



Universidad de
SanAndrés

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magíster en Finanzas

Valuación Globant

Autor: Matías Canzani

DNI: 36.397.135

Director de Trabajo Final de Graduación: Javier Epstein

Buenos Aires, Argentina - 20 de junio del 2020

GLOSARIO	3	ANÁLISIS FINANCIERO	41
RESUMEN EJECUTIVO	6	▪ ANÁLISIS DE RATIOS	41
DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA	8	▪ ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA	48
▪ BREVE RESEÑA	8	VALUACIÓN POR DCF	47
▪ SU HISTORIA	11	▪ FLUJO DE FONDOS DISPONIBLES	51
▪ EL DIRECTORIO	14	▪ TASA DE DESCUENTO	64
▪ ESTRUCTURA SOCIETARIA	14	▪ VALOR TERMINAL	72
MODELO DE NEGOCIO	16	▪ RESULTADO DE LA VALUACIÓN	73
▪ APTITUD ORGANIZACIONAL	16	VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS	76
▪ LOS STUDIOS	16	BIBLIOGRAFÍA	79
▪ SERVICIOS EN PLATAFORMAS	17	ANEXOS	80
▪ AGILE-PODS	18	▪ VALUACIÓN BASE	80
▪ EL TALENTO GLOBAL	19	▪ VALUACIÓN PESIMISTA	80
ANÁLISIS DEL NEGOCIO	24	▪ VALUACIÓN OPTIMISTA	80
▪ ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO	28		
ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA	31		
▪ LA INDUSTRIA IT	31		
▪ NICHO TRANSFORMACIÓN DIGITAL	34		
▪ TENDENCIAS ACTUALES	36		
▪ TENDENCIAS FUTURAS	37		
▪ POSICIONAMIENTO	38		

GLOSARIO:

CONCEPTO	ABREVIACIÓN	SIGNIFICADO
<i>Acámica</i>	-	Plataforma ofrecida por Globant
<i>Agile-Pods</i>	-	Equipo ágil compuesto de 8 a 10 personas
<i>Artificial Intelligence</i>	AI	Inteligencia Artificial
<i>Beta Leveraged</i>	BI	Coefficiente Beta apalancado
<i>Blockchain</i>	-	Cadena de bloques
<i>Capital Expenditures</i>	CAPEX	Inversiones de capital
<i>Ceteris Paribus</i>	-	Resto de las variables constantes o estáticas
<i>Chief Executive Officer</i>	CEO	Gerente General
<i>Chief of Staff</i>	COS	Gerente de Recursos Humanos
<i>Chief Technology Officer</i>	CTO	Gerente de Tecnología
<i>Cloud</i>	-	Tecnología en la nube
<i>Compound Annual Growth Rate</i>	CAGR	Tasa Compuesta Anual de Crecimiento
<i>Cost of Equity</i>	K_e	Costo de Capital
<i>Cross-Selling</i>	-	Venta cruzada
<i>Design</i>	-	Diseño
<i>Discounted Cash Flows</i>	DCF	Descuento de Flujos de Fondos
<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>	EBIT	Resultado antes de Intereses e Impuestos
<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>	EBITDA	Resultado antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones
<i>Earnings Before Taxes</i>	EBT	Resultado antes de Impuestos
<i>Equity</i>	E	Capital
<i>Feedback</i>	-	Retroalimentación
<i>Free Cash Flow</i>	FCF	Flujo de Fondos Libre para la Firma
<i>Gaming</i>	-	Videojuegos
<i>Globbers</i>	-	Nombre con el cual se conoce a los empleados de Globant

<i>Harvard</i>	-	La escuela de negocios de la Universidad de Harvard en Estados Unidos
<i> Holding</i>	-	Agrupación de empresas en la que una de ellas posee la tenencia accionaria de las demás
<i>IDC</i>	-	La escuela de negocios la Universidad IDC Herzliya en Israel
<i>Information Technology</i>	<i>IT</i>	Industria de la Tecnología de la Información
<i>London Interbank Offered Rate</i>	<i>LIBOR</i>	Tipo de tasa de interés variable
<i>Machine Learning</i>	-	Aprendizaje Automático
<i>Market Return</i>	<i>R_m</i>	Retorno de mercado
<i>MINDS</i>	-	Plataforma ofrecida por Globant
<i>MIT Sloan</i>	-	La escuela de negocios la Universidad Massachusetts Institute of Technology en Estados Unidos
<i>Mobile</i>	-	Dispositivos Móviles
<i>Morgan Stanley Capital Investment World Index</i>	<i>MSCI</i>	Índice mundial del Morgan Stanley
<i>New York Stock Exchange</i>	<i>NYSE</i>	Bolsa de Comercio de Nueva York
<i>Organizational Fitness</i>	-	Aptitud Organizacional
<i>Platforms as a Service</i>	<i>PaaS</i>	Plataformas como servicios
<i>Pod</i>	-	Módulo
<i>Quality Engineering</i>	-	Ingeniería de calidad
<i>Return on Assets</i>	<i>ROA</i>	Retorno sobre los Activos
<i>Return on Equity</i>	<i>ROE</i>	Retorno sobre el Capital o Patrimonio Neto
<i>Risk Free</i>	<i>R_f</i>	Tasa libre de riesgo
<i>Seniority</i>	-	Jerarquía
<i>Services Over Platforms</i>	-	Servicios en Plataformas
<i>Signal</i>	-	Plataforma ofrecida por Globant
<i>Standard & Poors 500 Index</i>	<i>S&P 500</i>	Índice ponderado por capitalización bursátil de las compañías más grandes que coticen en bolsa en los Estados Unidos



<i>Stanford</i>	-	La escuela de negocios la Universidad de Stanford en Estados Unidos
<i>StarMeUp OS</i>	-	Plataforma ofrecida por Globant
<i>Studios</i>	-	Pequeñas compañías dentro de Globant
<i>Weighted Average Cost of Capital</i>	WACC	Costo Promedio Ponderado de Capital



Universidad de
San Andrés

RESUMEN EJECUTIVO:

El objetivo del presente trabajo es el de realizar análisis exhaustivos tanto de negocio como de aspectos financieros a fin de obtener la valuación del capital accionario de Globant. Se busca saber si los precios de mercado al 31 de diciembre de 2019 presentaban una valuación acorde en comparación a los valores conseguidos en este trabajo.

Para lograr lo cometido, se realizaron análisis del negocio de la compañía, análisis de la situación económica y financiera, y análisis de la estrategia comercial y operativa a desarrollar a futuro.

El método de valuación elegido fue el de Descuento de Flujos de Fondo o *DCF* (por sus siglas en inglés "*Discounted Cash Flows*") para el período de los próximos 5 años, del 2020 al 2024, descontando estos flujos al Costo Promedio Ponderado de Capital, o *WACC* (por sus siglas en inglés "*Weighted Average Cost of Capital*"). Este método se complementó con una Valuación por Múltiplos.

El 1 de enero de 2019 la acción de Globant cotizó a un precio de U\$S 58,83 y durante el año logró incrementarse en un 80% hasta los U\$S 106,05 precio el cual alcanzó el 31 de diciembre de 2019.

El resultado de la valuación por *DCF* del presente trabajo fue de 92,81 dólares por acción en el escenario base, un 12,49% por debajo del valor al 31 de diciembre de 2019. Al 31 de mayo de 2020, el valor de la acción alcanzó los U\$S 140,21, observando una valuación por parte del mercado más agresiva que la expuesta en el presente trabajo.

En concordancia con lo previamente expuesto, la conclusión del presente trabajo es que la acción se encuentra sobre-valorada. Si bien creemos que el potencial de la industria de la



transformación digital es muy grande, entendemos esto está siendo sobre-reflejado en el precio de la acción.



