,8%
ROS	-0,2%	-1,4%	-0,9%	-5,1%	-7,5%
ROTACION	2,5	2,6	2,7	2,8	2,0
APALANCAMIENTO	5	7	4	18	4
<b>WALMART</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
ROA	2,2%	3,2%	3,2%	-1,9%	n/d
ROE	4,3%	6,9%	8,3%	-5,1%	n/d
ROS	1,0%	1,2%	1,2%	-0,6%	n/d
ROTACION	2,2	2,6	2,6	3,2	n/d
APALANCAMIENTO	2,0	2,1	2,6	2,7	n/d

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de las firmas

Del cuadro precedente y su comparación con SAIEP, se observa que esta última posee mejores índices de rotación del activo y menor apalancamiento que las cadenas de supermercados informadas (salvo Walmart en apalancamiento). Nuevamente la firma que más se asemeja a SAIEP es COTO.

Respecto a los niveles de rotación del activo, estos son comparables con los de las firmas del rubro dentro de economías desarrolladas. En el cuadro a continuación se presenta la situación de comparables cotizantes en S&P500.

**Cuadro 22: Cadenas de Supermercados en EEUU**

<b>WALMART</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
ROA	8,0%	7,4%	6,9%	4,8%
ROE	20,1%	18,2%	17,5%	12,7%
ROS	3,4%	3,0%	2,8%	2,0%
ROTACION	2,4	2,4	2,4	2,4
APALANCAMIENTO	2,5	2,5	2,6	2,6
<b>THE KROGER</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
ROA	5,7%	6,0%	5,4%	5,1%
ROE	31,9%	29,9%	29,5%	27,5%
ROS	1,6%	1,9%	1,7%	1,6%
ROTACION	3,6	3,2	3,2	3,3
APALANCAMIENTO	5,6	5,0	5,5	5,4
<b>COSTCO</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
ROA	6,2%	7,2%	7,1%	7,4%
ROE	16,7%	22,4%	19,5%	24,9%
ROS	1,8%	2,0%	2,0%	2,1%
ROTACION	3,4	3,5	3,6	3,5
APALANCAMIENTO	2,7	3,1	2,7	3,4
<b>PROMEDIO</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
ROA	6,6%	6,9%	6,5%	5,8%
ROE	22,9%	23,5%	22,2%	21,7%
ROS	2,3%	2,3%	2,2%	1,9%
ROTACION	3,1	3,1	3,1	3,1
APALANCAMIENTO	3,6	3,5	3,6	3,8

Fuente: Elaboración propia en base a información obtenida en Yahoo Finance.

## Generación

La generación genuina de la firma, su resultado final y su EBIT se ven influenciados por el alza de costos que no se reflejan en la misma magnitud en su evolución de ventas.

Al analizar el Flujo de Fondos Libres de la Firma (FFLF) de los últimos cinco ejercicios, se observa cierta estabilidad en los requerimientos de capital de trabajo y de inversiones de capital, ambas cuentas oscilan entre el 2% y el 3% de las ventas. Sin embargo, en los ejercicios cerrados en 2013, 2014 y 2015 las inversiones en capital (CAPEX) fueron mayores que las necesidades de capital de trabajo, situación que se revirtió en los últimos dos ejercicios.

La necesidad de fondos evidenciada en el FFLF se compensa con el incremento de la deuda financiera.

**Cuadro 23: SAIEP, evolución de la generación de flujo de fondos libres**

<b>FFL</b>	<b>30/06/2013</b>		<b>30/06/2014</b>		<b>30/06/2015</b>		<b>30/06/2016</b>		<b>30/06/2017</b>	
<i>En miles de pesos</i>										
EBIT	338.219	3,5%	718.711	5,4%	860.019	4,6%	1.015.369	4,1%	666.100	2,2%
<b>D&amp;A</b>	<b>86.219</b>	<b>0,9%</b>	<b>97.277</b>	<b>0,7%</b>	<b>153.904</b>	<b>0,8%</b>	<b>170.216</b>	<b>0,7%</b>	<b>227.355</b>	<b>0,7%</b>
<b>CAPEX</b>	<b>-278.010</b>	<b>-2,8%</b>	<b>-316.624</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-481.216</b>	<b>-2,6%</b>	<b>-328.065</b>	<b>-1,3%</b>	<b>-547.416</b>	<b>-1,8%</b>
<b>WC</b>	<b>-256.220</b>	<b>-2,6%</b>	<b>-294.492</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-451.482</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-854.345</b>	<b>-3,4%</b>	<b>-735.835</b>	<b>-2,4%</b>
clientes	-212.206	-2,2%	-258.469	-1,9%	-326.724	-1,7%	-419.982	-1,7%	-691.832	-2,3%
stocks	-230.091	-2,3%	-401.977	-3,0%	-574.879	-3,1%	-821.648	-3,3%	-397.125	-1,3%
proveedores	186.077	1,9%	365.954	2,7%	450.121	2,4%	387.285	1,6%	353.122	1,2%
<b>FFLF</b>	<b>-228.169</b>	<b>-2,3%</b>	<b>-46.677</b>	<b>-0,3%</b>	<b>-219.782</b>	<b>-1,2%</b>	<b>-352.204</b>	<b>-1,4%</b>	<b>-622.931</b>	<b>-2,0%</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP.

## 7.2. Ratios de Eficiencia

En el presente apartado se analizarán los ratios de eficiencia de SAIEP, comparándolos con otras importantes cadenas de supermercados que desarrollan actividad en Argentina.

Los plazos de pago a proveedores de SAIEP son bastante menores que los de la competencia. De esta manera accede a mejores precios por pronto pago, que según informa el departamento financiero de la firma, significan ahorros mayores que los intereses cobrados por entidades financieras para financiar estas compras.

**Cuadro 24: Plazo de pagos en días y composición de pasivos comerciales y financieros, últimos 5 períodos**

SAIEP	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017
Plazos de Pago	50	53	55	59	54
Deuda financiera / Pasivo	27%	19%	23%	30%	39%
Deuda Comercial / Pasivo	49%	52%	51%	48%	42%

COTO SA	30/06/2013	30/06/2014	30/06/2015	30/06/2016	30/06/2017
Plazos de Pago	83	83	82	84	82
Deuda financiera / Pasivo	21%	20%	20%	28%	21%
Deuda Comercial / Pasivo	53%	56%	54%	54%	59%

WALMART SA	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Plazos de Pago	103	100	79	86	79
Deuda financiera / Pasivo	0%	0%	6%	12%	8%
Deuda Comercial / Pasivo	84%	79%	67%	64%	64%

CARREFOUR (INC SA)	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017
Plazos de Pago	110	112	113	118	111
Deuda financiera / Pasivo	6%	10%	4%	19%	13%
Deuda Comercial / Pasivo	65%	65%	74%	63%	54%

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de las firmas informadas.

El costo de mercaderías vendidas de SAIEP es el 58,2% de las ventas, siendo el de COTO el 65% de las mismas, y el de Carrefour 68%. El cuadro anterior y el CMV sería consistente con lo informado por el departamento de finanzas de la SAIEP respecto a que los menores plazos de pago permiten obtener menores costos que en la competencia.

El plazo promedio de cobro se ubica en los 18 días, y se ubica dentro de los promedios de la actividad en Argentina. SAIEP realiza el 30,7% de las ventas a través de tarjetas de crédito, 32,6% mediante tarjetas de débito y la proporción restante, 36,7%, en efectivo<sup>28</sup>.

**Cuadro 25: Plazo de cobranzas en días, últimos 5 períodos**

	2013	2014	2015	2016	2017
SAIEP	21	23	23	22	18
COTO	21	20	18	26	22
CARREFOUR	15	15	12	12	13
WALMART	16	17	20	20	n/d

Fuente: Estados Financieros de las firmas informadas.

En cuanto a la rotación de inventarios de SAIEP, los mismos rotan cada 54 días, observándose una mayor eficiencia que en la rotación de COTO, Carrefour y Walmart.

**Cuadro 26: Rotación de inventarios, últimos 5 períodos**

	2013	2014	2015	2016	2017
SAIEP	50	53	55	59	54
COTO	63	66	60	65	59
CARREFOUR	61	70	72	67	57
WALMART	79	78	84	67	n/d

Fuente: Estados Financieros de las firmas informadas.

<sup>28</sup> Fuente: Fitch Ratings, SAIEP 04/12/2017

### Ciclo de conversión a caja

El ciclo de conversión a caja (CCC), el plazo que transcurre desde que se paga la compra de mercadería hasta la cobranza de su venta. Se calcula empleando la siguiente fórmula,

$$CCC = PRI + PCV - PPC$$

En donde, PCI es el período de rotación de inventario, PCV es el período de cobranza de las ventas y PPC es el período de pago de las compras.

**Cuadro 27: Ciclo de conversión a caja en días, últimos 5 períodos**

	2013	2014	2015	2016	2017
SAIEP	13	17	22	29	23
COTO	1	3	-4	7	-1
CARREFOUR	-34	-27	-29	-39	-41
WALMART	-5	16	18	8	n/d

Fuente: Estados Financieros de las firmas informadas.

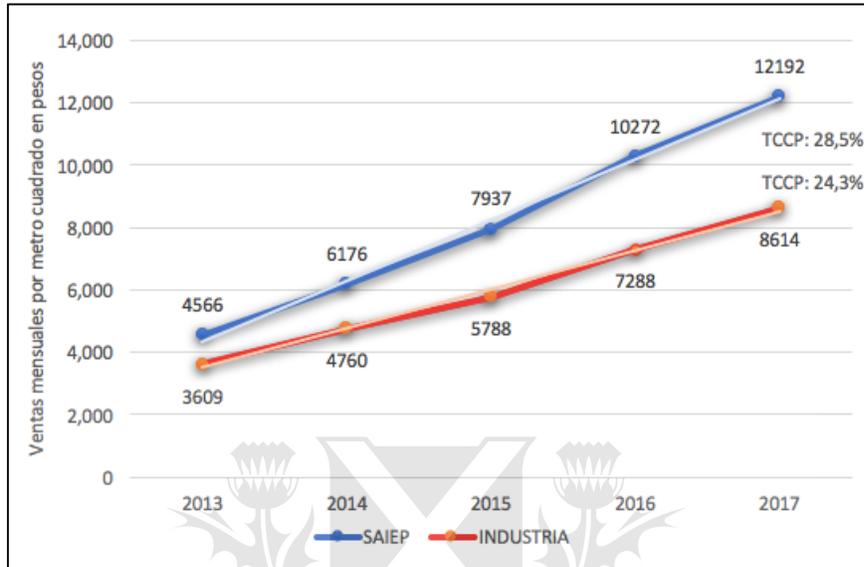
Del Cuadro 27, se observa como SAIEP en este punto tiene en principio una ratio de eficiencia en el uso de inventarios menor que los comparables, principalmente debido a su política de pago a proveedores en plazos mucho mas acotados que el resto de las firmas analizadas.

Sin embargo, si bien comúnmente se toma la financiación con proveedores libre de intereses, y sobre todo en un rubro con tanto poder de compra como los supermercados, al obtener precios mas bajos que la competencia se produce un menor egreso de fondos que en principio este ratio no logra capturar.

En cuanto a las ventas por metro cuadrado<sup>29</sup>, tal como se observa en los Gráficos 21 y 22, la eficiencia de SAIEP comparada con el resto de la industria es muy superior, y la diferencia se ha incrementado desde 2013 a 2017, con un crecimiento prácticamente nulo en SAIEP y una caída en ventas a precios constantes por metro cuadrado promedio anual del 3,1% en el total de la industria.

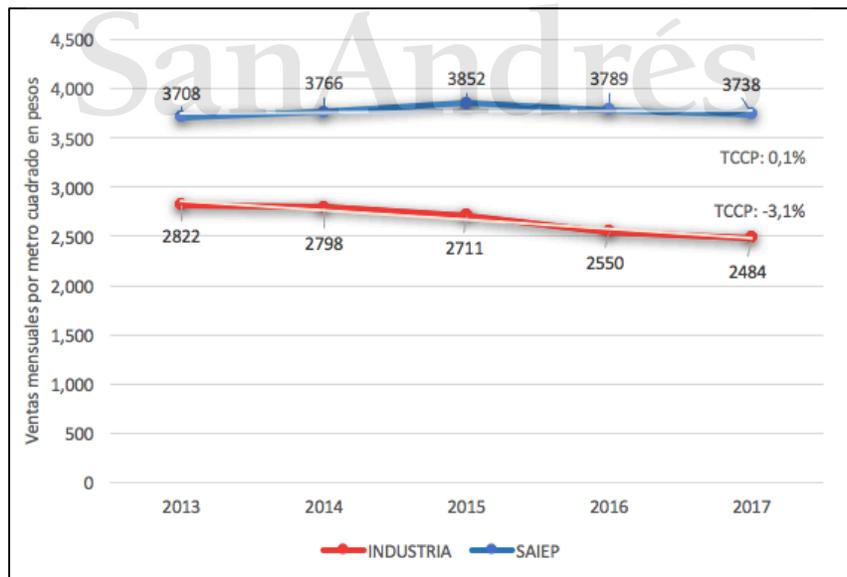
<sup>29</sup> El cálculo de ventas por metro cuadrado se realiza en base a ventas sobre cantidad de metros cuadrados disponibles en el área exclusivamente de ventas del supermercado, excluyendo otras áreas como depósitos, estacionamientos, oficinas, etc. Los precios constantes se desestacionalizaron en función de la inflación.

**Gráfico 21: Evolución de ventas por metro cuadrado a precios corrientes**



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y Estados Financieros de SAIEP.

**Gráfico 22: Evolución de ventas por metro cuadrado a precios constantes**



Fuente: Elaboración propia en base a INDEC y Estados Financieros de SAIEP

### 7.3. Evolución de Estructura de Capital

El endeudamiento, que en el último ejercicio ha sido de 2,2x, se estima bajo para el rubro en que se desempeña la firma y menor al de la competencia. Se encuentra apalancado mayormente en proveedores quienes representan el 43% de la deuda total.

**Cuadro 28: SAIEP y comparables, evolución del Endeudamiento Total**

	2013	2014	2015	2016	2017
SAIEP	1,71	1,63	1,72	1,79	2,22
COTO	10,20	9,05	9,59	8,57	4,84
CARREFOUR	4,43	7,39	3,76	28,12	3,90
WALMART	0,98	1,15	1,57	1,71	n/d

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de las firmas informadas.

La deuda financiera representa el 39% del pasivo total, y es notoriamente superior a la del resto de sus competidores, quienes a pesar de tener un endeudamiento total mas elevado lo apalancan mayormente en proveedores.

**Cuadro 29: SAIEP y comparables, evolución de deuda financiera sobre patrimonio neto**

	2013	2014	2015	2016	2017
SAIEP	0,46	0,31	0,40	0,54	0,87
COTO	2,12	1,75	1,89	2,35	1,00
CARREFOUR	0,21	0,60	0,12	3,19	0,45
WALMART	0,00	0,07	0,18	0,14	n/d

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de las firmas informadas

A 30/06/2017 la deuda financiera estaba compuesta en un 22% en moneda extranjera, estructurada casi totalmente en el largo plazo (41%). Se observa a 31/03/2018 un incremento de la deuda en moneda extranjera y a largo plazo.