Universidad de
San Andrés

DESCRIPCIÓN DE LA EMPRESA:

BREVE RESEÑA:

Cada día que pasa la tecnología toma mayor relevancia en nuestras vidas. El proceso de digitalización en el que entró el mundo es, a criterio de quien les escribe, impresionante. Desde agencias de viajes que tenían locales a la calle, entrevistas laborales presenciales, pedidos de turnos por teléfono, la cantidad de ejemplos que podemos encontrar de experiencias que pasaron a ser *online* parece no tener fin. No para todas las empresas es fácil el cambio, lo que se denomina "Transformación Digital". Ahí es donde aparece Globant, una de las pocas empresas argentinas en valer más de USD 1.000 millones.

Globant es una compañía multinacional de desarrollo de software y soluciones tecnológicas que ayuda a otras empresas a transformarse digitalmente. Está presente en todas las categorías que se nos puedan ocurrir: desde plataformas de comercio electrónico, videojuegos, medicina, hasta en seguridad. Se trata de una compañía nativamente digital, en donde la innovación, el diseño, y la ingeniería en informática se unen para brindar soluciones de vanguardia que conecten emocionalmente tanto a clientes como a empleados.

Estamos ante una empresa pública la cual cotiza en la Bolsa de Comercio de Nueva York (también conocida como "NYSE" por sus siglas en inglés "New York Stock Exchange"), siendo su símbolo *GLOB*, y es caso de estudio en las principales escuelas de negocios del mundo: *Stanford*, *IDC*, *MIT Sloan*, y *Harvard*.

Globant, como desarrollaremos más adelante, tiene dos ventajas operativas importantes. La primera es que siendo una empresa nativamente digital puede abarcar todo el globo terráqueo sin necesidad de tener presencia física en cada país. No obstante, es una compañía que tiene 57 oficinas, en 37 ciudades distintas, a lo largo y ancho de 17 países: Argentina, Uruguay, Chile, Perú, Brasil, Colombia, México, Estados Unidos, Canadá, España, Francia, Reino Unido, Luxemburgo, Bielorrusia, Rumania, Emiratos Árabes Unidos, e India.

La segunda ventaja operativa más grande de Globant son sus empleados, llamados *Globbers*. Alcanzando los 11.855 mundialmente, la mayor parte de estos empleados son profesionales informáticos. No solo son un equipo altamente calificado, sino que operan desde países emergentes, brindando a la compañía un diferencial entre los ingresos mayormente dolarizados que les generan sus clientes, con los costos de una masa salarial ubicada en países emergentes.

La compañía posee 822 clientes activos con 107 de ellos superando una facturación anual de U\$S 1 millón cada uno. En 2019, el 91% de las ventas provinieron de clientes ya existentes en 2018, mostrando capacidad de fidelización. Dentro de los clientes de la compañía se destacan empresas como: *BBVA, Santander, Nestlé, Google, Mercadolibre, American Express, Dell, LinkedIn, GAP, National Geographic, FOX, y Walmart*, entre otros.

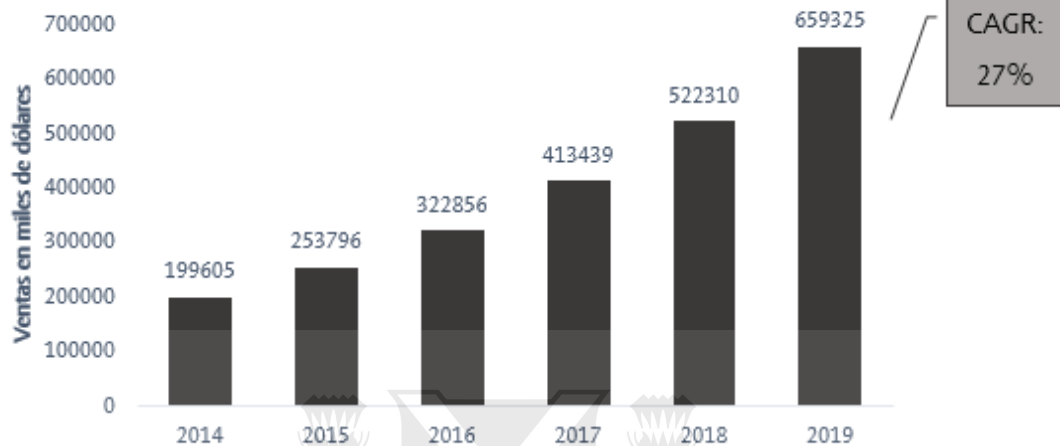
Antes de adentrarnos en un análisis en profundidad de qué es Globant, es importante poder tomar dimensión del tamaño de la compañía.

Globant es una empresa con una capitalización bursátil de U\$S 3.920¹ millones al 31 de diciembre de 2019, y una facturación que ese mismo año ascendió a U\$S 659 millones con

¹ Yahoo Finance

una Tasa Compuesta Anual de Crecimiento (o “CAGR” por sus siglas en inglés “*Compound Annual Growth Rate*”) del 26,99% del 2014 al 2019 (ver Gráfico 1).

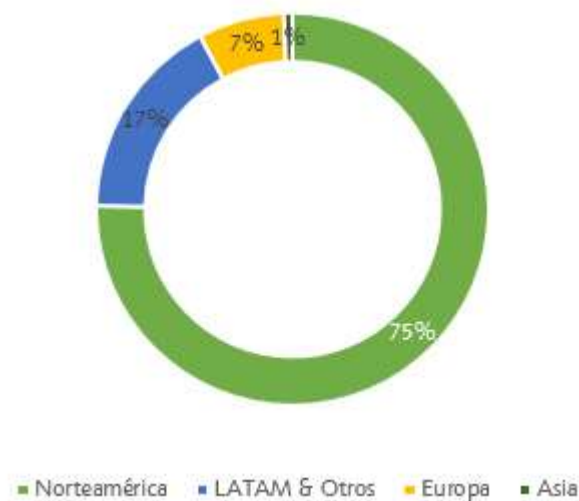
Gráfico 1: Evolución de las Ventas



Fuente: Elaboración propia en base al 20-F

Si observamos cómo se compusieron los US\$ 659 millones de facturación obtenida en el año 2019, observamos que Norteamérica representó un 75% de las ventas, Latinoamérica un 17%, Europa el 7%, y Asia tan solo el 1% (ver Gráfico 2).

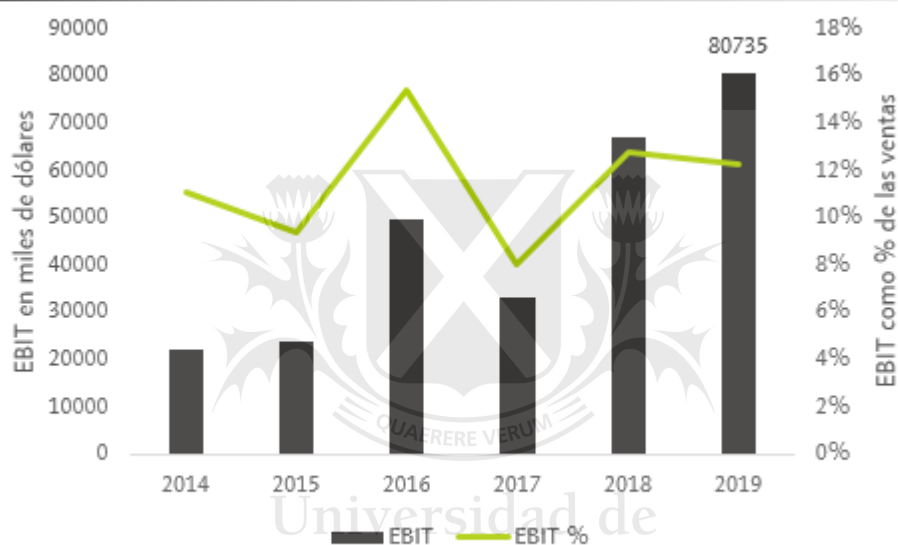
Gráfico 2: Ventas por Región como Porcentaje de las Ventas del 2019



Fuente: Elaboración propia en base al 20-F

En términos de resultado antes de intereses e impuestos, o *EBIT* (por sus siglas en inglés “*Earnings Before Interest and Taxes*”) el mismo ascendió a U\$S 80,7 millones, un 12,25% sobre las ventas, y su *CAGR* en el período 2014 – 2019 fue del 24,07% (ver Gráfico 3), representando un mayor crecimiento al de las ventas. El resultado neto final fue de U\$S 54 millones, u 8,19% de las ventas.

Gráfico 3: Evolución del Margen Operativo



Fuente: Elaboración propia en base al 20-F

HISTORIA DE LA COMPAÑÍA:

La historia de Globant es una carrera vertiginosa llena de operaciones de fusiones y adquisiciones. A continuación, haremos un breve repaso con la cronología anual.

Globant fue fundada en 2003 por Martín Migoya (hoy director ejecutivo y *Chief Executive Officer*), Guibert Englebienne (hoy *Chief Technology Officer*), Martín Umarán (hoy *Chief of Staff* y *Director de Fusiones y Adquisiciones*) y Néstor Nocetti. Según cuentan ellos, los cuatro estaban reunidos en un bar cuando comenzó la historia, en la que

plasmaron el sueño común que hoy siguen desarrollando: convertirse en la mejor compañía que ofrece transformaciones profundas para las organizaciones, al tiempo que genera oportunidades globales de carrera para los profesionales de IT de todo el mundo².

En 2006 la compañía logra abrir su primera oficina fuera de Buenos Aires, fundando un centro de desarrollo en Tandil. Este fue el primer hito de la compañía hacia la creación de la empresa digitalmente nativa y descentralizada que tienen hoy, permitiendo mayores oportunidades de talento en distintas zonas geográficas. Este mismo año logran facturarle a su primer cliente de renombre: *Google*.

En 2008 adquieren dos empresas para profundizar en lo que es la especialización en tecnologías de *Microsoft (Accendra)* y servicios de infraestructura digital (*Openware*). La ronda de financiación necesaria se cerró con *Riverwood Capital* y *FTV Capital*³.

En 2010 la empresa es denominada por *Gartner Inc.* como “Cool Vendor” en su informe de proveedores de servicios digitales “*Business Process Services 2010*”.

En 2011 la empresa cierra una nueva ronda de inversión con *Riverwood Capital* y *FTV Capital*, con cuyos fondos adquieren *Nextive*, una empresa con sede en San Francisco, para ampliar su experiencia en tecnologías móviles.

En 2014 la empresa hace su Oferta Pública Inicial en la Bolsa de Comercio de Nueva York (también conocida como “NYSE” por sus siglas en inglés “*New York Stock Exchange*”). En la Oferta Pública Inicial, Globant ofreció 5,8 millones de acciones a 10 dólares cada una, que finalmente se terminaron ubicando al cierre en un valor de 11,25 dólares cada una, arrojando una valuación en torno a los U\$S 326 millones⁴.

² Vease sitio web: Globant.com – “Nuestra Historia”

³ Vease sitio web: Globant.com – “Nuestra Historia”

⁴ Vease artículo del diario La Nación: <https://www.lanacion.com.ar/economia/la-argentina-globant-debuto-ayer-en-la-bolsa-de-nueva-york-nid1711303>

En 2015 compran *Clarise Technologies*, una empresa de productos de software innovadores, con operaciones en la India, lo que le permitió ampliar aún más su red geográfica e incluso acceder a nuevos husos horarios.

2016 fue un año activo para Globant. En primer lugar, sus ejecutivos lanzaron el libro “*The Never Ending Digital Journey*”, y además adquirieron la firma de diseño *WAE* y *L4 Digital*. Con *WAE* lograron acceder a los mercados de Nueva York y Londres, mientras que *L4 Digital* les permitió reforzar su posición de liderazgo en el espacio de servicios digitales.

En 2017 reciben el reconocimiento de *IDC MarketScape* como Líderes en Experiencia Digital del Cliente. Ese mismo año adquieren *Ratio*, profundizando su estrategia de crecimiento en los Estados Unidos, y *PointSource*, una agencia de tecnología de diseño y desarrollo.

En 2018 lanzan *StarMeUp*, un sistema operativo para transformar digitalmente a las organizaciones. *StarMeUp* es un producto enfocado a la gestión de recursos humanos y culturas de las compañías, en donde se puede reconocer y dar *feedback* de manera digital. Ese mismo año publican también el libro “*How to Embrace Artificial Intelligence*” como catalizador para la inteligencia aumentada.

En 2019 adquieren *Avanxo*, una empresa líder en transformación de nube con presencia en los Estados Unidos, Brasil, México, Colombia, Perú y Argentina. La última operación de fusión y adquisición realizada por Globant fue la compra de *Belatrix*, una empresa de transformación digital y cognitiva.

EL DIRECTORIO:

Sin dudas uno de los principales fuertes de Globant es su gente. Los directores ejecutivos de la compañía hay destacadas personalidades del mundo de los negocios. Sin contar a los fundadores ya previamente mencionados, se destacan⁵:

- Marcos Galperin (CEO y Co-Fundador de *MercadoLibre*)
- Mario Eduardo Vázquez (Ex Socio y Director General de *Arthur Andersen* y CEO de *Grupo Telefónica* en Argentina).
- Richard Haythornthwaite (Director de *Mastercard* y *Centrica*).
- Francisco Álvarez-Demalde (Fundador y Director General de *Riverwood Capital*).
- Philip A. Odeen (Ex Director General y Director de *AES Corporation* y *Convergys Corporation*).
- Linda Rottemberg (Co-Fundadora y CEO de *Endeavor*).

ESTRUCTURA SOCIETARIA Y ACCIONISTAS:

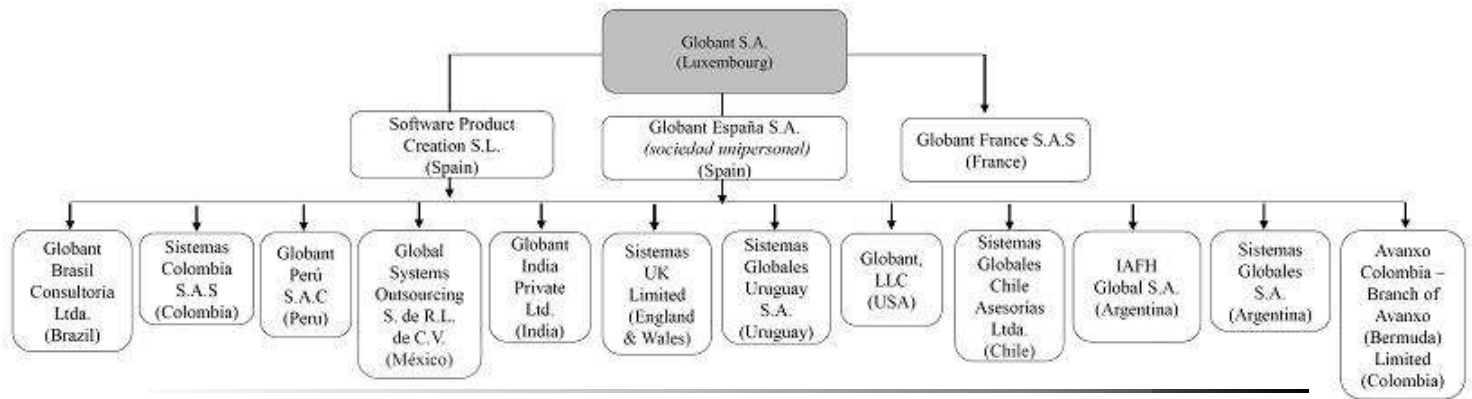
Globant S.A. es la holding que cotiza y la cual consolida todos los negocios. Se trata de una compañía con sede en Luxemburgo (ver Gráfico 4).