**Cuadro 30: SAIEP, Composición de la deuda financiera**

<b>DEUDA BANCARIA Y FINANCIERA A 30/06/2017</b>	
<b>EN MILES DE PESOS</b>	
<b>NO CORRIENTE</b>	<b>948.225</b>
En moneda extranjera	511.891
En moneda nacional	126.817
Obligaciones negociables	309.517
<b>CORRIENTE</b>	<b>1.355.677</b>
En moneda nacional	962.846
En moneda extranjera	8.379
Descuento de valores	347.735
Obligaciones negociables	36.717

<b>DEUDA BANCARIA Y FINANCIERA A 31/03/2018</b>	
<b>EN MILES DE PESOS</b>	
<b>NO CORRIENTE</b>	<b>1.525.227</b>
En moneda extranjera	1.284.812
En moneda nacional	68.039
Obligaciones negociables	172.376
<b>CORRIENTE</b>	<b>1.297.417</b>
En moneda nacional	586.220
En moneda extranjera	124.398
Descuento de valores	440.520
Obligaciones negociables	146.279

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP

En cuanto a la cobertura de la deuda y la cobertura de intereses, se observa una desmejora en los índices a partir de 2014 y se espera que la tendencia continúe en los próximos ejercicios.

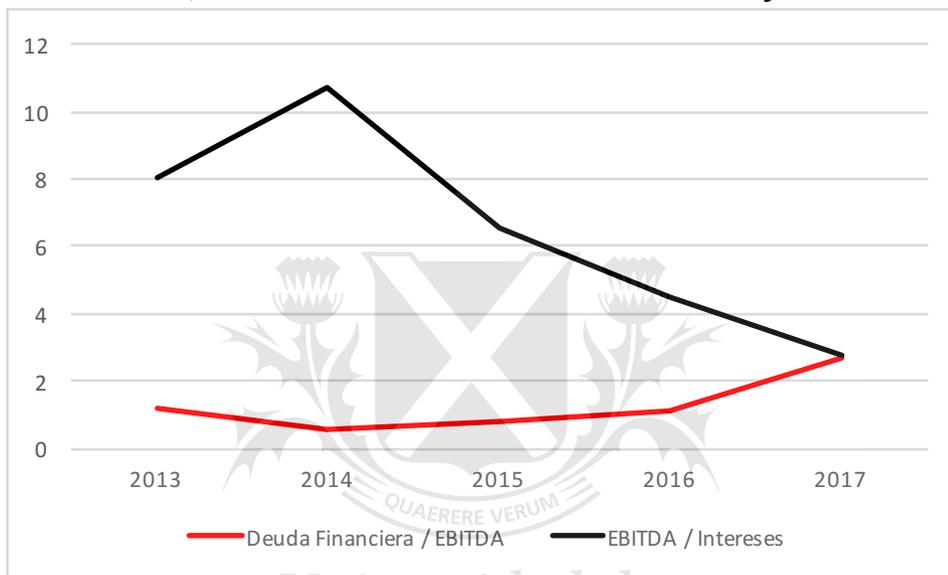
**Cuadro 31: SAIEP, Evolución de Deuda Financiera/EBITDA y EBITDA/Intereses**

	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Deuda Financiera / EBITDA	1,22	0,58	0,78	1,12	2,68
EBITA / Intereses	8,07	10,73	6,51	4,49	2,77

Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP

Este deterioro se debe no solo a un aumento de la deuda sino además a una caída del EBITDA en términos nominales en el ejercicio cerrado en 2017 respecto al ejercicio cerrado en 2016. El aumento de la deuda financiera se debe mayormente a prefinanciaciones de exportaciones, por lo cual a pesar de ser mayormente en moneda extranjera la misma se encuentra calzada con flujos de fondos en dólares.

**Gráfico 23: SAIEP, Evolución de Deuda Financiera/EBITDA y EBITDA/Intereses**



Fuente: Elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP

El promedio ponderado de las tasas de interés al cierre del último ejercicio completo es del 24,09% para los préstamos en pesos y del 4,15% para los préstamos en moneda extranjera. La deuda en moneda extranjera se trata de un préstamo del Rabobank por 26,937 millones de Euros equivalentes a 30 millones de dólares. A 30/06/2017 se reflejaba un tipo de cambio de 17,33 pesos por dólar. El mismo fue tomado en agosto de 2016, con pago de capital a los 3 años e intereses semestralmente, a tasa fija. El 31/10/2017 dicho préstamo fue refinanciado y ampliado. A continuación, se detallan los principales aspectos del préstamo,

- a) Monto: Al capital adeudado al 31 de octubre de 2017, que ascendía a 26,937 millones de Euros, se le adicionaron 24,787 millones de Euros, elevando así el capital adeudado a la suma de 51,724 millones de Euros.
- b) Fechas de desembolso: 16 de agosto de 2016 y 2 de noviembre de 2017.
- c) Intereses: devengará intereses a una tasa fija, pagaderos semestralmente.
- d) Amortización del capital: 26,937 millones de Euros se cancelarán el 16 de agosto de 2019.

24,787 millones de Euros se cancelarán de acuerdo al siguiente detalle: el 33,33% el 2 de noviembre de 2020, el 33,33% el 2 de noviembre de 2021 y el saldo final el 2 de noviembre de 2022.

e) Comisión: 0,50% por el segundo desembolso, a pagarse entre el 1 de febrero de 2018 y el 30 de junio de 2018

f) Ciertos compromisos: la Sociedad mantendrá una relación EBITDA/ Intereses Financieros igual o mayor a 3; Deuda Financiera/ EBITDA igual o menor a 3; y Patrimonio Neto/ Total Activo igual o mayor a 0,25.

a) Estos coeficientes serán calculados trimestralmente, sobre la base de los Estados Financieros anuales consolidados e intermedios individuales de la Sociedad de la Sociedad. Al cierre del período trimestral a 31/03/2018 los índices fueron cumplimentados de acuerdo a las bases de cálculo acordadas por las partes. Asimismo, en tanto el préstamo se encuentre vigente, la Sociedad deberá cumplir otras obligaciones específicas, en línea con las que usualmente se incluyen en este tipo de préstamos. Al 31 de marzo de 2018, el pasivo registrado por el mencionado préstamo asciende a 1.284.812 miles de pesos y 22.756 miles de pesos, que se expone en el rubro Deudas bancarias y financieras no corrientes y corrientes, respectivamente.

Con fecha 21 de diciembre de 2017, la Sociedad obtuvo del Banco Patagonia S.A. un préstamo por la suma de miles de 5.000 miles de dólares, de acuerdo a las siguientes condiciones particulares:

- a) Vencimiento: un único pago de intereses y capital el 15 de junio de 2018.
- b) Tasa de interés: devengará intereses a una tasa fija.

Al 31 de marzo de 2018 la suma total adeudada en concepto de capital e intereses ascendía a 101.642 miles de pesos.

Si bien la deuda en moneda extranjera expone a la sociedad a variaciones del tipo de cambio, éstas están calzadas con las exportaciones las cuales se estiman rondaran para el ejercicio a cerrar en 30/06/2018 en unos 91 millones de dólares (aproximadamente un 7,1% de las ventas totales de SAIEP).

Las Obligaciones Negociables fueron emitidas por Tarjetas del Mar SA, bajo el siguiente detalle.

**Cuadro 32: Obligaciones Negociables Tarjetas del Mar**

Fecha de emisión	N° Clase ON	Valor nominal	Tipo de obligación negociable	Plazo	Fecha de vencimiento	Tasa	Valor libros 30.06.17	Emisión autorizada por C.N.V.
19.02.16	Clase I (1)	150.000	Simple no convertibles en acciones	18 meses	19.08.17	Badlar + 4,5%	28.480	04.02.16
17.05.17	Clase II serie I (2)	137.525	Simple no convertibles en acciones	18 meses	17.11.18	Badlar + 3,25%	141.166	24.02.17
17.05.17	Clase II serie II (3)	172.852	Simple no convertibles en acciones	36 meses	17.05.20	Badlar + 3,48%	176.588	24.02.17
<b>Total de obligaciones negociables</b>							<b>346.234</b>	

(1) **Clase I:** Los intereses se cancelaron el 19 de mayo de 2016, el 19 de agosto de 2016, el 19 de noviembre de 2016, el 19 de febrero de 2017, el 19 de mayo de 2017, quedando pendiente la última cuota que se abonará el 19 de agosto de 2017. El capital se abonó: el 33% el 19 de febrero de 2017, el 33% el 19 de mayo de 2017, restando el 34% que se cancelará a la fecha de su vencimiento.

(2) **Clase II serie I:** Se devengará el 100% del valor nominal en la fecha de su vencimiento. Los intereses serán pagaderos el 17 de agosto de 2017, el 17 de noviembre de 2017, el 17 de febrero de 2018, el 17 de mayo de 2018, el 17 de agosto de 2018 y en la fecha de su vencimiento el 17 de noviembre de 2018.

(3) **Clase II serie II:** Se devengará el 100% del valor nominal en la fecha de su vencimiento. Los intereses serán pagaderos el 17 de agosto de 2017, el 17 de noviembre de 2017, el 17 de febrero de 2018, el 17 de mayo de 2018, el 17 de agosto de 2018, el 17 de noviembre de 2018, el 17 de febrero de 2019, el 17 de mayo de 2019, el 17 de agosto de 2019, el 17 de noviembre de 2019, el 17 de febrero de 2020, y en la fecha de su vencimiento el 17 de mayo de 2020.

Fuente: Estados Financieros SAIEP.

El patrimonio neto financia el 31% del negocio, y presenta un nivel de capitalización que se encuentra en el orden del 19%, con una tendencia notoriamente negativa dado que se mantiene desde hace 5 años en 500 millones de pesos (el último aumento de capital social fue aprobado en octubre de 2012 incrementándolo en \$450 millones de pesos). La compañía mantiene una política adecuada de distribución de utilidades, la cual consiste en distribuir hasta un 10% del EBITDA. El último pago de dividendos fue de 68.973.000 pesos (8% del EBITDA).

## 8. Valuación y proyección<sup>30</sup>

Cuando se lleva adelante un proceso de valuación de una empresa, existen distintos enfoques que determinaran la metodología a utilizar. Los mas utilizados son,

### **Enfoque de Activos**

El valor de cada uno de los activos y pasivos son ajustados para reflejar su costo de reemplazo o liquidación, dependiendo de si se trata o no de una empresa en marcha. Se utiliza cuando es posible establecer un costo de reemplazo económico, para el caso de holdings, para una liquidación o bien cuando el valor de la empresa en marcha es negativo.

### **Enfoque de Ingresos**

Se basa en el postulado de que el valor de un activo es igual al valor presente de los flujos de de caja que generará el mismo.

### **Enfoque de Mercado**

Valuaciones relativas o por Múltiplos, es cuando el valor de un activo es comparado con el valor que el mercado le asigna a activos similares.

Se valorará a SAIEP siguiendo primero un enfoque de Ingresos y luego uno de Mercado. SAIEP es una empresa consolidada, con una cuota de mercado estable, que en los últimos años ha sido levemente creciente, y con una participación de mercado mayoritaria en las regiones donde opera, elementos estos que ayudan a la efectividad de la aplicación del modelo de Flujo de Caja Descontados.

---

<sup>30</sup> Para la elaboración del presente apartado se recurrió a la bibliografía y material de los puntos 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 y 22 detallados en las referencias bibliográficas.

## 8.1. Flujos de Caja Descontados

---

Este método nos permite determinar el valor intrínseco de los activos, comprender mas cabalmente los elementos significativos del negocio y enfrentar distintas hipótesis sobre la evolución del mismo a través de escenarios.

El método de Flujos de Caja Descontados define al valor de un activo como el valor presente de los flujos de caja que genere. Para ello se necesita estimar la vida del activo (en este caso se trata de SAIEP, y su plazo de vida se supone una perpetuidad), la generación de caja para cada período, la tasa de descuento que refleje el riesgo del negocio y el valor terminal.

Los flujos a descontar son fondos libres o flujos de caja (Free Cash Flows, FCF) para ser distribuidos entre los inversores, tanto acreedores como accionistas que han puesto en riesgo su capital. Estos flujos estan representados por las ganancias antes de impuestos e intereses (EBIT) ajustada por la tasa impositiva, se le suman depreciaciones y amortizaciones (D&A) por ser cuentas netamente contables sin implicar movimientos reales de fondos, a su vez se netean las inversiones necesarias en bienes de capital (CAPEX) y la variación del capital de trabajo (WC).

$$FCF = EBIT (1 - t) + \text{Depreciaciones y Amortizaciones} - CAPEX - \text{Capital de Trabajo}$$

*t*: Tasa Impositiva

Para estimar los flujos de caja (FCF) futuros, hemos proyectado los mismos a 5 años de operaciones, a los que luego se les sumara un valor terminal, el cual primariamente se lo calculó como una perpetuidad.

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCF}{(r - g)}$$

Donde el Free Cash Flow (FCF) será el flujo de fondos libres del próximo período, “r” será la tasa de descuento (costo del equity) y “g” la tasa de crecimiento esperada a perpetuidad (crecimiento promedio de la economía esperado).

En una segunda instancia y como alternativa al método de la perpetuidad, se estimó el Valor Terminal a través del Multiplo EV/EBITDA (relación entre el Valor de la Empresa y el EBITDA).

Así, el valor de la firma será la sumatoria de los flujos de fondos de caja descontados a la tasa “r” (WACC) de los 5 primeros años proyectados, a los que luego se le sumará el valor terminal.

$$\text{Valor de la Firma} = \frac{FCF1}{(1+r)} + \frac{FCF2}{(1+r)^2} + \frac{FCF3}{(1+r)^3} + \frac{FCF4}{(1+r)^4} + \frac{FCF5}{(1+r)^5} + V.T.$$

### 8.1.1. Cálculo del Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)

Para estimar la tasa de descuento tanto de los flujos como del valor terminal, utilizaremos el Costo Promedio Ponderado del Capital, en adelante WACC por sus siglas en inglés, que por convención de mercado es el más utilizado a estos fines. En el presente apartado se desarrolla como se ha obtenido el cálculo de la tasa WACC para descontar los flujos que se especifican y desarrollan en cada escenario proyectado.

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

Donde:

WACC: costo de capital

CoE: costo del capital propio (equity).

CoD: costo de la deuda.

E: valor del equity.

D: valor de mercado de la deuda.

t: alícuota del impuesto a las ganancias.

El WACC estima el riesgo implícito en los flujos de fondos futuros tomando en consideración la tasa de retorno requerida por los prestamistas (costo de la deuda, CoD) y los accionistas (costo del equity, CoE).

Para la estimación del costo del capital propio se utilizó la metodología del Capital Asset Pricing Model (CAPM). El modelo CAPM analiza el riesgo de un activo, separando en riesgo sistemático (no diversificable) de la firma a través del  $\beta$  (riesgo adicional que una acción otorga a un portafolio diversificado) y riesgo no sistemático. El retorno del capital propio utilizado en nuestro caso de valuación se resume de acuerdo a la siguiente expresión:

$$CoE = Rf + \beta (Rm - Rf) + RP$$

Donde:

Rf: tasa libre de riesgo

$\beta$ : Beta, mide la sensibilidad del rendimiento de una acción con respecto a los cambios en el rendimiento del mercado.

Rm: rendimiento del portafolio de mercado

RP: Riesgo País.

La tasa libre de riesgo representa el retorno de un activo financiero, el cual es siempre el esperado, sin posibilidad de default.

La prima de riesgo es la diferencia entre la tasa de mercado accionario y la tasa libre de riesgo. Invertir en acciones es mas riesgoso que en activos libres de riesgos.

La prima de Riesgo País se origina a partir de la necesidad de los inversionistas de exigir un mayor rendimiento en sus inversiones realizadas en países subdesarrollados, economías emergentes o mercados inestables. En Argentina, esta volatilidad está marcada principalmente por inestabilidad política, económica y la corrupción.