En cuanto a los accionistas, hay dos grandes grupos. Aquellos que se tratan de inversores institucionales, y los que son fondos de inversión. De los inversores institucionales, se

⁵ Vease: "Investor PPT" en <http://investors.globant.com/>

destacan entidades como Morgan Stanley (8,22%), Blackrock (5,14%) o JP Morgan Chase (3,10%) (ver Gráficos 5 y 6).

Gráfico 4: Estructura Societaria



Fuente: 20-F

Gráfico 5: Accionistas Institucionales

Holder	Shares	Days Reported	% Out	Value
Morgan Stanley	2,950,609	Dec 30, 2019	8.22%	312,912,084
Wasatch Advisors Inc	2,535,995	Mar 30, 2020	7.07%	222,863,240
Blackrock Inc.	1,844,513	Mar 30, 2020	5.14%	162,095,802
Riverbridge Partners LLC	1,404,275	Mar 30, 2020	3.91%	123,407,687
JP Morgan Chase & Company	1,112,270	Mar 30, 2020	3.10%	97,746,287
State Street Corporation	1,106,770	Mar 30, 2020	3.08%	97,262,947
William Blair Investment Management, LLC	1,099,985	Mar 30, 2020	3.06%	96,666,681
Capital World Investors	1,091,100	Dec 30, 2019	3.04%	115,711,155
Bank Of New York Mellon Corporation	828,604	Mar 30, 2020	2.31%	72,817,719
Invesco Ltd.	743,254	Dec 30, 2019	2.07%	78,822,086

Fuente: Yahoo Finance

Gráfico 6: Accionistas Fondos de Inversión

Smallcap World Fund	965,931	Dec 30, 2019	2.69%	102,436,982
Ivy Small Cap Growth Fund	389,500	Dec 30, 2019	1.09%	41,306,475
Morgan Stanley Inst Fd Inc-Global Opportunity Port	366,226	Dec 30, 2019	1.02%	38,838,267
Wasatch Small Cap Growth Fund	356,822	Sep 29, 2019	0.99%	32,677,758
Price (T.Rowe) International Stock Fund	343,897	Dec 30, 2019	0.96%	36,470,276
iShares Core MSCI Emerging Markets ETF	324,348	Jan 30, 2020	0.90%	39,797,499
Invesco Oppenheimer Global Opportunities Fund	300,000	Sep 29, 2019	0.84%	27,474,000
Morgan Stanley Inst Fd Inc-International Opportunity Port	278,318	Dec 30, 2019	0.78%	29,515,623
Fidelity Emerging Markets Fund (US)	277,972	Jan 30, 2020	0.77%	34,107,164
DFA U.S. Small Cap Series	250,280	Oct 30, 2019	0.70%	23,341,112

Fuente: Yahoo Finance

MODELO DE NEGOCIO:

Globant es una empresa que ofrece transformación digital y cognitiva para organizaciones en todo el mundo. Ellos logran esto creando productos de software innovadores para conectar emocionalmente a sus clientes con sus consumidores y empleados, al tiempo que también mejoran la eficiencia del negocio. Hay 5 aspectos claves en el modelo de negocio de Globant:

1. Aptitud Organizacional
2. Los *Studios*
3. Servicios sobre Plataformas
4. Los *Agile-Pods*
5. El Talento Global

A continuación, iremos repasando cada uno de ellos.

APTITUD ORGANIZACIONAL:

Para poder mantenerse a la vanguardia en sus respectivos mercados, las empresas tienen que pasar por profundas transformaciones. Globant abarca una ayuda a las empresas sin importar dónde se encuentren estas en el proceso de transformación digital. Es decir, si se trata de una empresa con nula digitalización, o se trata de una empresa de desarrollo de videojuegos, por citar un ejemplo, Globant tiene algo para ofrecerle. El modelo que han desarrollado se llama *Organizational Fitness*, o Aptitud Organizacional. Este modelo trata de identificar las distintas etapas que cualquier organización tiene que atravesar para transformarse (ver Gráfico 7).

Gráfico 7: Ciclo de *Organizational Fitness* o Aptitud Organizacional

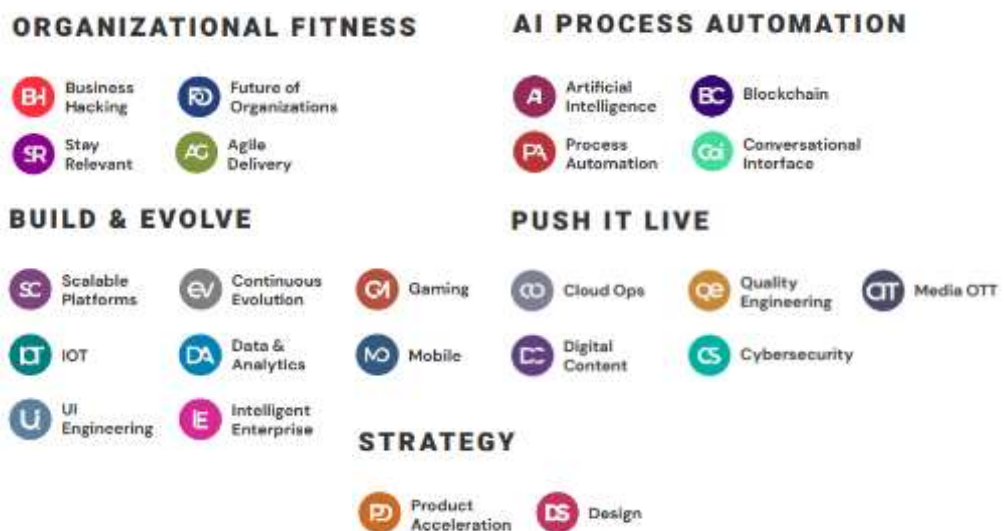


Fuente: Globant

LOS STUDIOS:

Para cada etapa del *Organizational Fitness*, Globant cuenta con diferentes *Studios* (ver Gráfico 8). Cada *Studio* aporta experiencia en las últimas tendencias y tecnologías. Los *Studios* son básicamente pequeñas compañías dentro de Globant. Estos promueven la creatividad y la innovación, permitiendo también construir, mejorar y consolidar la experiencia en torno a una variedad de tecnologías. Cada *Studio* está especializado y domina un área específica de la tecnología, aportando soluciones a medida.

Gráfico 8: Los *Studios*



Fuente: Globant

SERVICIOS EN PLATAFORMAS – O PLATAFORMAS COMO SERVICIOS:

Globant es una compañía que también ofrece lo que ellos llaman Servicios en Plataformas (o “*Services over Platforms*”). Fue un desarrollo que hicieron basado en la ideología de Plataformas como Servicios, o *PaaS* (por sus siglas en inglés “*Platforms as a Service*”). Estas plataformas lo que buscan es brindar agilidad en el proceso de transformación digital de una compañía. En vez de arrancar un proceso hecho a medida desde 0, Globant ofrece plataformas pre-fabricadas pero que a su vez son flexibles, es decir, se ajustan a las necesidades puntuales del cliente. Estas plataformas son: *StarMeUp OS*, *Signal*, *Acámica*, y *MINDS*.

- *StarMeUp OS*: Se trata de una plataforma muy popular en empresas grandes de gestión de recursos humanos la cual permite a las organizaciones llegar a conocer mejor a sus empleados y que, a su vez, estos se conozcan mejor entre sí.
- *Signal*: Es una plataforma enfocada a la industria de media y contenido, que permite a los desarrolladores mostrar su contenido al mundo.
- *Acámica*: Es una plataforma de enseñanza de desarrollo y programación.
- *MINDS*: Es una plataforma de soluciones de inteligencia artificial y algoritmos.

Por estas plataformas Globant ofrece flexibilidad de cobro: por usuario, por mes, por transacción, o por uso.