Universidad de  
**SanAndrés**

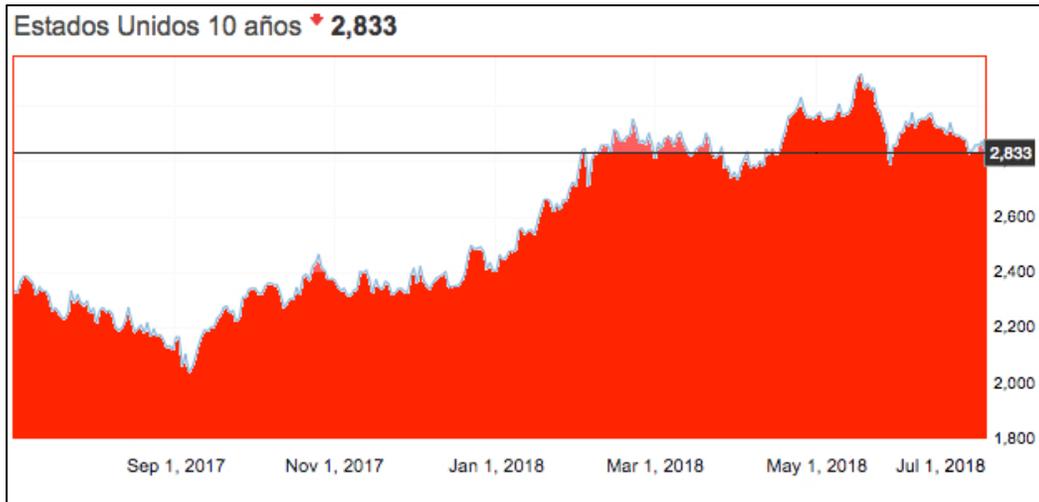
### **Tasa Libre de Riesgos (Rf): 2,83%**

Para la tasa libre de riesgo se tomó como activo referente el Bono del Tesoro de los Estados Unidos de América a 10 años, dado que cumple con los requisitos de previsibilidad de los flujos de fondos sin posibilidad de default. A 28/06/2018 la tasa de retorno del mismo (Yield to Maturity, YTM) estaba a 2,83%, pero por debajo del promedio de los últimos 28 años de 4,62%.

En los cuadros siguientes se presenta la evolución de la YTM de los bonos descriptos anteriormente. El primero desde 01/07/2017 a la actualidad y el segundo desde 02/01/1990 hasta la actualidad, fecha período máximo disponible según la página del Tesoro de los EEUU<sup>31</sup>.

<sup>31</sup> Departamento del Tesoro de los Estados Unidos (U.S. Department Of The Treasury, <https://home.treasury.gov>)

**Gráfico 24: YTM Bono del Tesoro Norteamericano a 10 años. Evolución último año.**



*Fuente: Departamento del Tesoro de los Estados Unidos*

**Gráfico 25: YTM Bono del Tesoro Norteamericano a 10 años. Evolución últimos 28 años.**



*Fuente: Departamento del Tesoro de los Estados Unidos*

**Prima de Riesgo ( $R_m - R_f$ ): 6,03%**

La prima de riesgo es el retorno extra sobre la tasa libre de riesgo por invertir en el mercado accionario. Dado que la desviación estándar anual de los precios de las acciones es alrededor del 20%, se utilizan períodos de tiempo extensos para obtener menores errores estándar.

Las primas de riesgo históricas tampoco serán representativas cuando los mercados accionarios sean una pequeña porción de la economía, o estén muy influenciados por pocas compañías con alta representatividad, cuando sean ilíquidos, entre otras imperfecciones.

Dado que SAIEP cotiza en el mercado local argentino, muchos de los defectos anteriormente mencionados, es que se utiliza en el presente trabajo la metodología de sumarle a la prima de riesgo de un mercado maduro la prima de Riesgo País.

Para calcular la prima de riesgo de un mercado maduro, tomamos la tasa de mercado (Rm) del S&P500 en función a datos históricos, tomando el retorno promedio geométrico semanal del período 02/01/1950 – 21/05/2018. Como tal, la tasa anualizada resulta de 8,86%. La prima de riesgos entonces es 8,86% - 2,83% = 6,03%.

### Cálculo de Beta SAIEP: 0,69

Se extrajo la serie semanal del índice SP500, y de las acciones de tres firmas representativas comparables a SAIEP del mercado estadounidense, con cotización, en un horizonte temporal de cinco años. Las firmas seleccionadas fueron Ingles Markets Inc., Weis Markets Inc, y Village Supermarket Inc<sup>32</sup>. Las tres son cadenas de supermercados regionales de baja capitalización de mercado. Se calculó el Beta Levered para cada una de las firmas en utilizando la formula siguiente,

$$\beta = \frac{\text{COVAR}(\text{Mercado}, \text{Acción})}{\text{VARIANZA}(\text{Mercado})}$$

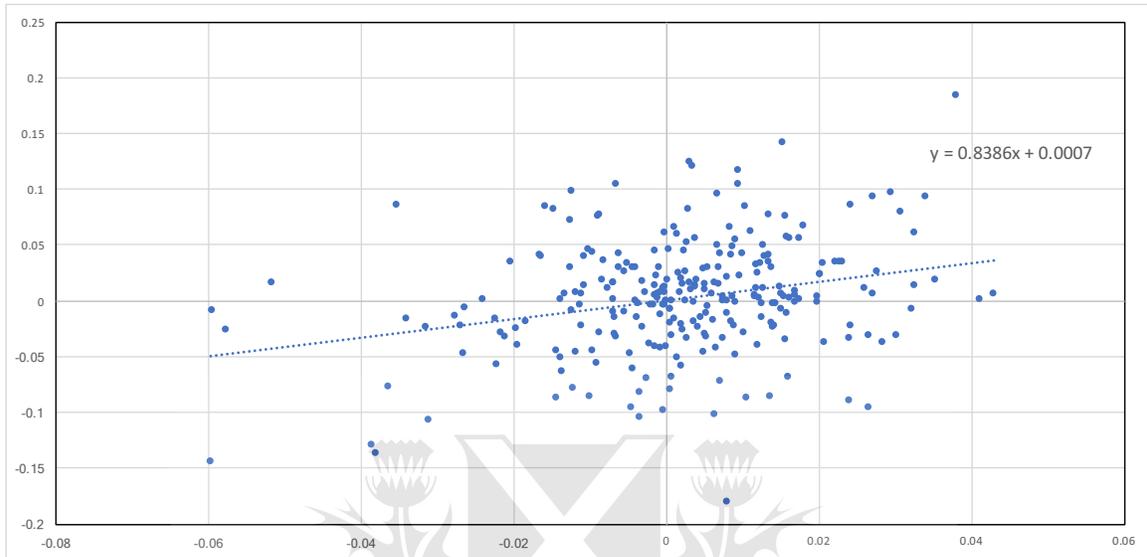
**Cuadro 33: Cadenas de Supermercados comparables**

			
Beta	0,839	0,816	0,334
DEUDA	1.743.530.059	69.976.000	43.700.000
VALOR DE MERCADO	728.340.000	1.314.000.000	420.624.000
D/E	2,39	0,05	0,10
<b>D/E PROMEDIO</b>	<b>0,85</b>		
<b>Beta U (Desapalancado)</b>	<b>0,4224</b>		

Fuente: Yahoo finance. Deuda y valor de mercado en dólares.

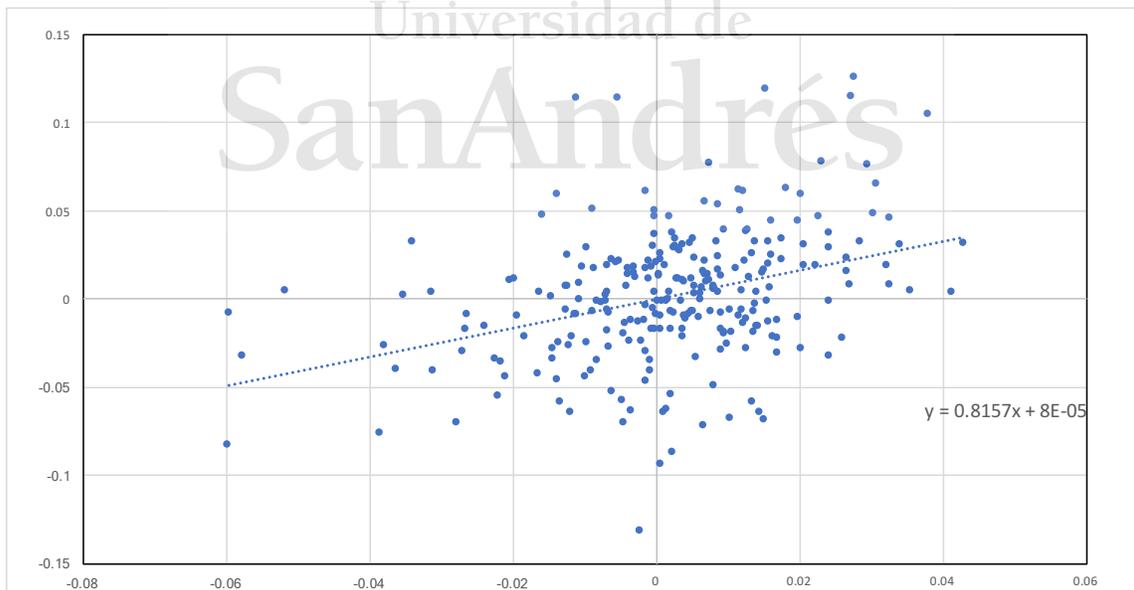
<sup>32</sup> Ingles Markets Inc, opera en el sudeste norteamericano, con 199 supermercados y 9500 empleados. Weis Markets Inc. opera en el noreste norteamericano 205 sucursales con 23000 empleados. Village Supermarkets Inc. opera 29 supermercados con 1704 empleados en el noreste norteamericano.

**Gráfico 26: Retorno de Ingles Markets Inc. vs S&P500 (05/2013-05/2018)**



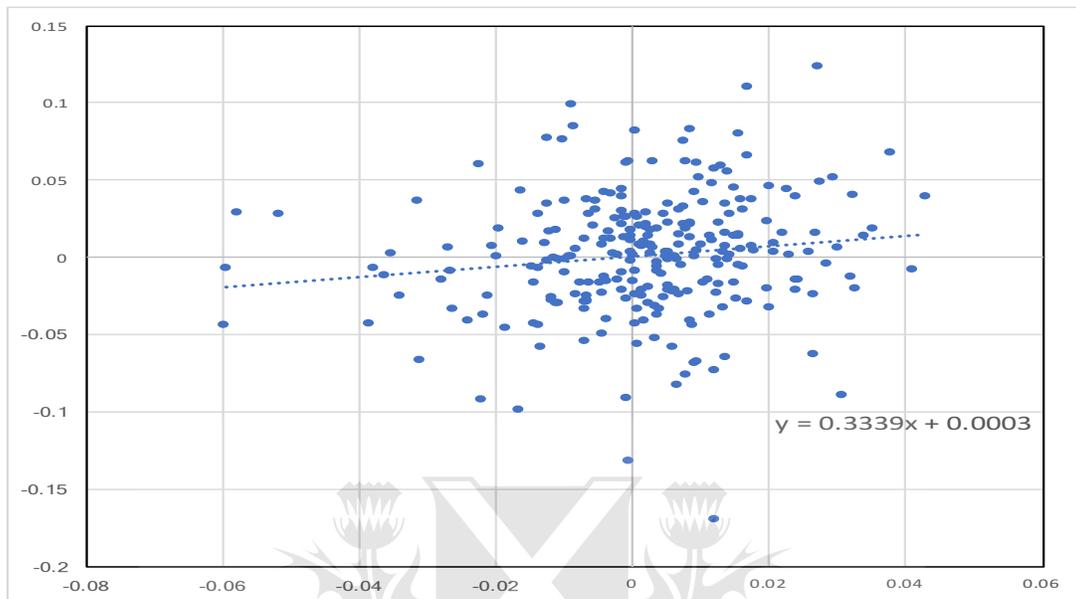
Fuente: Elaboración propia, datos Yahoo Finance.

**Gráfico 27: Retorno de Weis Markets Inc. vs S&P500 (05/2013-05/2018)**



Fuente: Elaboración propia, datos Yahoo Finance.

**Gráfico 28: Retorno de Village Markets Inc. vs S&P500 (05/2013-05/2018)**



Fuente: Elaboración propia, datos Yahoo Finance.

El Beta representa el riesgo sistemático de la empresa reflejando características tales como el sector en que la empresa actúa, estructura de capital, etc. Por lo tanto, la relación entre la deuda de la empresa (D) y su capital propio (E) también interfiere en el Beta, ya que cuanto mayor la relación D/E mayor será el riesgo y consecuentemente mayor será el Beta.

Por estos motivos se procede a desapalancar el Beta a fin de que no esté influenciada por la estructura de capital de cada firma sino por la estructura de capital promedio de la industria.

Por lo tanto, se calcula la estructura de capital promedio de la industria y se obtiene el Beta des- apalancado a partir del Beta apalancado promedio de 0,663.

$$Beta\ Unlevered = Beta\ Levered / [ 1 + ( 1 - t ) ( D / E ) ]$$

Una vez obtenido el Beta desapalancado, lo apalancamos según la estructura de capital de SAIEP, y así la Beta obtenida para SAIEP es de 0,69.

**Cuadro 34: SAIEP, Estructura de Capital**

SAIEP en millones de AR\$	
DEUDA	2823
CAPITALIZACION DE MERCADO	13125
D/E	0,22
Beta Levered SAIEP	0,69

Fuente: Elaboración propia, datos yahoo finance y balances SAIEP.

### Riesgo País, 6,06%

Si bien hay una tendencia a una diversificación global de los portafolios, los inversores aún tienen un sesgo local para con los mismos. Las correlaciones altas entre los mercados implican que una porción riesgo país no es diversificable, por lo cual se necesita medirlo e incluirlo en el cálculo de los retornos esperados.

Por desempeñarse SAIEP dentro de un mercado emergente, se propone calcular el Riesgo País como la diferencia entre la YTM de un bono a 10 años del tesoro de Estados Unidos, utilizado como base para calcular la tasa libre de riesgos, y un bono soberano argentino del mismo plazo. Para la comparación se tomó el Bonar 2028 el cual a 28/06/2018 tenía una YTM de 8,89%. El bono del Tesoro de los Estados Unidos presentaba una YTM de 2,83%, por lo cual el Riesgo País es de 6,06%.

### Costo del equity (CoE),

El costo del equity surge de aplicar la fórmula siguiente,

$$CoE = Rf + \beta(Rm - Rf) + RP$$

De esta forma el CoE en dólares es de 13,05%.

Para transformarlo a pesos, estimamos la tasa compuesta de crecimiento promedio de la inflación proyectada en Argentina según escenario base (11,35% en los próximos 10 años) y de Estados Unidos según cifras estimadas por el Fondo Monetario Internacional (2,15%), según el cuadro 35.

$$CoE \text{ en pesos} = (1 + CoE \text{ en USD}) \times \frac{(1 + TCCP \text{ Inflación argentina})}{(1 + TCCP \text{ Inflación estadounidense})}$$

**Cuadro 35: Inflación estimada escenario base**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
ARGENTINA	25,0%	25,0%	18,0%	12,0%	9,0%	7,0%	5,0%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%
EEUU	2,5%	2,4%	2,1%	2,0%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%

Fuente: Elaboración propia y FMI.

Reemplazando en la fórmula los valores ya obtenidos, obtenemos con Costo del Equity en pesos de 22,96%

### Costo de la deuda (CoD)

Para estimar el costo de la deuda en pesos se ha recurrido a la tasa que pagó SAIEP en el último ejercicio según balances, la cual fue de 4,15% en dólares estadounidenses. Por lo cual utilizando la misma fórmula anterior se la pasa a pesos y la misma es 13,28%.

### Tasa impositiva (t): 35%

La alícuota impositiva se ha establecido en base al porcentaje actual del impuesto a las ganancias.

### Estructura de Capital y WACC.

La misma se obtiene en base a la estructura de la firma a cierre de balance trimestral a 31 de marzo de 2018, con los datos ya obtenidos.

**Cuadro 36: Estructura de Capital de la Firma y Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)**

Acciones en Circulación	500,00
Precio de la acción en pesos	26,25
Capitalización de Mercado	13125,00
Deuda Financiera	2823,00
Caja en USD	
Valor de la firma en MM de USD	15948,00
Deuda / Valor Firma	17,70%
Equity / Valor Firma	82,30%
Tasa	31,39%
<b>WACC</b>	<b>20,51%</b>

*Fuente: Elaboración propia.*

## 8.1.1. Flujos de Fondos

### 8.1.1.1. Escenario Caso Base

#### Proyección de principales variables macroeconómicas

En el siguiente cuadro se exponen los supuestos utilizados para las proyecciones a 11 años en el escenario del caso base:

**Cuadro 37: Escenario Base: Evolución de PBI, Inflación y Ventas**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
INFLACION	25%	25%	18%	12%	9%	7%	5%	4%	4%	4%	3%
PBI	1%	0%	2%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
VENTAS	23%	23%	20%	14%	10%	7%	5%	4%	4%	4%	4%

Fuente: Elaboración propia.

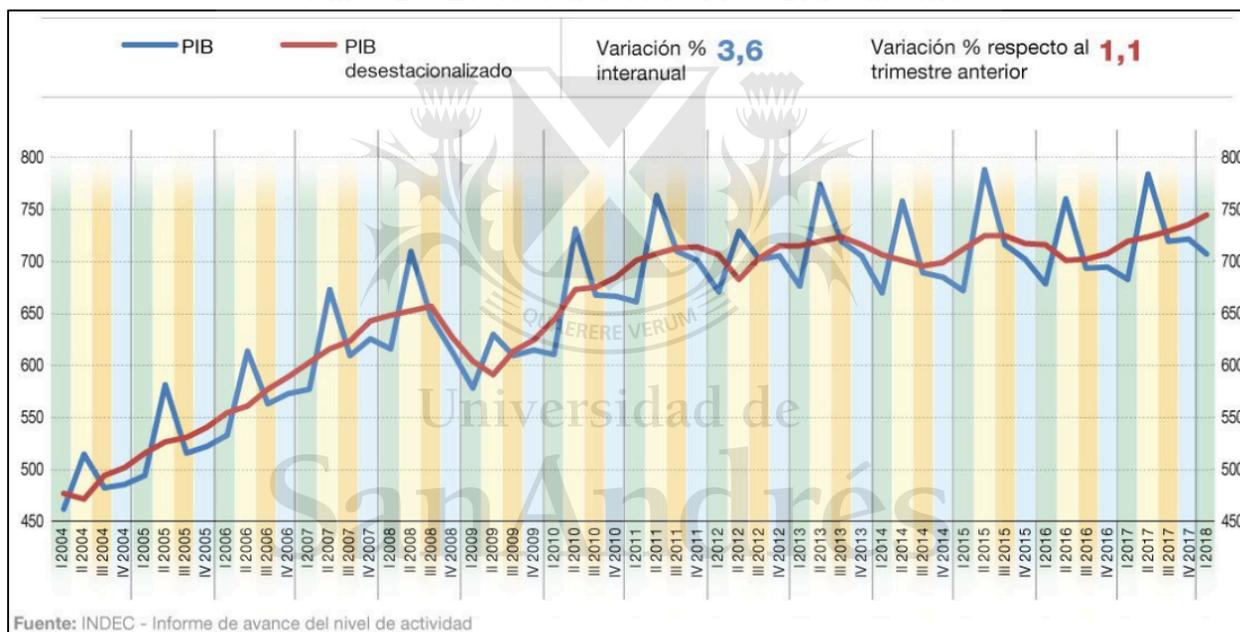
Luego de 8 trimestres consecutivos de crecimiento, la economía estaría entrando en una etapa recesiva que llevan estimaciones de crecimiento para 2018 a situarse en un rango de 0,5% a 1%. El contexto internacional con alzas esperadas en las tasas del tesoro de los Estados Unidos y salidas de capitales de los países emergentes, sumado a desequilibrios internos dentro de la economía argentina donde principalmente se destacan el déficit fiscal y de comercio exterior, presionaron sobre el peso argentino que en los últimos meses se ha devaluado un 45%. Esto en conjunto con alzas de tasas, precio del petróleo y las naftas ejercen una mayor presión inflacionaria que afecta el consumo y la actividad.

Si bien no se observan aún claros candidatos de la oposición política que surjan como grandes rivales para el actual presidente de la Nación en las próximas elecciones, su imagen de este está en baja y aumentan los interrogantes sobre la continuidad del proceso económico. El reciente acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el acceso a fondos para ampliar o mantener las reservas del BCRA en caso de ser necesario apuntalan y dan cierta certeza sobre el financiamiento del actual programa económico. Por ello se supone la continuidad del programa luego de las elecciones presidenciales del 2019, y una moderada pero continua mejora económica en función del mayor plazo así obtenido para la política económica,

gradualista en cuanto a la velocidad de la corrección de los desequilibrios, que está llevando adelante el presente gobierno. De todas formas el programa de reducción de déficit fiscal, que se mantiene y se acentúa según recientes anuncios del gobierno, se estima seguirá impactando negativamente sobre el consumo y la actividad de SAIEP al menos en lo que resta del 2018 y 2019.

El siguiente cuadro obtenido del INDEC muestra la evolución del PBI en los últimos años en miles de millones de pesos a precios de 2004.

**Gráfico 29: Evolución del Producto Bruto Interno**



### Proyección del Estado de Resultados y Situación Patrimonial

La proyección del estado de situación patrimonial de la firma, estado de resultados y el cuadro de flujo de fondos libres para el caso base se encuentran detallados en los anexos.

El período de nueve meses finalizado el 31 de marzo de 2018 registra ventas por \$ 27.154.383, reflejando así un incremento de 19,16% respecto de igual período del ejercicio anterior, en el que totalizaron \$ 22.778.128. Los márgenes de rentabilidad se ven afectados por costos que evolucionan a un ritmo mayor que las ventas, por lo cual se estima que los mismos seguirán retrayéndose, tanto a niveles de margen bruto, operativo y resultado final, siendo este último

cercano a cero en la proyección a 30/06/2018.

Influyen en el resultado, además de los costos que no se pueden trasladar a precios, los efectos de la devaluación que generan diferencias de cambio negativa en función a los préstamos en moneda extranjera tomados. A 31/03/2018 estos préstamos equivalen a 82 millones de dólares. En parte, estas diferencias de cambio negativas son compensadas por créditos a cobrar por 37 millones de dólares y bienes de cambio cotizados en moneda extranjera por aproximadamente 13 millones de dólares. Estos últimos mayormente producto de la actividad de exportación frigorífica. Los resultados por tenencia de la revalorización de los stocks, como los resultados de cambio generados por los activos producto de la devaluación del peso, se exponen en el proyectado en la cuenta Inversiones Corto Plazo y no en la cuenta Bienes de Cambio o Créditos por Ventas a fin de que no influyan en los movimientos de caja en el cuadro de Flujo de Fondos de la Firma, dado que no son Flujos de Caja propiamente dichos originados por el negocio.

En cuanto al cuadro de flujo de fondos libres se observa una caída en las inversiones de capital (CAPEX) y en aplicaciones a capital de trabajo. Esto se estima así dado que la caída en ventas y las condiciones de mercado no están dadas para inversiones de crecimiento, además tal como se refleja en balance trimestral a 31/03/2018 se han estirado los plazos de pago a proveedores.

A medida que la economía se recupera, y así alienta la recuperación del consumo, las ventas proyectadas evolucionan a mayor ritmo que la inflación y el alza de costos, mejorando la rentabilidad de la firma y tendiendo a niveles históricos y globales de la actividad, al igual que el resto de los principales ratios. A perpetuidad el crecimiento es  $g=7\%$ , que sería el crecimiento proyectado a de la economía del 3% mas el 4% de inflación.

**Cuadro 38: SAIEP, Proyección del Flujo de Fondos**

	2018		2019		2020		2021		2022		2023		2024		2025		2026		2027		2028	
EBIT	1.023.162	2,7%	1.242.619	2,7%	2.238.992	4,0%	2.736.543	4,3%	3.828.359	5,5%	4.660.614	6,3%	5.203.233	6,7%	5.408.602	6,7%	6.096.488	7,2%	6.408.148	7,3%	6.734.392	7,4%
EBIT (1- T)	<b>665.055</b>	1,8%	<b>807.703</b>	1,7%	<b>1.455.345</b>	2,6%	<b>1.778.753</b>	2,8%	<b>2.488.433</b>	3,6%	<b>3.029.399</b>	4,1%	<b>3.382.102</b>	4,3%	<b>3.515.592</b>	4,3%	<b>3.962.717</b>	4,7%	<b>4.165.296</b>	4,7%	<b>4.377.355</b>	4,8%
D&A	268.293	0,7%	312.953	0,7%	368.777	0,7%	435.767	0,7%	517.643	0,7%	599.519	0,8%	681.395	0,9%	763.271	0,9%	845.147	1,0%	927.023	1,1%	1.008.899	1,1%
CAPEX	-550.000	-1,5%	-550.000	-1,2%	-650.000	-1,2%	-750.000	-1,2%	-900.000	-1,3%	-1.050.000	-1,4%	-1.049.997	-1,3%	-1.049.994	-1,3%	-1.049.991	-1,2%	-1.049.988	-1,2%	-1.049.985	-1,1%
WC	-276.620	-0,7%	-246.898	-0,5%	-162.188	-0,3%	-133.236	-0,2%	-39.621	-0,1%	-268.004	-0,4%	-226.757	-0,3%	-181.027	-0,2%	-168.950	-0,2%	-174.063	-0,2%	-180.743	-0,2%
clientes	-387.089	-1,0%	-235.822	-0,5%	-278.662	-0,5%	-273.595	-0,4%	-346.554	-0,5%	-266.846	-0,4%	-203.947	-0,3%	-171.315	-0,2%	-178.168	-0,2%	-185.295	-0,2%	-192.706	-0,2%
stocks	-526.496	-1,4%	-749.119	-1,6%	-833.978	-1,5%	-586.811	-0,9%	-445.271	-0,6%	-437.190	-0,6%	-342.481	-0,4%	-281.010	-0,3%	-283.054	-0,3%	-294.100	-0,3%	-305.580	-0,3%
proveedores	636.966	1,7%	738.043	1,6%	950.452	1,7%	727.170	1,1%	752.204	1,1%	436.033	0,6%	319.671	0,4%	271.298	0,3%	292.272	0,3%	305.332	0,3%	317.544	0,3%
FFLF	<b>106.729</b>	0,3%	<b>323.757</b>	0,7%	<b>1.011.934</b>	1,8%	<b>1.331.284</b>	2,1%	<b>2.066.455</b>	3,0%	<b>2.310.914</b>	3,1%	<b>2.786.742</b>	3,6%	<b>3.047.841</b>	3,7%	<b>3.588.923</b>	4,2%	<b>3.868.268</b>	4,4%	<b>4.155.526</b>	4,5%

Fuente: Elaboración propia. Cifras en miles de pesos.

**Cuadro 39: Valor terminal y Valor de la Acción**

<b>Valor Terminal en Pesos</b>	<b>33.217.634</b>
<b>V.T. Descontado en Pesos</b>	<b>4.266.922</b>
<b>DCF en Pesos</b>	<b>10.992.649</b>
Deuda financiera SAIEP	2.822.644
Valor del Equity	8.170.005
<b>Precio por acción</b>	<b>16,34</b>
Valor de Mercado	13.125.000
<b>Precio por acción</b>	<b>26,25</b>
<b>Sobreprecio</b>	<b>-38%</b>

*Fuente: Elaboración propia. Precio por acción en pesos, resto de las cifras en miles de pesos.*

Con los supuestos tomados en el caso base, el valor de la firma es de 10,99 mil millones de pesos. Al restarles la deuda financiera de SAIEP al 31/03/2018 el Valor del Equity es de 8,17 mil millones de pesos.

Teniendo en cuenta que el Valor de Mercado, representado por 500.000.000 acciones, el precio teórico de la acción sería de 16,34 pesos. Comparándolo con el valor de 26,25 pesos por acción a 28/06/2018, se observa que la acción debería bajar un 38% de su precio actual para equiparar el valor determinado por la valuación del DCF.

### 8.1.1.2. Escenario Optimista

A continuación, se presentan los cuadros del escenario optimista y valuación por Flujos de Fondos Libres correspondiente.

**Cuadro 40: Escenario Optimista: Evolución de PBI, Inflación y Ventas**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
INFLACION	25%	23%	16%	10%	7%	5%	4%	4%	3%	3%	3%
PBI	1%	1%	3%	5%	5%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
VENTAS	23%	24%	21%	15%	11%	7%	7%	6%	5%	4%	4%

Fuente: Elaboración propia.

En el presente escenario, se descuenta una recuperación económica mas acelerada que en el caso base. Asimismo, la inflación se reduce respecto el escenario anterior.

Las ventas en este escenario evolucionan por encima de la inflación dada la recuperación económica que tracciona sobre el consumo masivo. Luego del período 2028 el crecimiento es igual al crecimiento de la economía estimado a perpetuidad,  $g=6\%$ , compuesto por 3% de crecimiento de la economía y 3% de inflación.

Los costos evolucionan siguiendo la inflación, por ende son menores a la evolución de ventas, lo que mejora los márgenes de la firma, logrando arribar a un porcentaje mas aproximados a los promedios históricos mucho mas rápidamente que en el escenario el caso base.

Los Flujos de Fondos Libres se ven mejorados asimismo respecto al ejercicio anterior, incluso con mayores aplicaciones de capital de trabajo y menores amortizaciones proyectadas.

### Cuadro 41: Flujo de Fondos Libres Proyectados

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	1.023.162	1.321.861	2.593.243	3.257.593	4.614.572	5.619.372	6.784.515	7.369.389	8.290.494	8.683.695	9.008.407
EBIT (1-T)	665.055	859.210	1.685.608	2.117.436	2.999.472	3.652.591	4.409.935	4.790.103	5.388.821	5.644.402	5.855.464
D&A	268.293	312.953	368.777	435.767	517.643	599.519	681.395	763.271	845.147	927.023	1.008.899
CAPEX	-550.000	-550.000	-650.000	-750.000	-900.000	-1.050.000	-1.049.997	-1.049.994	-1.049.991	-1.049.988	-1.049.985
WC	-216.559	-33.591	-124.519	-264.323	-26.384	88.746	-221.004	-207.850	-188.161	-165.141	-130.879
clientes	-387.089	-131.813	-280.927	-463.530	-390.910	-65.087	-280.681	-257.424	-227.392	-191.009	-148.987
stocks	-456.681	-758.421	-751.101	-603.950	-466.199	-415.515	-436.377	-396.101	-353.325	-301.378	-232.755
proveedores	627.211	856.644	907.510	803.157	830.726	569.347	496.054	445.675	392.555	327.245	250.862
FFLF	166.789	588.572	1.279.866	1.538.879	2.590.731	3.290.856	3.820.329	4.295.529	4.995.816	5.356.295	5.683.499

Fuente: Elaboración propia. Cifras en miles de pesos.

### Cuadro 42: Valor terminal y Valor de la Acción

Valor Terminal en Pesos	45.431.645
V.T. Descontado en Pesos	5.835.855
DCF en Pesos	14.946.901
Deuda financiera SAIEP	2.822.644
Valor del Equity	12.124.257
Precio por acción	24,25
Valor de Mercado	13.125.000
Precio por acción	26,25
Sobreprecio	-8%

Fuente: Elaboración propia. Precio por acción en pesos, resto de las cifras en miles de pesos.

Resulta así en el escenario optimista que el valor de la firma según el método de Flujos de Caja Descontados es de 14,94 mil millones de pesos. Al restarles la deuda financiera de SAIEP al 31/03/2018 el Valor del Equity es de 12,12 mil millones de pesos, y el precio teórico de la acción de 24,25 pesos.