LOS AGILE-PODS:

Ya analizamos el enfoque innovador de Globant: puede brindarte un servicio a través de sus plataformas pre-fabricadas, o puede darte servicios hechos a medida con sus *Studios*.

En este último caso ¿cómo hace Globant para llevarlo a la práctica? Una compañía es un sistema complejo que no necesariamente necesita soluciones de un solo *Studio*.

Es por eso que Globant creó un modelo de organización de equipos llamado *Agile Pod* (o Módulo Ágil). Un *Pod* es un equipo ágil compuesto por 8 a 10 personas con distintas especialidades que pertenecen a *Studios* diferentes. Por ejemplo, un equipo focalizado en la industria de los videojuegos podría tener 4 miembros de *Gaming*, 1 de *Mobile*, 1 de *AI*, 1 de *Quality Engineering*, y 1 de *Design*.

Empujado por una cultura de auto-regulación, cada *Pod* (o Módulo) trabaja de forma directa con el cliente con velocidad, calidad y autonomía total. Cada *Pod* define su nombre y sus objetivos. Si bien los *Pods* son dinámicos, y cada miembro puede ir rotando por diversos *Pods*, quedan registradas todas las combinaciones para que en caso de que la situación lo requiera, un *Pod* pueda re-ensamblarse de manera veloz.

Al contrario que la mayoría de las compañías de *IT*, Globant no necesita de una cadena de mandos y métodos de control, sino que hace lo opuesto: les da a sus *Pods* autonomía e independencia total en la interacción con el cliente. Esto genera: foco en cliente, cercanía con los objetivos, rápida toma de decisiones, sentimiento de responsabilidad, y la eliminación de burocracia y procesos innecesarios.

Los *Pods* naturalmente tienen un camino de recorrido a nivel maduración, de los más principantes a los más expertos, y cuando un *Pod* madura termina teniendo una productividad mucho mayor lo que se traduce en ahorros para el cliente.

EL TALENTO GLOBAL:

El activo más importante de Globant son sus empleados, o *Globbers*. Son la mano de obra que desarrolla todo lo que la compañía vende y son los prestadores de todos sus servicios.

Como ya vimos, Globant tiene 57 oficinas, en 37 ciudades de 17 países distintos. Lo primero para destacar es que esta distribución geográfica le permite tener talento de diversos lugares en el mundo, con distintos lenguajes, culturas y, muy importante, husos horarios. Esto le permite a Globant llegar casi a cualquier cliente en cualquier lugar del mundo.

En 2019, Globant alcanzó los 11.855 *Globbers*. El ritmo de crecimiento en la cantidad *Globbers* fue del 41% el último año (ver Gráfico 9).

Gráfico 9: Evolución los *Globbers* y por Ventas por Empleado



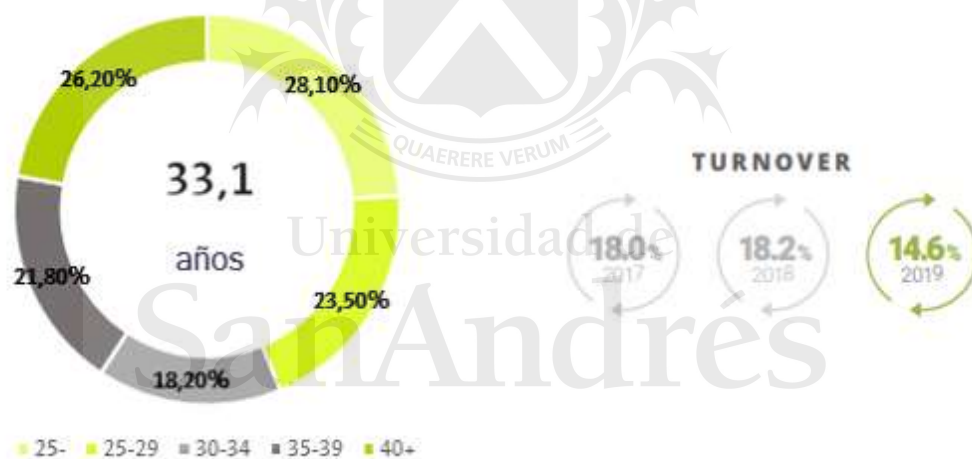
Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual

La tasa de crecimiento, mayor que la de años anteriores, fue principalmente impulsada por la adquisición de *Avanxo* y *Belatrix*.

A pesar de haber crecido un 41% en la cantidad de empleados motivado por las adquisiciones de la compañía, la contribución por empleado (medida como ingresos anuales dividido la cantidad de empleados) disminuyó poco a U\$S 55.588. Analizando el largo plazo podemos ver cómo creció desde de casi U\$S 40.000 en 2010, un incremento en la productividad notable.

El 99,5% de sus empleados tiene contrato a tiempo completo y el 0,5% son pasantes. En cuanto a los rangos de edad (ver Gráfico 10), la distribución es equitativa, siendo el promedio 33,1 años.

Gráfico 10: Distribución de Edad y Rotación (*Turnover*)



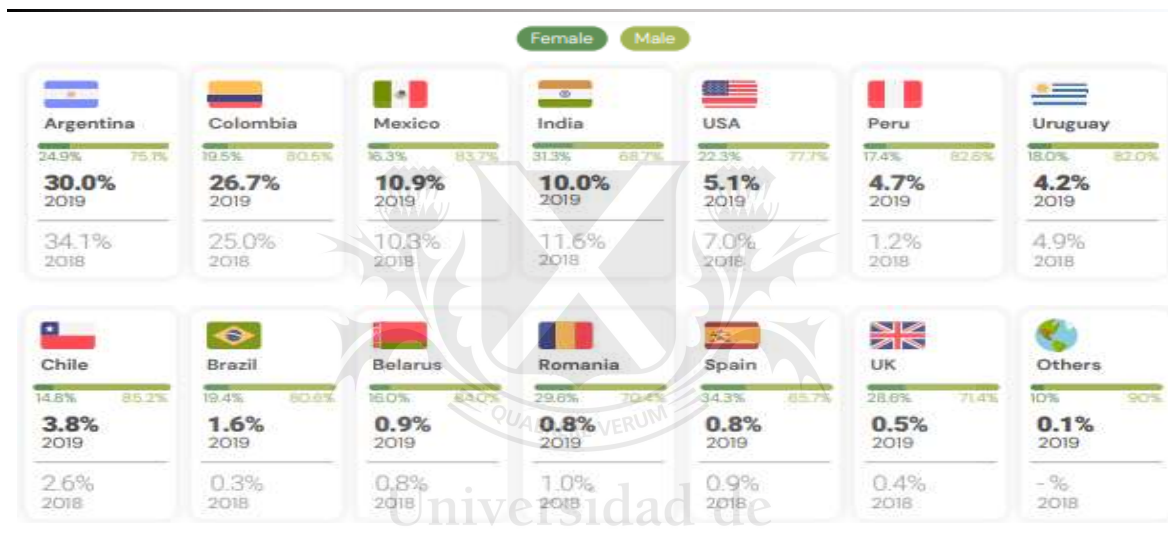
Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual

En este tipo de industrias la rotación de empleados es un dato importante para medir la capacidad de retención del empleador, y básicamente mide qué porcentaje de empleados se va de la compañía para ser reemplazado por nuevos. En 2019 el indicador mejoró de 18,2% a 14,6%, una baja de 3,6 puntos porcentuales (ver Gráfico 10).

Otro factor importante en la industria tecnológica es la evaluación profesional, y Globant todos los años evalúa al 100% de sus empleados. A su vez, 3.322 *Globbers* presentaron cambios de jerarquía o *seniorty* en 2019.

Como mencionamos en la breve reseña, una de las principales fortalezas operativas de Globant es la distribución geográfica de sus *Globbers* (ver Gráfico 11).