Por lo tanto, la acción debería bajar un 15% de su precio actual para equiparar el valor determinado por la valuación del DCF.

### 8.1.1.3. Escenario Pesimista

**Cuadro 43: Escenario Pesimista: Evolución de PBI, Inflación y Ventas**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
INFLACION	25%	35%	25%	20%	15%	12%	10%	8%	6%	5%	4%
PBI	1%	-2%	0%	2%	3%	4%	4%	4%	4%	4%	3%
VENTAS	23%	30%	25%	20%	15%	12%	10%	8%	6%	5%	3%

Fuente: Elaboración propia.

En el escenario pesimista la recesión económica de 2018 se transforma en caída del PBI en 2019, lo que impulsa mayor desconfianza de los mercados en el rumbo económico, cuya recuperación es mas paulatina que en los escenarios base y optimista.

A su vez, las ventas evolucionan por debajo de la inflación. A perpetuidad el crecimiento es  $g=7\%$ , que sería el crecimiento proyectado a de la economía del 3% mas el 4% de inflación.

**Cuadro 44: Flujo de Fondos Libres Proyectados**

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
EBIT	1.023.162 2,7%	1.139.044 2,3%	1.777.783 2,9%	2.002.667 2,7%	2.455.191 2,9%	4.182.381 4,4%	5.268.722 5,1%	5.684.700 5,1%	6.592.274 5,5%	6.918.438 5,5%	6.874.547 5,3%
EBIT (1- T)	665.055 1,8%	740.379 1,5%	1.155.559 1,9%	1.301.734 1,8%	1.595.874 1,9%	2.718.548 2,9%	3.424.669 3,3%	3.695.055 3,3%	4.284.978 3,6%	4.496.985 3,6%	4.468.455 3,5%
D&A	268.293 0,7%	312.953 0,6%	368.777 0,6%	435.767 0,6%	517.643 0,6%	599.519 0,6%	681.395 0,7%	763.271 0,7%	845.147 0,7%	927.023 0,7%	1.008.899 0,8%
CAPEX	-550.000 -1,5%	-550.000 -1,1%	-650.000 -1,1%	-750.000 -1,0%	-900.000 -1,1%	-1.050.000 -1,1%	-1.050.000 -1,0%	-1.050.000 -0,9%	-1.050.000 -0,9%	-1.050.000 -0,8%	-1.050.000 -0,8%
WC	-216.559 -0,6%	-381.347 -0,8%	-852.028 -1,4%	-663.429 -0,9%	-510.328 -0,6%	-116.299 -0,1%	-403.735 -0,4%	-510.297 -0,5%	-421.121 -0,4%	-363.531 -0,3%	-281.802 -0,2%
clientes	-387.089 -1,0%	0 0,0%	-669.365 -1,1%	-669.365 -0,9%	-602.428 -0,7%	-295.591 -0,3%	-491.421 -0,5%	-432.450 -0,4%	-350.285 -0,3%	-309.418 -0,2%	-194.933 -0,2%
stocks	-456.681 -1,2%	-1.345.611 -2,8%	-1.132.867 -1,9%	-1.087.729 -1,5%	-921.368 -1,1%	-800.364 -0,8%	-897.654 -0,9%	-779.694 -0,7%	-631.552 -0,5%	-557.871 -0,4%	-385.620 -0,3%
proveedores	627.211 1,7%	964.264 2,0%	950.203 1,6%	1.093.664 1,5%	1.013.469 1,2%	979.656 1,0%	985.340 0,9%	701.848 0,6%	560.716 0,5%	503.758 0,4%	298.751 0,2%
FFLF	166.789 0,4%	121.985 0,2%	22.308 0,0%	324.071 0,4%	703.189 0,8%	2.151.767 2,3%	2.652.329 2,6%	2.898.029 2,6%	3.659.003 3,1%	4.010.476 3,2%	4.145.552 3,2%

Fuente: Elaboración propia. Cifras en miles de pesos.

**Cuadro 45: Valor terminal, Valor de la Firma y Valor del Equity proyectados**

<b>Valor Terminal en Pesos</b>	<b>33.137.907</b>
<b>V.T. Descontado en Pesos</b>	<b>4.256.681</b>
<b>DCF en Pesos</b>	<b>8.859.711</b>
Deuda financiera SAIEP	2.822.644
Valor del Equity	6.037.067
<b>Precio por acción</b>	<b>12,07</b>
Valor de Mercado	13.125.000
<b>Precio por acción</b>	<b>26,25</b>
<b>Sobreprecio</b>	<b>-54%</b>

*Fuente: Elaboración propia. Precio por acción en pesos, resto de las cifras en miles de pesos.*

Resulta así en el escenario pesimista que el valor de la firma según el método de Flujos de Caja Descontados es de 8,8 mil millones de pesos. Al restarles la deuda financiera de SAIEP al 31/03/2018 el Valor del Equity es de 6 mil millones de pesos y el precio teórico por acción es de 12,07 pesos.

Por lo tanto, la acción debería bajar un 54% de su precio actual para equiparar el valor determinado por la valuación del DCF.

## 8.2. Valuación por Múltiplos

La valuación por múltiplos o valuación relativa permite estimar el valor de una empresa mediante la utilización de la valoración de distintos activos de naturaleza similar, es decir activos que sean comprables.

Es una metodología de cálculo sencillo, y que es utilizada en la mayoría de las valuaciones en mercados de capitales.

Para realizar la valuación relativa necesitamos identificar compañías que cotizan en bolsa, que realicen actividades de negocios similares y posean características similares en términos de retorno y riesgo.

Permite en forma sencilla deducir si una compañía está sobre o subvaluada y adicionalmente, detectar outliers, es decir, valores máximos o mínimos que la empresa no podría tener.

En el caso de los supermercados, un ratio apropiado para la medición podría ser el EV/S (valor de la firma sobre ventas). Es más confiable que el P/S (precio de la acción sobre ventas) porque no está impactado por la estructura de capital de la firma.

Otro ratio que podemos utilizar EV/EBITDA, el cual tiene un uso generalizado por distintas razones. Entre ellas, que puede calcularse para firmas que registrar resultados finales negativos, firmas con grandes inversiones en infraestructura, firmas con distintas estructuras de capital. Entre sus limitaciones no incorpora inversiones en capital (CAPEX) el cual podría ser necesario para mantener una posición competitiva o bien crecer en el negocio.

$$\frac{\text{Valor de la Firma}}{\text{EBITDA}} = \frac{\text{Valor de Mercado del Equity} + \text{Valor de Mercado de la Deuda}}{\text{Ganancias antes de Intereses, Impuestos y Depreciación}}$$

Para la valuación el múltiplo utilizado es EV/EBITDA, y los comparable regionales de Latinoamérica son Cencosud, Walmart México y Centroamérica, Lojas Americanas y Companhia Brasileira de Distribuição.

**Cuadro 50: SAIEP y comparables regionales**

COMPAÑIA	PAISES	EV / EBITDA	EV / Ventas	Margen EBITDA	ROE	ROA
SAIEP 	ARGENTINA	<b>17,85</b>	0,51	2,92%	11,30%	3,50%
Cencosud 	CHILE ARGENTINA BRASIL COLOMBIA PERU	<b>11,44</b>	0,7	6,12%	10,36%	2,71%
Walmart Mx y Centroamérica 	MEXICO COSTA RICA EL SALVADOR GUATEMALA HONDURAS NICARAGUA	<b>16,62</b>	1,58	6,49%	19,84%	11,11%
Lojas Americanas 	BRASIL	<b>13,11</b>	1,87	14,23%	3,95%	0,86%
Companhia Brasileira de Distribuição 	BRASIL	<b>8,71</b>	0,55	6,27%	3,94%	3,11%

Fuente: Elaboración propia. Fuente: Yahoo Finance.

Al ratio EV/EBITDA promedio de los comparables se le multiplicó el EBITDA de SAIEP para obtener el Valor de la Firma. A ese valor se le restó la deuda financiera de SAIEP y se le sumó la caja para tener el Valor del Equity, que al dividirlo por la cantidad de acciones en circulación de SAIEP da un valor de 16,64 pesos por acción.

**Cuadro 51: Valor de la Firma y Valor del Equity**

EV/EBITDA promedio comparables	12,47
EV/EBITDA promedio comparables por EBITDA SAIEP	11.141.384
Deuda Financiera SAIEP	2.823.000
Valor del Equity de SAIEP	8.318.384
Precio por acción de SAIEP	16,63

Fuente: Cifras en miles de pesos salvo el precio de la acción.

Siendo que el Valor de Mercado de SAIEP, representado por 500.000.000 acciones a un valor de 26,25 pesos por acción a 28/06/2018, es de 13,12 mil millones de pesos, se observa que la acción debería bajar un 36,64% de su precio actual para equiparar el valor determinado por la valuación por múltiplos.

Seguidamente se presentan tablas de sensibilidades del valor de la firma, del valor del equity y del valor de la acción. La sensibilidad se realiza en función de las distintas combinaciones entre posibles rangos de EV/EBITDA y de EBITDA de la firma.

**Cuadro 52: Análisis de Sensibilidad: Valor de la Firma de SAIEP**

		EV / EBITDA								
		12,47	12,85	13,85	14,85	15,85	16,85	17,85	18,85	19,85
EBITDA EN MILLONES DE PESOS	693	8642	8905	9598	10291	10984	11677	12370	13063	13756
	793	9889	10190	10983	11776	12569	13362	14155	14948	15741
	893	11136	11475	12368	13261	14154	15047	15940	16833	17726
	993	12383	12760	13753	14746	15739	16732	17725	18718	19711
	1093	13630	14045	15138	16231	17324	18417	19510	20603	21696
	1193	14877	15330	16523	17716	18909	20102	21295	22488	23681

Fuente: Elaboración propia. En millones de pesos.

**Cuadro 53: Análisis de Sensibilidad: Valor del Equity de SAIEP**

		EV / EBITDA								
		12,47	12,85	13,85	14,85	15,85	16,85	17,85	18,85	19,85
EBITDA EN MILLONES DE PESOS	693	5819	6082	6775	7468	8161	8854	9547	10240	10933
	793	7066	7367	8160	8953	9746	10539	11332	12125	12918
	893	8313	8652	9545	10438	11331	12224	13117	14010	14903
	993	9560	9937	10930	11923	12916	13909	14902	15895	16888
	1093	10807	11222	12315	13408	14501	15594	16687	17780	18873
	1193	12054	12507	13700	14893	16086	17279	18472	19665	20858

Fuente: Elaboración propia. En millones de pesos.

**Cuadro 54: Análisis de Sensibilidad: Valor de la Acción de SAIEP**

		EV / EBITDA								
		12,47	12,85	13,85	14,85	15,85	16,85	17,85	18,85	19,85
EBITDA EN MILLONES DE PESOS	693	11,64	12,16	13,55	14,94	16,32	17,71	19,09	20,48	21,87
	793	14,13	14,73	16,32	17,91	19,49	21,08	22,66	24,25	25,84
	893	16,63	17,30	19,09	20,88	22,66	24,45	26,23	28,02	29,81
	993	19,12	19,87	21,86	23,85	25,83	27,82	29,80	31,79	33,78
	1093	21,61	22,44	24,63	26,82	29,00	31,19	33,37	35,56	37,75
	1193	24,11	25,01	27,40	29,79	32,17	34,56	36,94	39,33	41,72

Fuente: Elaboración propia. En pesos.

Los cuadrantes en verde son los resultados mas probables de la acción, en función del EBITDA proyectado para el ejercicio cerrado 06/2018 y un ratio EV/EBITDA que podría desplazarse hacia el promedio de la industria según comparables analizados. Así la acción podría cotizar entre un rango de 16,63 que es el precio de la acción obtenida en la valuación por múltiplos a 29,80 pesos por acción que es el EBITDA proyectado de SAIEP por su ratio EV/EBITDA actual.

Esto es consistente con las valuaciones obtenidas anteriormente, donde el precio de la acción en un escenario base es menor al observado en el mercado, con la salvedad de la variante de valores descontados y Valor Terminal obtenido por múltiplos, donde el valor de la acción obtenido es similar a la cotización actual en el mercado.

## 9. Conclusiones

En función de los cálculos obtenidos anteriormente para el valor de la acción de SAIEP, se recomienda salir de la posición en la firma.

Si bien las fluctuaciones económicas de estos últimos meses nos ubican en un escenario de alta incertidumbre y con alta complejidad para predecir las variables futuras, se observa que solo ante un escenario muy optimista se podría arribar a valores de mercado aproximados a los que hoy posee la firma. Hay alto consenso a nivel mercado en que las condiciones para el consumo masivo no son auspiciosas para lo que queda del 2018 y seguramente parte del 2019 a pesar de las elecciones presidenciales, por lo cual hay alta probabilidad de que siga la tendencia a la baja de la cotización de la acción de SAIEP, en dólares.

El hecho de que 3 de las 5 mayores cadenas de supermercados con actividad en Argentina han presentado resultados negativos en sus últimos ejercicios contables<sup>33</sup> pone de manifiesto la crítica situación del rubro.

Posiblemente el mercado esté descontando cambios fiscales y laborales que mejoren la estructura de costos de la actividad, tal como sucedió con la cadena Carrefour en abril de 2018 y el acuerdo preventivo de crisis llevado adelante, para que el precio de la acción no baje a los niveles calculados como mas probables en el presente trabajo.

Otro tema que seguramente influye en el precio es la poca liquidez de la acción, la cual mayormente está en poder de la familia controlante. La falta de oferta podría mantener el precio de la acción en valores no óptimos.

Continuando con el análisis de corto plazo, la variable que podría llegar a mejorar, o al menos compensar parte del impacto negativo que tiene la caída del consumo en SAIEP, es el segmento frigorífico, y mas específicamente el de exportación. Dicho segmento tiene perspectivas optimistas y la tendencia favorable se observa desde 2017 producto de las medidas económicas llevadas adelante por el actual gobierno. Sin embargo, en función de la baja participación que aún poseen dichos ingresos respecto de los ingresos totales de SAIEP, se estima poco significativo.

Por lo tanto, los desafíos que se le presentan a la empresa son grandes y en varios frentes. Por un lado, el contexto económico nacional con medidas que atentan en el corto plazo contra el consumo, el contexto internacional donde hay una salida de fondos de países emergentes hacia desarrollados, con alzas previstas en las tasas de los Estados Unidos, y por último cambios de hábitos en el consumo a nivel global. Este último factor, por la región donde se desarrolla, SAIEP quizá sea el menos urgente, pero es un frente que no se debería descuidar a mediano/largo plazo.

---

<sup>33</sup> Las filiales argentinas de Cencosud, Walmart y Carrefour.

## 10. Anexos<sup>34</sup>

**Cuadro I: SAIEP. Estado de la situación patrimonial y Estado de Resultados. Últimos 5 períodos.**

<b>RATIOS Y ESTADO PATRIMONIAL</b>	<b>30/06/2013 ANUAL</b>	<b>30/06/2014 ANUAL</b>	<b>30/06/2015 ANUAL</b>	<b>30/06/2016 ANUAL</b>	<b>30/06/2017 ANUAL</b>
VENTAS NETAS	9.794.226	13.422.185	18.741.673	24.890.464	30.558.859
RESULTADO NETO	197.106	458.873	502.545	586.874	298.561
LIQUIDEZ CORRIENTE (Veces)	1,02	1,05	1,02	1,07	1,21
ENDEUDAM. TOTAL (Veces)	1,78	1,70	1,86	1,93	2,38
D. FINANCIERA/ EBITDA (Veces)	1,21	0,57	0,77	1,10	2,43
COMPRAS	6.044.112	8.251.417	11.459.118	15.201.431	18.281.366
ROT. DE EXISTENCIAS (Días)	50	53	55	59	54
ROT. DE ACTIVOS (Veces)	3,23	3,31	3,53	3,66	3,59
PROMEDIO DE PAGOS (Días)	58	58	56	52	50
PROMEDIO DE COBROS (Días)	20	22	22	23	27
RENTAB. DEL ACTIVO (%)	16,51%	28,42%	26,25%	24,44%	11,84%
RENTABILIDAD/ P.N. (%)	19,30%	35,39%	29,77%	27,86%	12,23%
RENTABILIDAD/ VENTAS (%)	2,01%	3,42%	2,68%	2,36%	0,98%
EVOLUCION DE VENTAS (%)	27,67%	37,04%	39,63%	32,81%	22,77%

<b>ACTIVO CP</b>	<b>1.675.410</b>	<b>55%</b>	<b>2.395.989</b>	<b>59%</b>	<b>3.341.087</b>	<b>63%</b>	<b>4.572.169</b>	<b>67%</b>	<b>5.964.010</b>	<b>70%</b>
Disponibilidades	94.948	3%	100.544	2%	127.435	2%	91.636	1%	93.784	1%
Inversiones C.P.	41	0%	47.773	1%	25.659	0%	30	0%	30	0%
Créditos por Ventas	548.409	18%	806.878	20%	1.133.602	21%	1.553.584	23%	2.245.416	26%
Bienes de Cambio	908.274	30%	1.310.251	32%	1.885.130	36%	2.706.778	40%	3.103.903	36%
Otros Activos Corrientes	123.738	4%	130.543	3%	169.261	3%	220.141	3%	520.777	6%
<b>ACTIVO LP</b>	<b>1.353.447</b>	<b>45%</b>	<b>1.654.424</b>	<b>41%</b>	<b>1.967.231</b>	<b>37%</b>	<b>2.229.848</b>	<b>33%</b>	<b>2.553.500</b>	<b>30%</b>
Inversiones L.P.	22.730	1%	47.457	1%	64.865	1%	76.678	1%	24.743	0%
Cuentas a Cobrar	66.315	2%	126.961	3%	90.184	2%	163.416	2%	249.697	3%
Bienes de Uso	1.263.719	42%	1.477.490	36%	1.783.293	34%	1.960.675	29%	2.251.703	26%
Bienes Intangibles	683	0%	2.516	0%	28.889	1%	29.079	0%	27.357	0%
<b>TOTAL ACTIVO</b>	<b>3.028.857</b>	<b>###</b>	<b>4.050.413</b>	<b>###</b>	<b>5.308.318</b>	<b>###</b>	<b>6.802.017</b>	<b>###</b>	<b>8.517.510</b>	<b>###</b>
<b>PASIVO CP</b>	<b>1.635.207</b>	<b>54%</b>	<b>2.282.133</b>	<b>56%</b>	<b>3.275.439</b>	<b>62%</b>	<b>4.280.395</b>	<b>63%</b>	<b>4.917.199</b>	<b>58%</b>
Deuda Bancaria y Financiera	303.672	10%	323.131	8%	725.936	14%	1.222.534	18%	1.355.677	16%
Proveedores	953.757	31%	1.319.711	33%	1.769.832	33%	2.157.117	32%	2.510.239	29%
Deudas Sociales y Fiscales	336.870	11%	581.064	14%	671.684	13%	773.814	11%	927.159	11%
Otros Pasivos	5.796	0%	16.202	0%	19.620	0%	17.190	0%	16.931	0%
Divid. y Hon. a Pagar	28.780	1%	36.788	1%	82.952	2%	100.908	1%	100.142	1%
Provisiones	6.332	0%	5.237	0%	5.415	0%	8.832	0%	7.051	0%
<b>PASIVO LP</b>	<b>304.235</b>	<b>10%</b>	<b>264.416</b>	<b>7%</b>	<b>160.562</b>	<b>3%</b>	<b>180.748</b>	<b>3%</b>	<b>1.059.166</b>	<b>12%</b>
Deuda Bancaria y Financiera	215.687	7%	156.056	4%	64.069	1%	94.376	1%	948.225	11%
Deudas Sociales y Fiscales	66.994	2%	46.855	1%	30.735	1%	0	0%	26.544	0%
Otros Pasivos	3.729	0%	19.940	0%	14.818	0%	8.141	0%	1.831	0%
Provisiones	17.825	1%	41.565	1%	50.940	1%	78.231	1%	82.656	1%
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>1.939.442</b>	<b>64%</b>	<b>2.546.549</b>	<b>63%</b>	<b>3.436.001</b>	<b>65%</b>	<b>4.461.143</b>	<b>66%</b>	<b>5.976.365</b>	<b>70%</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>1.089.415</b>	<b>36%</b>	<b>1.503.864</b>	<b>37%</b>	<b>1.872.317</b>	<b>35%</b>	<b>2.340.874</b>	<b>34%</b>	<b>2.541.145</b>	<b>30%</b>
Capital Social	500.000	17%	500.000	12%	500.000	9%	500.000	7%	500.000	6%
Resultados no Asignados	392.309	13%	544.991	13%	869.772	16%	1.254.000	18%	1.742.584	20%
Resultado del Ejercicio	197.106	7%	458.873	11%	502.545	9%	586.874	9%	298.561	4%
<b>TOTAL PASIVO + P.N.</b>	<b>3.028.857</b>	<b>###</b>	<b>4.050.413</b>	<b>###</b>	<b>5.308.318</b>	<b>###</b>	<b>6.802.017</b>	<b>###</b>	<b>8.517.510</b>	<b>###</b>

<b>CUADRO ECONOMICO</b>	<b>30/06/2013</b>	<b>30/06/2014</b>	<b>30/06/2015</b>	<b>30/06/2016</b>	<b>30/06/2017</b>
Ingresos por Ventas o Servicios	9.794.226	13.422.185	18.741.673	24.890.464	30.558.859
Costo de Producción (*)	-6.608.738	-8.978.690	#####	#####	#####
- Resultado por Tenencia	0	0	0	0	0
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>3.185.488</b>	<b>4.443.495</b>	<b>6.220.561</b>	<b>8.229.786</b>	<b>9.770.457</b>
Gastos Administración (*)	-141.572	-196.995	-280.538	-383.441	-505.705
Gastos Comercialización (*)	-2.633.836	-3.413.898	-4.963.749	-6.696.058	-8.475.092
Otros Gastos Operativos (*)	14.358	-9.634	30.471	27.878	68.999
<b>RESULT. EXPLOTACION</b>	<b>424.438</b>	<b>822.968</b>	<b>1.006.745</b>	<b>1.178.165</b>	<b>858.659</b>
Amortización B.de Uso	-86.219	-97.277	-153.904	-170.216	-227.355
Res.Inversiones Permanentes	0	-6.980	7.178	7.420	34.796
<b>RESULT. ANTES DE Le I.</b>	<b>338.219</b>	<b>718.711</b>	<b>860.019</b>	<b>1.015.369</b>	<b>666.100</b>
Resultados Fin.Gen.por Activos	0	0	0	0	0
- Intereses	4.641	14.369	13.111	13.673	90.558
- Otros	2.746	26.352	6.639	64.689	6.242
Resultados Fin.Gen.por Pasivos	0	0	0	0	0
- Intereses	-52.615	-76.689	-154.594	-262.491	-310.465
<b>RESULT. DE OP. ORDINARIAS</b>	<b>292.991</b>	<b>682.743</b>	<b>725.175</b>	<b>831.240</b>	<b>452.435</b>
<b>RESULT. ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>292.991</b>	<b>682.743</b>	<b>725.175</b>	<b>831.240</b>	<b>452.435</b>
Impuestos	-95.885	-223.870	-222.630	-244.366	-153.874
<b>RESULTADO NETO</b>	<b>197.106</b>	<b>458.873</b>	<b>502.545</b>	<b>586.874</b>	<b>298.561</b>

<sup>34</sup> Cuadros del anexo de elaboración propia en base a Estados Financieros de SAIEP. Cifras en miles de pesos. Corresponde a escenario caso base.

**Cuadro II: SAIEP. Escenario Base. Evolución de la situación patrimonial y Estado de Resultados Proyectados.**

RATIOS Y ESTADO PATRIMONIAL	30/06/2018	30/06/2019	29/06/2020	29/06/2021	30/06/2022	01/07/2023	01/07/2024	02/07/2025	03/07/2026	04/07/2027	04/07/2028
	ANUAL										
VENTAS NETAS	37.487.397	46.232.498	55.478.997	63.246.057	69.570.663	74.440.609	78.162.639	81.289.145	84.540.711	87.922.339	91.439.233
RESULTADO NETO	4.522	8.141	695.327	1.127.996	1.970.142	2.560.289	2.915.514	2.995.785	3.407.033	3.556.393	3.715.232
LIQUIDEZ CORRIENTE (Vces)	1.14	1.40	1.13	1.11	1.14	1.22	1.37	1.52	1.67	1.80	1.92
ENDEUDAM. TOTAL (Vces)	3.03	3.72	3.49	2.83	2.80	1.47	1.19	1.02	0.90	0.83	0.76
D. FINANCIERA/EBITDA (Vces)	2.70	1.35	2.48	0.95	0.43	0.20	0.20	0.20	0.18	0.17	0.16
COMPRAS	22.524.113	27.806.187	33.302.460	37.600.880	41.160.747	44.002.750	46.086.318	47.854.601	49.759.588	51.749.696	53.819.400
ROT. DE EXISTENCIAS (Días)	52	51	51	50	49	49	49	49	49	49	49
ROT. DE ACTIVOS (Vces)	3.85	4.25	4.45	4.55	4.44	4.12	3.67	3.30	2.97	2.71	2.48
PROMEDIO DE PAGOS (Días)	51	51	51	54	56	56	56	56	56	56	56
PROMEDIO DE COBROS (Días)	26	23	23	20	20	20	20	20	20	20	20
RENTA DEL ACTIVO (%)	0,80%	0,80%	1,958%	24,16%	33,07%	35,24%	31,34%	25,70%	23,88%	20,78%	18,43%
RENTABILIDAD/F.N. (%)	0,18%	0,34%	27,13%	34,90%	44,31%	40,72%	34,17%	27,34%	25,80%	21,63%	19,13%
RENTABILIDAD/VENTAS (%)	0,01%	0,02%	1,25%	1,78%	2,83%	3,44%	3,73%	3,69%	4,03%	4,04%	4,06%
EVOLUCIONES DE VENTAS (%)	23,00%	23,00%	20,00%	14,00%	10,00%	7,00%	5,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
ACTIVO CP	6.888.853	7.496.310	8.854.325	9.803.385	10.955.349	12.818.070	15.595.205	18.524.136	22.057.367	25.898.992	30.121.843
Disponibilidades	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784
Inversiones C.P.	232.165	4.680	56	38.710	348.849	1.507.533	3.738.241	6.214.846	9.286.855	12.649.086	16.373.651
Créditos por Ventas	2.632.505	2.868.328	3.146.989	3.420.584	3.767.138	4.033.984	4.237.931	4.409.247	4.587.415	4.772.709	4.965.416
Bienes de Cambio	3.630.399	4.379.518	5.213.496	5.800.307	6.245.578	6.682.768	7.025.249	7.306.259	7.589.313	7.883.413	8.188.993
Otros Activos Corrientes	300.000	350.000	400.000	450.000	500.000	560.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
ACTIVO PL	2.870.003	3.191.846	3.607.865	4.106.895	4.724.048	5.259.325	5.712.727	6.084.252	6.373.901	6.581.675	6.707.572
Inversiones L.P.	59.539	94.335	129.131	163.927	198.723	233.519	268.315	303.111	337.907	372.703	407.499
Cuentas a Cobrar	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697
Bienes de Uso	2.533.410	2.820.457	3.201.680	3.665.914	4.248.271	4.748.752	5.167.358	5.504.887	5.758.940	5.931.918	6.033.019
Bienes Intangibles	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357
TOTAL ACTIVO	9.758.856	10.888.156	12.462.190	13.910.280	15.679.397	18.077.932	21.307.932	24.608.388	28.431.268	32.480.667	36.829.415
PASIVO CP	5.156.339	5.501.760	6.307.658	7.188.437	8.081.125	9.034.896	10.059.524	11.148.448	12.293.277	13.497.411	14.751.045
Deuda Bancaria y Financiera	955.677	1.385.677	1.885.677	2.499.697	3.185.677	3.985.677	4.845.677	5.768.677	6.751.677	7.793.677	8.887.677
Proveedores	3.147.205	3.885.248	4.835.700	5.562.870	6.315.074	7.070.778	7.842.076	8.614.348	9.396.614	10.183.937	10.977.223
Deudas Sociales y Fiscales	927.159	1.112.591	1.335.109	1.602.131	1.922.557	2.307.008	2.768.482	3.322.178	3.986.614	4.783.937	5.740.724
Otros Pasivos	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931
Divid. y Hon. a Pagar	102.316	124.262	223.899	273.654	382.836	466.061	520.323	540.860	609.649	640.815	673.439
Provisiones	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051
PASIVO PL	2.159.166	3.059.166	3.859.166	4.409.166	4.909.166	5.359.166	5.759.166	6.109.166	6.409.166	6.659.166	6.869.166
Deuda Bancaria y Financiera	2.045.225	2.945.225	3.745.225	4.295.225	4.795.225	5.245.225	5.645.225	5.995.225	6.295.225	6.545.225	6.795.225
Deudas Sociales y Fiscales	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454
Otros Pasivos	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831
Provisiones	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656
TOTAL PASIVO	7.315.505	8.560.926	9.666.824	10.597.603	11.990.291	13.394.062	14.818.650	16.257.614	17.702.443	19.156.577	20.620.211
PATRIMONIO NETO	2.443.351	2.327.230	2.798.658	3.321.643	3.698.276	4.743.866	6.489.408	8.559.940	11.138.000	13.983.156	16.169.204
Capital Social	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
Resultados no Asignados	1.938.829	1.819.089	1.603.331	2.025.003	2.769.964	3.243.045	3.614.010	3.868.664	4.074.799	4.243.118	4.373.972
Resultado del Ejercicio	4.522	8.141	695.327	1.127.996	1.970.142	2.560.289	2.915.514	2.995.785	3.407.033	3.556.393	3.715.232
TOTAL PASIVO + P.N.	9.758.856	10.888.156	12.462.190	13.910.280	15.679.397	18.077.932	21.307.932	24.608.388	28.431.268	32.480.667	36.829.415