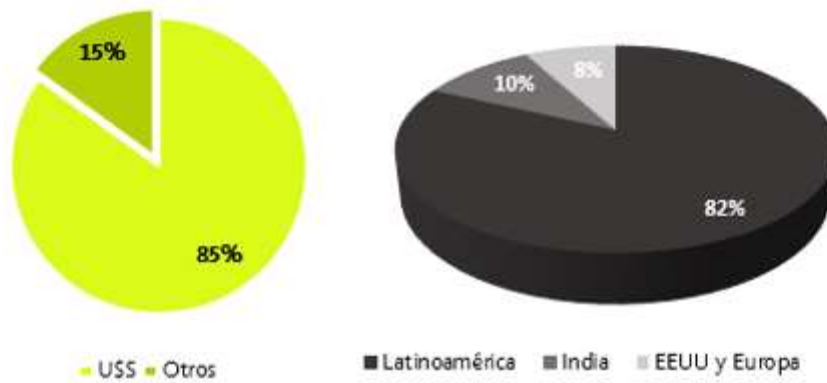
Gráfico 11: Distribución Geográfica de los *Globbers*



Fuente: Reporte Anual 2019

Globant es una compañía operativamente eficiente. Como veremos más adelante, el principal gasto de la compañía son los *Globbers* ya que estos son la mano de obra detrás de todas las innovaciones y desarrollos que hace la compañía para sus clientes. Teniendo la mayor parte de los *Globbers* en países emergentes y sus ingresos en un 85% en dólares (ver Gráfico 12) provenientes de empresas de primer nivel en países desarrollados, Globant logra una ventaja operativa importante. Como veremos en el análisis financiero, este mix entre ingresos y egresos le permitió lograr una baja de 640 puntos básicos desde 2014 a 2019 en el peso de los gastos administrativos sobre las ventas.

Gráfico 12: Ingresos por Moneda y Ubicación Geográfica de los *Globbers*



Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual



Universidad de
San Andrés

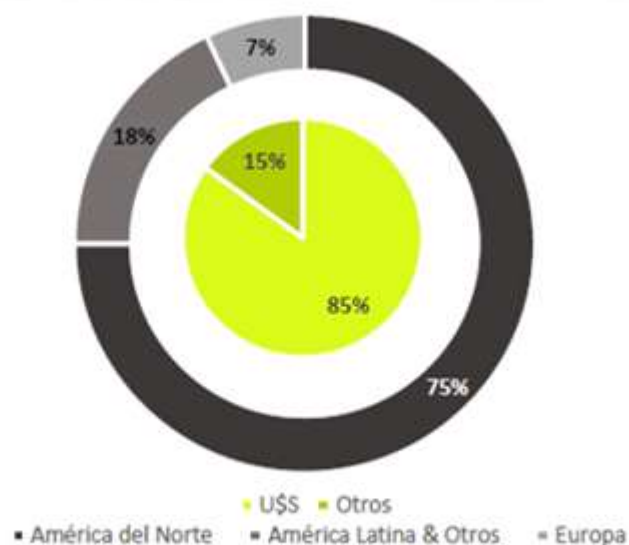
ANÁLISIS DEL NEGOCIO:

Comenzaremos el análisis del negocio analizando las ventas. En el Gráfico 1 hemos visto cómo ha sido la evolución de las ventas de la compañía de 2014 a 2019. Profundizando eso, podemos analizar cómo se ha comportado la evolución con apertura regional. Como ya hemos visto, Globant divide su negocio en 4 mercados:

- i. Norteamérica
- ii. Europa
- iii. Asia
- iv. Latinoamérica & Otros

En 2019, América del Norte representó el 75% de las ventas, Latinoamérica & Otros el 17%, Europa el 7%, y Asia apenas el 1%. A pesar de esta distribución regional, es importante destacar que el 85% de los ingresos de Globant son en dólares americanos, y un 15% en otras monedas (mayormente Euros), lo cual deja a Globant con una volatilidad inherente a movimientos cambiarios de monedas que no sean dólar americano de solo el 15% (ver Gráfico 13).

Gráfico 13: Ingresos por Moneda y Región en 2019



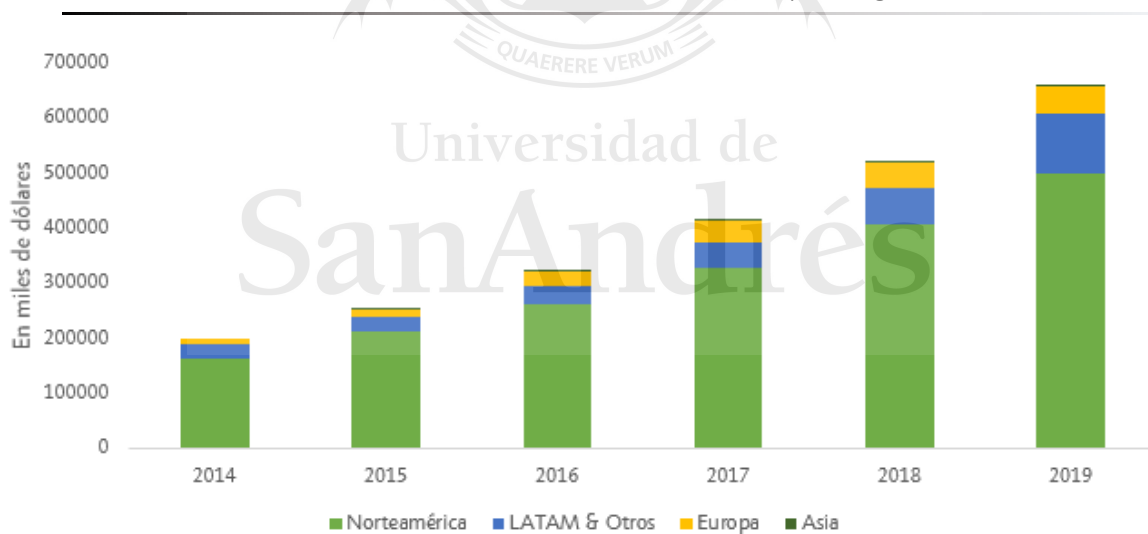
Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual

La evolución de las ventas por región se mantuvo relativamente estable. Podemos ver una disminución en términos porcentuales del peso de las ventas de Norteamérica (bajando de 78,80% de las ventas en 2017 a 75,30% 2019) en el total de las ventas de la compañía, generada por una mejor performance en Latinoamérica (de 11,80% en 2017 a 16,90% en 2019).

Uno de los datos a destacar es que Globant obtuvo sus primeras ventas en Asia recién en 2014.

El incremento interanual de las ventas del 26,23% se ve explicado por un crecimiento del 21,92% en Norteamérica, 1,17% en Europa, 51,7% en Asia, y un notable crecimiento en Latinoamérica del 69,21% (ver Gráfico 14).

Gráfico14: Evolución de las Ventas por Región



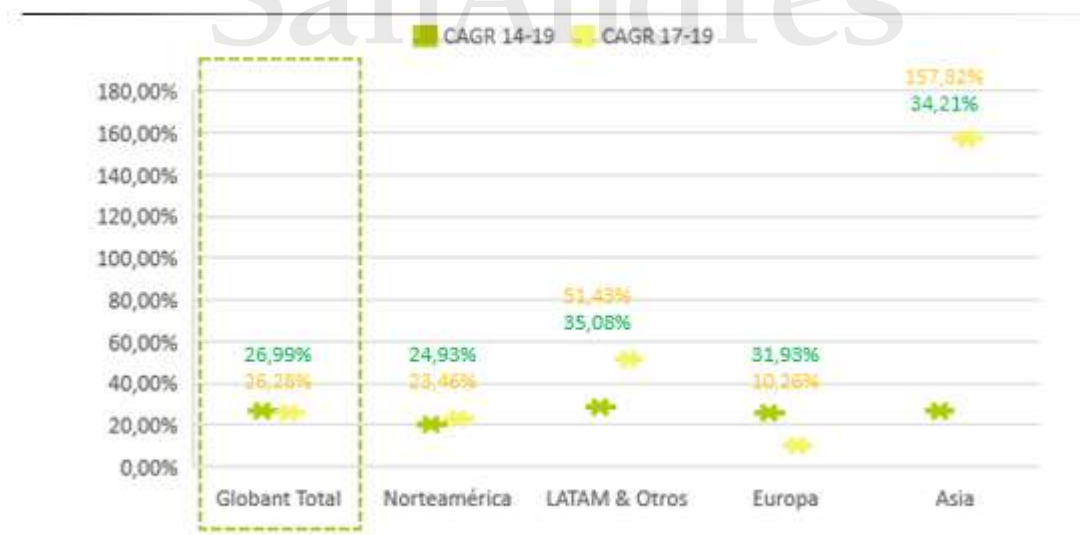
Fuente: Elaboración propia en base al 20-F

Como ya mencionamos, el *CAGR* global de la compañía para el período 2014 a 2019 fue del 26,99%. Si desglosamos dicha tasa de crecimiento, nos encontramos con que Norteamérica fue del 24,93%, Latinoamérica & Otros el 35,08%, Europa el 31,93% y Asia

el 34,21%. Se destaca que Asia fue calculado del 2015 al 2019 ya que en 2014 no hubo ventas en dicha región.

Si achicamos el análisis del *CAGR* reduciéndolo al período comprendido entre los años 2017 a 2019, los resultados son interesantes. El *CAGR* general de la compañía para este período se reduce muy levemente del 26,99% al 26,28%. Esto se explica en que tanto Norteamérica como Europa desaceleran el crecimiento y obtienen una *CAGR* del 23,46% y 10,26% respectivamente contra los 24,93% y 31,93% del período 2014 a 2019. Caso contrario lo que ocurre con Latinoamérica & Otros y Asia. El primero mejora su ya imponente *CAGR* del 35,08% en 2014 a 2019 al 51,43% para el período 2017 a 2019. Asia, por su parte, mejora del 34,21% de 2015 a 2019 (recordemos que en 2014 no tuvo ventas) al 157,82% para el período 2017 a 2019. Este crecimiento exponencial se debe a que abrieron sus primeras oficinas en India. De todas formas, en 2019 las ventas en Asia representaron únicamente un 1% de las ventas, como ya hemos visto (ver Gráfico 15).

Gráfico 15: *CAGR* Total y por Región períodos 2014-2019 y 2017-2019



Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual

Tras haber analizado el comportamiento de las ventas de Globant, es importante profundizar en quiénes son sus clientes.

Globant opera con reconocidas compañías del mundo (ver Gráfico 16). Como vemos, la base de es extremadamente variada.

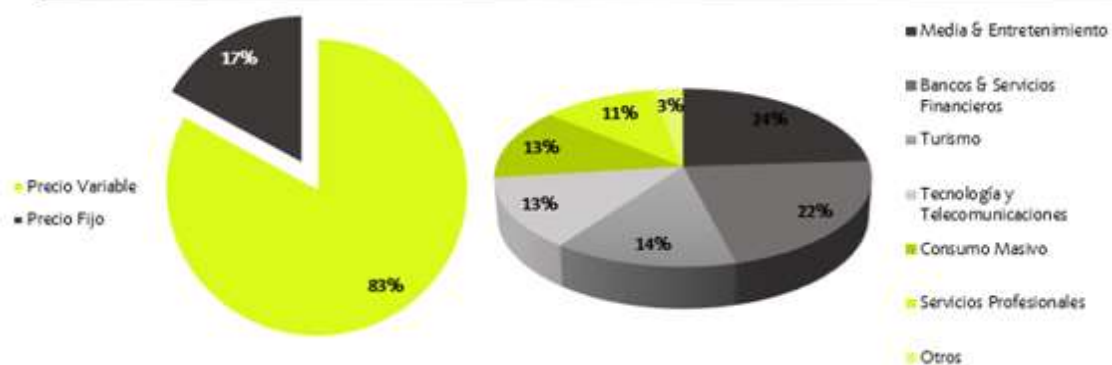
Gráfico 16: Principales Clientes



Fuente: Globant

En cuanto al tipo de contrato, este tiene un fuerte peso de contratos de costo variable, representando un 83% de sus contratos. A su vez, la industria más preponderante es la de Media & Entretenimiento, seguida por Servicios Financieros (ver Gráfico 17).

Gráfico 17: Ventas por Tipo de Contrato y por Industria



Fuente: Elaboración propia en base al Reporte Anual

ESTRATEGIA DE CRECIMIENTO:

Globant tiene una estrategia de crecimiento bien marcada:

- FOCO 50²: El enfoque 50² hace que se concentren en 50 clientes estratégicos con potenciales ingresos de U\$S 50 millones o más cada uno.
- El *cross-selling* o venta cruzada entre *Studios*.
- Centros de desarrollo de última generación
- Oficinas de representación estratégicamente ubicadas (Londres, Nueva York, Dallas, San Francisco, Seattle, Pune, San Pablo, Bogotá, Ciudad de México, Madrid, Paris, y Buenos Aires).

Gracias al modelo de negocio Globant, que analizaremos más adelante, y a las estrategias de crecimiento mencionadas, la compañía obtuvo muy buenos resultados a la hora de desarrollar clientes. En 2019 logró alcanzar 7 clientes con facturación superior a los U\$S 20 millones, mientras que en 2014 no tenía ninguno. Los clientes con facturación superior a U\$S 10 millones fueron 7, cuando en 2014 eran 2. Los superiores a U\$S 5 millones fueron 26, cuando en 2014 eran tan solo 10. Y los superiores a U\$S 1 millón crecieron de 46 en 2014 a 107 en 2019 (ver Gráfico 18).

Gráfico 18: Cantidad de Clientes por Rango de Facturación

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
\$20M+	0	1	2	3	5	7
\$10M+	2	5	6	9	9	14
\$5M+	10	10	11	18	21	26
\$1M+	46	51	60	82	90	107

Fuente: Globant

La estrategia 50² dio sus frutos. En el Gráfico 19 se puede apreciar el crecimiento de la facturación (en millones de dólares) de 5 de los clientes que entraron en dicha estrategia.

Gráfico 19: Facturación de 5 Clientes del 50²

	2016	2017	2018	2019
A	31	42	59	74
B	12	13	15	23
C	0	1	10	18
D	3	11	14	16
E	2	5	8	11

Fuente: Globant

Si realizamos un análisis de los principales clientes se puede observar la importancia que tienen estos en la facturación: el cliente principal aporta 11% de las ventas, los 5 más grandes aportan 26% y los 10 un 39% (ver Gráfico 20). Es decir, la compañía tiene poca atomización o poca distribución de sus ingresos entre sus clientes. Esto resalta la importancia de este tipo de clientes, quienes son socios estratégicos para la compañía. No obstante, también subraya el riesgo que trae esta operatoria: es una compañía con ingresos muy concentrados.

Gráfico 20: Contribución a las Ventas (%)

Clients	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Top 1	9	12	10	10	11	11
Top 5	27	33	34	29	32	26
Top 10	44	47	47	42	44	39

Fuente: Globant

De todos modos, la compañía parece estar administrando este riesgo de buena manera. El *CAGR* tanto de los 10 principales como de los 20 principales clientes es sorprendente: en el caso de los primeros 10 es del 23,5% y de los primeros 20 es 22,4% (ver Gráfico 21).

Gráfico 21: *CAGR* por Segmento de Cliente



Fuente: Globant

Universidad de
San Andrés

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA:

LA INDUSTRIA ESTOS ÚLTIMOS AÑOS:

El negocio de Globant es el negocio de la transformación digital. La transformación digital es, a su vez, un pequeño nicho de negocio dentro de la industria de *IT*, transversal y presente en cada una de las 5 grandes categorías presentes en la industria del *IT*.