CUADRO ECONOMICO	30/06/2018	30/06/2019	29/06/2020	29/06/2021	30/06/2022	01/07/2023	01/07/2024	02/07/2025	03/07/2026	04/07/2027	04/07/2028
Ingresos por Ventas o Servicios	37.587.397	46.232.498	55.478.997	63.246.057	69.570.663	74.440.609	78.162.639	81.289.145	84.540.711	87.922.339	91.439.233
Costo de Producción (*)	-25.482.610	-31.343.610	-37.312.274	-42.342.241	-46.523.183	-49.779.806	-52.330.938	-54.424.176	-56.532.637	-58.723.382	-60.999.639
RESULTADO BRUTO	12.104.787	14.888.888	18.166.723	20.903.816	23.047.480	24.660.803	25.831.701	26.864.969	28.008.074	29.198.958	30.439.594
Gastos Administración (*)	-622.017	-765.083	-918.097	-1.046.631	-1.151.294	-1.248.812	-1.323.253	-1.388.812	-1.445.814	-1.494.814	-1.538.814
Gastos Comercialización (*)	-10.528.607	-12.930.186	-15.078.633	-17.189.641	-18.136.826	-18.880.376	-19.134.214	-19.899.583	-20.289.771	-21.101.361	-21.945.416
Otros Gastos Operativos (*)	68.999	68.999	68.999	68.999	68.999	68.999	68.999	68.999	68.999	68.999	68.999
RESULT. EXPLOTACION	1.023.162	1.242.619	2.238.992	2.736.543	3.823.359	4.661.614	5.203.233	5.408.602	6.096.488	6.468.148	6.734.392
Amortización B de Uso	-268.293	-312.953	-368.777	-435.767	-517.643	-599.519	-681.395	-763.271	-845.147	-927.023	-1.008.899
Res.Inversiones Permanentes	34.796	34.796	34.796	34.796	34.796	34.796	34.796	34.796	34.796	34.796	34.796
RESULT. ANTES DE Le I	789.665	964.463	1.905.011	2.335.572	3.345.512	4.095.891	4.556.634	4.680.128	5.286.137	5.515.922	5.760.290
Resultados Fin.Gen.por Activos - Intereses	90.558	90.558	90.558	90.558	90.558	90.558	90.558	90.558	90.558	90.558	90.558
- Otros	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242	6.242
Resultados Fin.Gen.por Pasivos - Intereses	-279.833	-867.323	-773.536	-581.780	-349.434	-221.424	-151.746	-151.746	-130.068	-130.068	-130.068
RESULT. DE OP. ORDINARIAS	156.642	93.940	1.229.275	1.850.592	3.092.888	3.971.267	4.501.088	4.625.182	5.252.869	5.482.654	5.727.021
RESULT. ANTES DE IMPUESTOS	-152.120	-185.799	-533.948	-722.796	-1.122.786	-1.586.774	-2.158.742	-2.629.397	-3.185.836	-3.756.300	-4.311.789
Impuestos	4.522	8.141	695.327	1.127.996	1.970.142	2.560.289	2.915.514	2.995.785	3.407.033	3.556.393	3.715.232
RESULTADO NETO	-152.120	-185.799	-533.948	-722.796	-1.122.786	-1.586.774	-2.158.742	-2.629.397	-3.185.836	-3.756.300	-4.311.789

**Cuadro III: SAIEP. Escenario Optimista. Evolución de la situación patrimonial y Estado de Resultados Projectados.**

RATIOS Y ESTADO PATRIMONIAL	30/06/2018		30/06/2019		29/06/2020		29/06/2021		30/06/2022		30/06/2023		30/06/2024		30/06/2025		30/06/2026		30/06/2027		30/06/2028			
	ANUAL	%																						
<b>VENTAS NETAS</b>	37.887.397	71%	46.608.372	71%	56.396.130	71%	64.855.459	71%	71.989.660	71%	77.028.936	71%	82.420.961	71%	87.306.219	71%	91.734.530	71%	95.403.911	71%	98.266.029	71%	98.266.029	71%
<b>ESTADO PATRIMONIAL</b>																								
LIQUIDADO NETO	4.522		59.648		947.669		1.511.279		2.523.421		3.225.721		3.980.307		4.307.256		4.864.817		5.067.178		5.225.022		5.225.022	
LIQUIDEZ CORRIENTE (Vces)	1.34		1.40		3.70		3.14		1.25		1.37		1.58		1.78		1.98		2.17		2.34		2.34	
ENLUDAM. TOTAL (Vces)	3.02		3.70		3.14		1.66		0.97		1.21		1.66		1.82		2.01		2.17		2.34		2.34	
D. FINANCIERÍA EBITDA (Vces)	2.70		2.34		1.08		0.70		0.29		0.13		0.11		0.10		0.09		0.09		0.09		0.08	
COMPRA	22.454.297		28.035.466		33.756.325		38.559.958		42.597.367		45.095.365		48.672.351		51.526.323		54.039.964		56.135.483		57.741.883		58.275.706	
ROT. DE EXISTENCIAS (Días)	51		50		49		48		47		46		45		44		43		42		41		40	
ROT. DE ACTIVOS (Vces)	3.86		4.22		4.48		4.51		4.31		3.88		3.40		3.03		2.70		2.42		2.19		1.99	
PROMEDIO DE PAGOS (Días)	51		52		53		54		56		57		57		57		57		57		57		57	
PROMEDIO DE COBROS (Días)	26		22		20		20		20		19		19		19		19		19		19		19	
RENTAB. DEL ACTIVO (%)	0,80%		4,48%		23,82%		29,27%		38,06%		38,37%		38,37%		35,59%		26,45%		23,55%		23,06%		19,57%	
RENTABILIDAD P.N. (%)	0,18%		2,48%		34,91%		47,83%		42,23%		44,91%		44,91%		43,77%		30,64%		27,24%		23,06%		19,91%	
RENTABILIDAD VENTAS (%)	0,13%		1,68%		1,68%		2,33%		3,51%		4,19%		4,19%		4,93%		5,30%		5,31%		5,31%		5,31%	
EVOLUCIÓN DE VENTAS (%)	23,00%		24,00%		21,00%		15,00%		11,00%		7,00%		7,00%		7,00%		6,00%		4,00%		4,00%		3,00%	
<b>ACTIVO CP</b>	6.879.098	71%	7.856.662	71%	8.986.155	71%	10.259.259	71%	11.990.919	72%	14.573.764	73%	18.496.200	76%	22.752.850	79%	27.648.070	81%	32.802.994	83%	38.241.399	85%	44.948.971	88%
Disponibilidades	93.784		93.784		93.784		93.784		93.784		93.784		93.784		93.784		93.784		93.784		93.784		93.784	
Inversiones C.P.	292.225		329.555		377.019		532.643		3.459.437		3.459.437		6.664.816		10.267.940		14.582.444		19.244.981		24.301.644		30.000.000	
Créditos por Ventas	2.632.505		3.045.246		3.045.246		3.508.776		3.899.686		4.245.453		4.245.453		4.502.878		4.730.269		4.921.278		5.070.265		5.070.265	
Bienes de Cambio	3.560.584		4.319.005		5.070.106		5.674.057		6.140.256		6.555.771		6.992.148		7.388.248		7.741.573		8.042.951		8.275.706		8.275.706	
Otros Activos Corrientes	300.000		350.000		400.000		450.000		500.000		500.000		500.000		500.000		500.000		500.000		500.000		500.000	
<b>ACTIVO LP</b>	2.870.003	29%	3.191.846	29%	3.607.865	29%	4.106.895	29%	4.724.048	28%	5.259.325	27%	5.712.727	24%	6.084.252	21%	6.375.901	19%	6.581.675	17%	6.707.572	15%	6.707.572	15%
Inversiones L.P.	59.539		94.335		129.131		163.927		198.723		233.519		268.315		303.111		337.907		372.703		407.499		407.499	
Cuentas a Cobrar	249.697		249.697		249.697		249.697		249.697		249.697		249.697		249.697		249.697		249.697		249.697		249.697	
Bienes de Uso	2.533.410		2.820.457		3.201.680		3.665.914		4.248.271		4.748.752		5.167.358		5.504.087		5.758.940		5.931.918		6.023.019		6.023.019	
Bienes Intangibles	27.357		27.357		27.357		27.357		27.357		27.357		27.357		27.357		27.357		27.357		27.357		27.357	
<b>TOTAL ACTIVO</b>	9.749.101	100%	11.048.509	100%	12.594.020	100%	14.366.154	100%	16.714.967	100%	19.833.089	100%	24.208.927	100%	28.837.102	100%	34.021.972	100%	39.384.669	100%	44.948.971	100%	50.000.000	100%
<b>PASIVO CP</b>	5.146.584	53%	5.618.530	51%	6.275.096	61%	7.121.312	61%	8.172.310	57%	9.599.160	54%	11.272.480	48%	12.785.339	44%	13.934.440	41%	15.098.328	38%	16.338.449	36%	16.338.449	36%
Deuda Bancaria y Financiera	955.677		355.677		1.055.677		1.055.677		1.055.677		1.055.677		1.055.677		1.055.677		1.055.677		1.055.677		1.055.677		1.055.677	
Proveedores	3.137.450		3.994.094		4.901.603		5.704.761		6.535.486		7.104.834		7.600.888		8.046.502		8.439.118		8.766.363		9.017.226		9.017.226	
Deudas Sociales y Fiscales	927.159		1.112.591		1.335.109		1.602.131		1.922.557		2.307.068		2.768.482		3.322.178		3.986.614		4.783.937		5.740.724		6.840.000	
Otros Pasivos	16.931		16.931		16.931		16.931		16.931		16.931		16.931		16.931		16.931		16.931		16.931		16.931	
Divid. y Hom. a Pagar	102.316		132.186		259.324		325.759		461.457		561.937		678.452		736.939		829.049		868.369		900.841		900.841	
Provisiones	7.051		7.051		7.051		7.051		7.051		7.051		7.051		7.051		7.051		7.051		7.051		7.051	
<b>PASIVO LP</b>	2.159.166	22%	3.059.166	28%	3.859.166	31%	4.409.166	31%	5.009.166	30%	5.609.166	28%	6.209.166	25%	6.809.166	21%	7.409.166	21%	8.009.166	21%	8.609.166	21%	9.209.166	21%
Deuda Bancaria y Financiera	2.048.225		2.948.225		3.848.225		4.748.225		5.648.225		6.548.225		7.448.225		8.348.225		9.248.225		10.148.225		11.048.225		11.948.225	
Deudas Sociales y Fiscales	26.454		26.454		26.454		26.454		26.454		26.454		26.454		26.454		26.454		26.454		26.454		26.454	
Otros Pasivos	1.831		1.831		1.831		1.831		1.831		1.831		1.831		1.831		1.831		1.831		1.831		1.831	
Provisiones	82.656		82.656		82.656		82.656		82.656		82.656		82.656		82.656		82.656		82.656		82.656		82.656	
<b>TOTAL PASIVO</b>	7.305.750	75%	8.677.696	78%	9.534.262	76%	10.530.478	74%	12.181.476	72%	13.801.476	69%	15.481.476	62%	17.181.476	59%	18.981.476	55%	20.781.476	52%	22.581.476	50%	24.381.476	47%
<b>PATRIMONIO NETO</b>	2.443.351	25%	2.370.813	21%	3.059.758	24%	3.845.676	27%	4.543.491	27%	5.233.509	28%	6.009.409	25%	6.857.626	24%	7.612.806	22%	8.403.193	21%	9.207.193	21%	10.021.193	20%
Capital Social	500.000		500.000		500.000		500.000		500.000		500.000		500.000		500.000		500.000		500.000		500.000		500.000	
Resultados no Asignados	1.938.829		1.811.165		1.611.489		1.233.399		3.283.221		3.283.221		3.283.221		3.283.221		3.283.221		3.283.221		3.283.221		3.283.221	
Resultado del Ejercicio	4.522		59.648		947.669		1.511.279		2.523.421		3.225.721		3.980.307		4.307.256		4.864.817		5.067.178		5.225.022		5.225.022	
<b>TOTAL PASIVO + P.N.</b>	9.749.101	100%	11.048.509	100%	12.594.020	100%	14.366.154	100%	16.714.967	100%	19.833.089	100%	24.208.927	100%	28.837.102	100%	34.021.972	100%	39.384.669	100%	44.948.971	100%	50.000.000	100%

CUADRO ECONOMICO	30/06/2018		30/06/2019		29/06/2020		29/06/2021		30/06/2022		30/06/2023		30/06/2024		30/06/2025		30/06/2026		30/06/2027		30/06/2028			
	ANUAL	%	ANUAL	%	ANUAL	%																		
Ingresos por Ventas o Servicios	37.887.397	100%	46.608.372	100%	56.396.130	100%	64.855.459	100%	71.989.660	100%	77.028.936	100%	82.420.961	100%	87.306.219	100%	91.734.530	100%	95.403.911	100%	98.266.029	100%	98.266.029	100%
Costo de Producción (*)	-25.482.610	-68%	-31.528.736	-68%	-37.767.118	-67%	-43.146.472	-67%	-47.684.966	-66%	-50.911.837	-66%	-54.300.721	-66%	-57.376.822	-66%	-60.120.730	-6						

**Cuadro IV: SAIEP. Escenario Pesimista. Evolución de la situación patrimonial y Estado de Resultados Proyectados.**

RATIOS Y ESTADO PATRIMONIAL	30/06/2018		30/06/2019		29/06/2020		29/06/2021		30/06/2022		01/07/2023		01/07/2024		02/07/2025		03/07/2026		04/07/2027		04/07/2028	
	ANUAL																					
VENTAS NETAS	37.587.397	48.863.616	61.079.519	73.295.423	84.289.737	84.289.737	94.404.505	1.691.615	2.464.579	2.464.579	2.464.579	2.720.177	2.720.177	2.720.177	2.720.177	2.720.177	2.720.177	2.720.177	2.720.177	2.720.177	2.720.177	2.720.177
RESULTADO CORRIENTE	4.522	-230.548	84.665	115.421	488.498	488.498	1.090	1.090	636	636	636	1.090	1.090	1.090	1.090	1.090	1.090	1.090	1.090	1.090	1.090	1.090
LIQUIDE CORRIENTE (Voces)	1.34	1.34	1.03	1.03	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88	0.88
ENDEUDAM. TOTAL (Voces)	3.02	430	569	715	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212
D. FINANCIERA EMBITIDA (Voces)	2.70	281	244	261	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212	212
COMPANAS	22.454.297	29.942.572	36.878.993	43.983.081	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023	50.251.023
ROT-DE EXISTENCIAS (Días)	51	54	53	52	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51	51
ROT-DE ACTIVOS (Voces)	3.86	4.44	4.61	4.74	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95	4.95
PROMEDIO DE PAGOS (Días)	51	50	50	51	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52	52
PROMEDIO DE COBROS (Días)	26	26	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
PROMEDIO DEL ACTIVO (%)	0,50%	53,13%	5,68%	6,99%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%	13,76%
RENTABILIDAD P.N. (%)	0,18%	-10,15%	4,13%	4,13%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%	23,92%
RENTABILIDAD VENTAS (%)	0,01%	-0,47%	0,16%	0,16%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%	0,58%
EVOLUCION DE VENTAS (%)	23,00%	30,00%	25,00%	20,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
ACTIVO CP	6.879.098	7.824.086	9.651.549	11.350.848	12.306.821	12.306.821	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807	13.980.807
Disponibilidades	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784	93.784
Inversiones C.P.	292.225	-158.398	-183.167	-200.961	-909.783	-909.783	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754	-330.754
Créditos por Ventas	2.632.505	3.301.870	3.301.870	3.971.235	4.573.663	4.573.663	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254	4.869.254
Bienes de Cambio	3.560.584	4.906.195	6.039.062	7.126.791	8.048.159	8.048.159	8.848.523	8.848.523	8.848.523	8.848.523	8.848.523	9.746.177	9.746.177	9.746.177	9.746.177	9.746.177	9.746.177	9.746.177	9.746.177	9.746.177	9.746.177	9.746.177
Otros Activos Corrientes	300.000	350.000	400.000	450.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000	500.000
ACTIVO LP	2.870.083	3.191.846	3.607.865	4.106.895	4.724.048	4.724.048	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325	5.259.325
Inversiones L.P.	39.339	94.335	129.131	163.927	198.723	198.723	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319	233.319
Cuentas a Cobrar	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697	249.697
Bienes de Uso	2.533.410	2.820.457	3.201.680	3.665.914	4.248.271	4.248.271	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752	4.748.752
Bienes Intangibles	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357	27.357
PASIVO CP	9.749.101	11.015.933	13.259.414	15.457.743	17.029.869	17.029.869	19.240.132	19.240.132	19.240.132	19.240.132	19.240.132	22.733.226	22.733.226	22.733.226	22.733.226	22.733.226	22.733.226	22.733.226	22.733.226	22.733.226	22.733.226	22.733.226
ACTIVO P	5.146.584	5.857.868	6.809.166	7.824.086	8.848.159	8.848.159	9.873.452	9.873.452	9.873.452	9.873.452	9.873.452	10.902.771	10.902.771	10.902.771	10.902.771	10.902.771	10.902.771	10.902.771	10.902.771	10.902.771	10.902.771	10.902.771
Deuda Bancaria y Financiera	955.677	306.677	2.805.677	4.155.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677	4.705.677
Proveedores	3.137.450	4.101.714	5.051.917	6.145.581	7.159.050	7.159.050	8.138.706	8.138.706	8.138.706	8.138.706	8.138.706	9.124.405	9.124.405	9.124.405	9.124.405	9.124.405	9.124.405	9.124.405	9.124.405	9.124.405	9.124.405	9.124.405
Deudas Sociales y Fiscales	927.159	1.112.591	1.335.109	1.602.131	1.922.557	1.922.557	2.307.068	2.307.068	2.307.068	2.307.068	2.307.068	2.768.482	2.768.482	2.768.482	2.768.482	2.768.482	2.768.482	2.768.482	2.768.482	2.768.482	2.768.482	2.768.482
Otros Pasivos	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931	16.931
Divid. y Hon. a Pagar	102.316	113.904	177.778	200.267	246.519	246.519	418.238	418.238	418.238	418.238	418.238	526.872	526.872	526.872	526.872	526.872	526.872	526.872	526.872	526.872	526.872	526.872
Provisiones	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051	7.051
PASIVO LP	2.159.166	3.059.166	3.859.166	4.709.166	5.559.166	5.559.166	6.409.166	6.409.166	6.409.166	6.409.166	6.409.166	7.259.166	7.259.166	7.259.166	7.259.166	7.259.166	7.259.166	7.259.166	7.259.166	7.259.166	7.259.166	7.259.166
Deuda Bancaria y Financiera	2.048.225	2.948.225	3.748.225	4.598.225	5.448.225	5.448.225	6.298.225	6.298.225	6.298.225	6.298.225	6.298.225	7.148.225	7.148.225	7.148.225	7.148.225	7.148.225	7.148.225	7.148.225	7.148.225	7.148.225	7.148.225	7.148.225
Deudas Sociales y Fiscales	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454	26.454
Otros Pasivos	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831	1.831
Provisiones	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656	82.656
TOTAL PASIVO	7.305.750	8.975.084	11.253.629	13.556.804	15.824.025	15.824.025	18.092.888	18.092.888	18.092.888	18.092.888	18.092.888	20.361.998	20.361.998	20.361.998	20.361.998	20.361.998	20.361.998	20.361.998	20.361.998	20.361.998	20.361.998	20.361.998
PATRIMONIO NETO	2.443.351	2.506.898	2.819.745	3.266.343	3.722.772	3.722.772	4.179.925	4.179.925	4.179.925	4.179.925	4.179.925	4.636.078	4.636.078	4.636.078								

**Cuadro V: Evolución de la acción de SAIEP.**

SAIEP: CAP DE MERCADO Y VALORA ACCION						
FECHA	CAP MERCADO	COTIZ CIERRE				
28/06/2018	471.952.535	26,25		31/05/2013	387.310.606	4,09
31/05/2018	503.526.646	25,7		30/04/2013	436.416.185	4,53
27/04/2018	637.019.231	26,5		27/03/2013	420.898.438	4,31
28/03/2018	649.509.804	26,5		28/02/2013	488.095.238	4,92
28/02/2018	669.533.170	27,25		30/01/2013	521.875.000	5,01
31/01/2018	684.673.367	27,25		31/12/2012	447.154.472	4,4
29/12/2017	740.740.741	28		30/11/2012	404.958.678	3,92
30/11/2017	763.532.764	26,8		31/10/2012	374.213.836	3,57
31/10/2017	770.308.123	27,5		28/09/2012	393.390.192	3,69
29/09/2017	689.428.571	24,13		31/08/2012	295.258.621	2,74
31/08/2017	648.433.048	22,76		31/07/2012	276.200.873	2,53
31/07/2017	618.487.395	22,08		29/06/2012	256.070.640	2,32
30/06/2017	642.261.905	21,58		31/05/2012	263.982.103	2,36
31/05/2017	656.441.718	21,4		27/04/2012	267.573.696	2,36
28/04/2017	656.730.769	20,49		30/03/2012	299.086.758	2,62
31/03/2017	583.653.846	18,21		29/02/2012	290.804.598	2,53
24/02/2017	623.566.879	19,58		31/01/2012	284.562.212	2,47
31/01/2017	674.534.161	21,72		30/12/2011	263.953.488	2,27
30/12/2016	643.167.702	20,71		30/11/2011	275.700.935	2,36
30/11/2016	644.720.497	20,76		31/10/2011	287.234.043	2,43
31/10/2016	709.415.584	21,85		30/09/2011	280.952.381	2,36
30/09/2016	640.645.161	19,86		31/08/2011	282.142.857	2,37
31/08/2016	598.013.245	18,06		29/07/2011	285.024.155	2,36
29/07/2016	625.328.947	19,01		30/06/2011	285.024.155	2,36
30/06/2016	528.618.421	16,07		31/05/2011	286.407.767	2,36
31/05/2016	535.563.380	15,21		29/04/2011	293.187.348	2,41
29/04/2016	529.310.345	15,35		31/03/2011	299.754.300	2,44
31/03/2016	529.391.892	15,67		28/02/2011	316.502.463	2,57
29/02/2016	513.836.478	16,34		31/01/2011	323.821.340	2,61
29/01/2016	532.904.149	14,9		30/12/2010	304.239.401	2,44
31/12/2015	577.067.669	15,35		30/11/2010	273.750.000	2,19
30/11/2015	851.985.560	16,52		29/10/2010	270.100.503	2,15
30/10/2015	680.628.272	13		30/09/2010	265.075.377	2,11
30/09/2015	601.380.042	11,33		31/08/2010	265.743.073	2,11
31/08/2015	659.677.419	12,27		30/07/2010	246.212.121	1,95
31/07/2015	686.615.887	12,62		30/06/2010	249.367.089	1,97
30/06/2015	684.818.482	12,45		31/05/2010	253.807.107	2
29/05/2015	731.924.360	13,16		30/04/2010	258.974.359	2,02
30/04/2015	628.153.380	12,45		31/03/2010	249.357.326	1,94
31/03/2015	720.521.542	12,71		26/02/2010	244.845.361	1,9
27/02/2015	773.768.614	13,51		29/01/2010	247.395.833	1,9
30/01/2015	797.453.704	13,78		31/12/2009	232.375.979	1,78
30/12/2014	830.607.477	14,22		30/11/2009	195.026.178	1,49
28/11/2014	849.355.217	14,49		30/10/2009	177.545.692	1,36
31/10/2014	968.786.808	16,45		30/09/2009	158.441.558	1,22
30/09/2014	946.026.097	15,95		31/08/2009	151.554.404	1,17
29/08/2014	652.976.190	10,97		31/07/2009	148.437.500	1,14
31/07/2014	643.727.162	10,57		30/06/2009	146.981.627	1,12
30/06/2014	650.061.501	10,57		29/05/2009	158.244.681	1,19
30/05/2014	654.084.158	10,57		30/04/2009	130.026.810	0,97
30/04/2014	633.125.000	10,13		31/03/2009	129.679.144	0,97
31/03/2014	616.875.000	9,87		27/02/2009	149.441.341	1,07
28/02/2014	593.392.630	9,34		30/01/2009	150.000.000	1,05
31/01/2014	467.540.574	7,49		31/12/2008	158.501.441	1,1
30/12/2013	547.546.012	7,14		28/11/2008	192.307.692	1,3
29/11/2013	552.931.596	6,79		31/10/2008	227.941.176	1,55
31/10/2013	521.996.616	6,17		30/09/2008	246.031.746	1,55
30/09/2013	496.545.769	5,75		29/08/2008	236.842.105	1,44
30/08/2013	383.597.884	4,35		31/07/2008	262.295.082	1,6
31/07/2013	368.181.818	4,05		30/06/2008	293.442.623	1,79
28/06/2013	368.029.740	3,96		30/05/2008	287.539.936	1,8
				30/04/2008	325.000.000	2,08
				31/03/2008	327.044.025	2,08

Fuente: Yahoo Finance.

**Cuadro VI: Evolución de la cotización del dólar y de la acción de SAIEP en dólares.**

FECHA	PESOS/USD	COTIZACION ACCION SAIEP EN USD			
28/06/2018	27,81	0,94	30/04/2013	5,19	0,87
31/05/2018	25,52	1,01	27/03/2013	5,12	0,84
27/04/2018	20,80	1,27	28/02/2013	5,04	0,98
28/03/2018	20,40	1,30	30/01/2013	4,80	1,04
28/02/2018	20,35	1,34	31/12/2012	4,92	0,89
31/01/2018	19,90	1,37	30/11/2012	4,84	0,81
29/12/2017	18,90	1,48	31/10/2012	4,77	0,75
30/11/2017	17,55	1,53	28/09/2012	4,69	0,79
31/10/2017	17,85	1,54	31/08/2012	4,64	0,59
29/09/2017	17,50	1,38	31/07/2012	4,58	0,55
31/08/2017	17,55	1,30	29/06/2012	5	0,51
31/07/2017	17,85	1,24	31/05/2012	4,47	0,53
30/06/2017	16,80	1,28	27/04/2012	4,41	0,54
31/05/2017	16,30	1,31	30/03/2012	4	0,60
28/04/2017	15,60	1,31	29/02/2012	4	0,58
31/03/2017	15,60	1,17	31/01/2012	4	0,57
24/02/2017	15,70	1,25	30/12/2011	4,3	0,53
31/01/2017	16,10	1,35	30/11/2011	4,28	0,55
30/12/2016	16,10	1,29	31/10/2011	4,23	0,57
30/11/2016	16,10	1,29	30/09/2011	4,2	0,56
31/10/2016	15,40	1,42	31/08/2011	4,2	0,56
30/09/2016	15,50	1,28	29/07/2011	4,14	0,57
31/08/2016	15,10	1,20	30/06/2011	4,14	0,57
29/07/2016	15,20	1,25	31/05/2011	4,12	0,57
30/06/2016	15,20	1,06	29/04/2011	4,11	0,59
31/05/2016	14,20	1,07	31/03/2011	4,07	0,60
29/04/2016	14,50	1,06	28/02/2011	4,06	0,63
31/03/2016	14,80	1,06	31/01/2011	4,03	0,65
29/02/2016	15,90	1,03	30/12/2010	4,01	0,61
29/01/2016	13,98	1,07	30/11/2010	4	0,55
31/12/2015	13,30	1,15	29/10/2010	3,98	0,54
30/11/2015	9,70	1,70	30/09/2010	3,98	0,53
30/10/2015	9,55	1,36	31/08/2010	3,97	0,53
30/09/2015	9,42	1,20	30/07/2010	3,96	0,49
31/08/2015	9,30	1,32	30/06/2010	3,95	0,50
31/07/2015	9,19	1,37	31/05/2010	3,94	0,51
30/06/2015	9,09	1,37	30/04/2010	3,9	0,52
29/05/2015	8,99	1,46	31/03/2010	3,89	0,50
30/04/2015	9,91	1,26	26/02/2010	3,88	0,49
31/03/2015	8,82	1,44	29/01/2010	3,84	0,49
27/02/2015	8,73	1,55	31/12/2009	3,83	0,46
30/01/2015	8,64	1,59	30/11/2009	3,82	0,39
30/12/2014	8,56	1,66	30/10/2009	3,83	0,36
28/11/2014	8,53	1,70	30/09/2009	3,85	0,32
31/10/2014	8,49	1,94	31/08/2009	3,86	0,30
30/09/2014	8,43	1,89	31/07/2009	3,84	0,30
29/08/2014	8,40	1,31	30/06/2009	3,81	0,29
31/07/2014	8,21	1,29	29/05/2009	3,76	0,32
30/06/2014	8,13	1,30	30/04/2009	3,73	0,26
30/05/2014	8,08	1,31	31/03/2009	3,74	0,26
30/04/2014	8,00	1,27	27/02/2009	3,58	0,30
31/03/2014	8,00	1,23	30/01/2009	3,5	0,30
28/02/2014	7,87	1,19	31/12/2008	3,47	0,32
31/01/2014	8,01	0,94	28/11/2008	3,38	0,38
30/12/2013	6,52	1,10	31/10/2008	3,4	0,46
29/11/2013	6,14	1,11	30/09/2008	3,15	0,49
31/10/2013	5,91	1,04	29/08/2008	3,04	0,47
30/09/2013	5,79	0,99	31/07/2008	3,05	0,52
30/08/2013	5,67	0,77	30/06/2008	3,05	0,59
31/07/2013	5,50	0,74	30/05/2008	3,13	0,58
28/06/2013	5,38	0,74	30/04/2008	3,2	0,65
31/05/2013	5,28	0,77	31/03/2008	3,18	0,65

Fuente: Yahoo Finance y BCRA.

## 11. Referencias bibliográficas

---

- *Alejandro Chodos, Apuntes de Clases y Presentaciones del curso Fusiones y Adquisiciones, UDESA*
- *Copeland T. et. al Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies. McKinsey & Company, Inc., 3ra Ed. 2000*
- *Damodaran, Aswath. Corporate Finance: Theory and Practice. 2001.*
- *Damodaran, Aswath. Estimating Risk Free Rates. 2008*
- *Damodaran, Aswath. On Valuation. Security Analysis for Investment and Corporate Finance. 2da. Ed. Agosto 2006*
- *Deloitte, Informe Sectorial sobre Consumo Masivo, 2016*
- *Eduardo Fracchia y Carlos Bellon, Informe Instituto Argentino de Economía (IAE), 2016*
- *Estados Financieros Consolidados SAIEP a 30 de junio de 2013, 2014, 2015, 2016 y 2017; Estados Financieros Intermedios a 31 de diciembre de 2017 y 31 de marzo de 2018*
- *Estrada J., The Cost of Equity in Emergin Markets: A Downside Risk Approach, 2001*
- *Evaluadora Latinoamericana, Informe SAIEP a 20 de diciembre de 2017*
- *Federico Molina y José Echagüe, Apuntes de Clases y Presentaciones del curso Finanzas Corporativas Internacionales, UDESA*
- *Fitch Ratings, Informes SAIEP a 04 de diciembre de 2017 y 22 de febrero de 2018*
- *Gabriel Hawawini y Claude Viallet, Managing the Value Creation, 2002*
- *INDEC. Informes Técnicos. Encuesta de Supermercados. Crecimiento Económico. Índice de Precios al Consumidor*
- *Instituto de Promoción de la Carne Vacuna a enero (IPCV), informes febrero y marzo de 2018*
- *James, Mimi y Koller. Valuation in Emerging Markets, 2000*
- *Javier Epstein, Apuntes de Clases y Presentaciones del Taller de Tesis, UDESA*
- *Juan Delgado, Market Structure, Growth and Competition in the Supermarket Sector in Latin America, 2015*
- *Juan Manuel Garzón y Nicolás Torre, IERAL. Año 24 – Edición N° 169 – 28/02/2018 “La Cadena Bobina Retoma Su Protagonismo Internacional”*

- *Kantar Worldpanel y Ecolatina, Informes sobre Consumo Masivo 2018*
- *Kantar Worldpanel, “El futuro del e-commerce”, IV Edición, 2017*
- *Michael Jensen, Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers, 1986*
- *New York University Stern School of Business, Credit Ratings*
- *Nielsen, Estudio de comportamiento del consumidor, 2017*
- *Pratt, Shannon. Cost of Capital, Estimation and Applications. 1998*
- *Ronald H. Coase, The Firm, The Market and The Law, 1988*
- *Robert F. Bruner, Robert M. Conroy, Javier Estrada, Mark Krintzman, Wei Li, Introduction to Valuation in Emerging Markets, 2002*
- *Shapiro Alan, Multinational Financial Management, 1982*
- *Sitios WEB Investing.com, Yahoo Finance, Merval, CNV*
- *Sitios WEB SAIEP y competencia (Coto SA, Cencosud SA, INC SA, Walmart SA, Día Argentina SA)*
- *William Bruns, Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis. HBS 2004*