- Centros de datos
- *Software* empresarial
- Productos
- Servicios de *IT*
- Servicios de comunicación tecnológica

Como mencionamos previamente, el nicho de negocio de la transformación digital está presente en las 5 categorías. Hay transformación digital en servicios de comunicación, e incluso en servicios de *IT*. Por ejemplo, las compañías que dejan de tener llamados telefónicos para pasar a tener reuniones por videoconferencia son un claro ejemplo de transformación digital en servicios de comunicación tecnológica. Por otro lado, que existan páginas web en donde uno pueda diseñar su propia página web (como por ejemplo wix.com), son otro claro ejemplo de como un Servicio de *IT* se transformó digitalmente: antes uno contrataba profesionales para diseñar la página, ahora la diseña uno mismo desde una página intuitiva. En las compañías, hace tiempo se utilizaban las carteleras para publicar noticias, luego se modernizaron y empezaron a usar los denominados *intranets*, que son una página de internet accesible solo por los propios empleados de una empresa. Hoy por hoy, *Facebook* ofrece servicios de red social propia para cada compañía, llamado

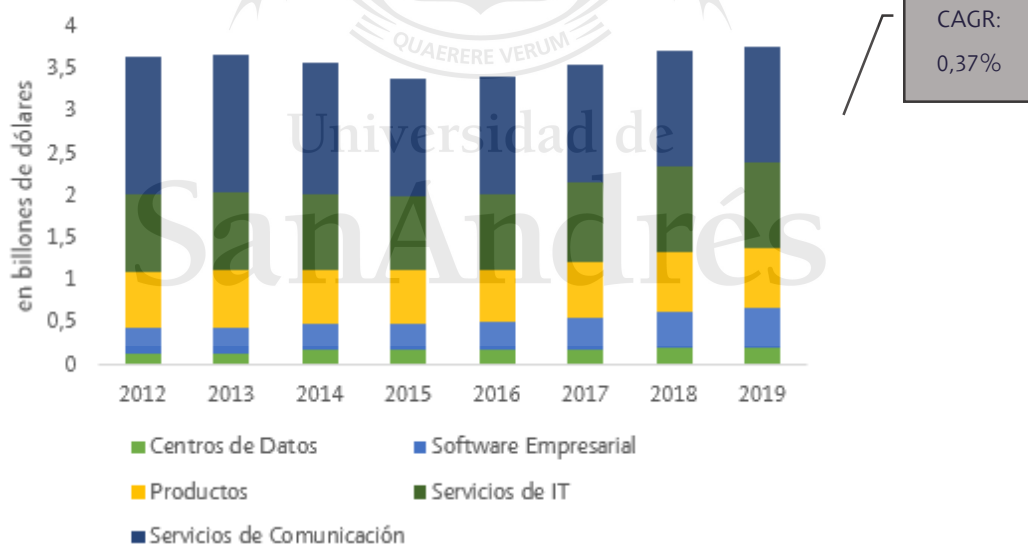
Workplace. Este, es un claro ejemplo de la transformación digital en el *Software* Empresarial.

Lo que buscamos destacar con los ejemplos mencionados es que, si bien la industria de *IT* se divide en esas 5 grandes categorías mencionadas previamente, el negocio de Globant, el cual es la Transformación Digital, es transversal a esas categorías.

LA INDUSTRIA IT GLOBAL:

El gasto mundial total en *IT* alcanzó los U\$S 3,75 billones en 2019, creciendo levemente de U\$S 3,65 billones en 2012, lo cual representa una *CAGR* del 0,37% (ver Gráfico 22).

Gráfico 22: Evolución del Gasto en la Industria de *IT*



Fuente: Statista

En cuanto a la composición por categoría, en 2019 predominaron los servicios de comunicación con U\$S 1,37 trillones, seguidos por los servicios de *IT* con U\$S 1,03 trillones, productos con U\$S 698 billones (nótese el cambio de trillones a billones), *software*

empresarial con U\$S 458 billones, y por último los centros de datos con U\$S 212 billones (ver Gráfico 23).

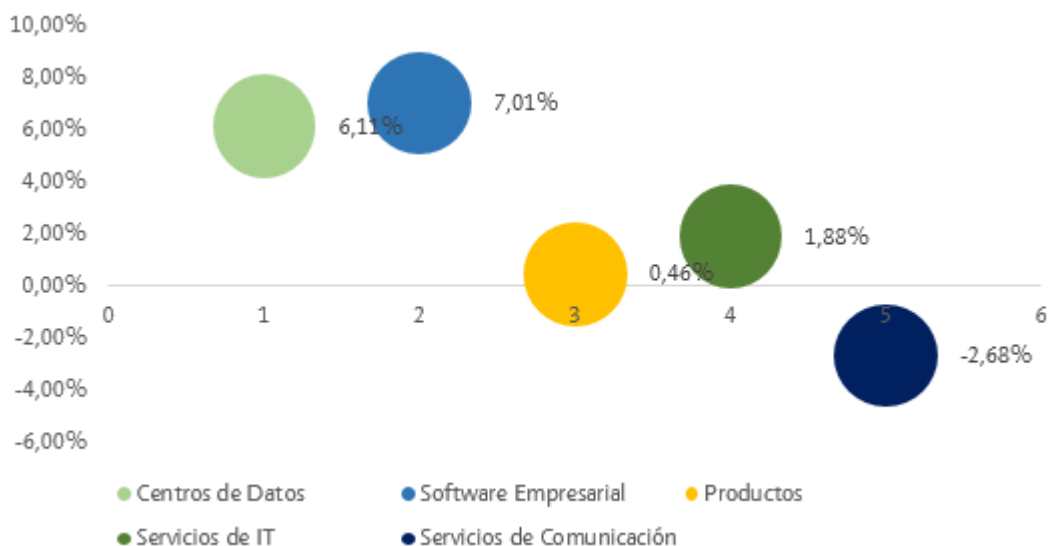
Gráfico 23: Composición 2019 por Categoría



Fuente: Statista

De todas formas, en términos de *CAGR* la categoría con el mayor crecimiento es la de *software* empresarial con 7,01% seguida por la de centros de datos con 6,11% (ver Gráfico 24).

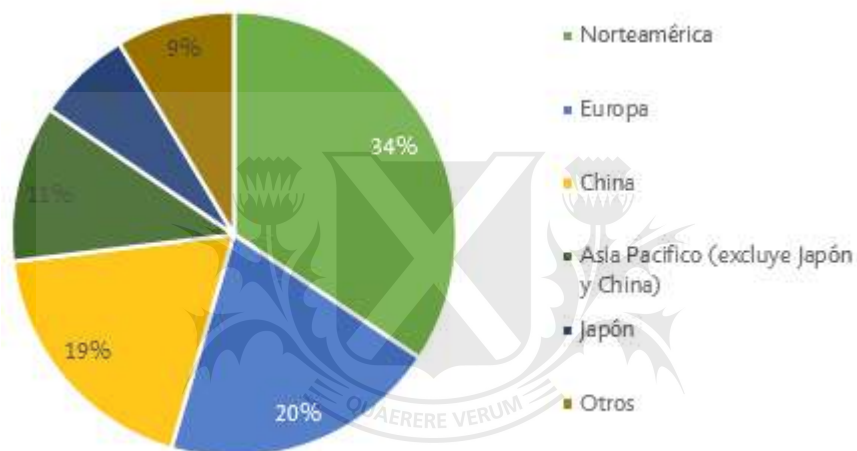
Gráfico 24: *CAGR* por Categoría



Fuente: Statista

En cuanto a las ventas globales de la industria de *IT* por región, se destaca en primer lugar Norteamérica con 34%, Europa con 20%, China con 19%, Asia Pacífico (excluyendo Japón y China) con 11%, Japón con 7% y el resto del mundo con 9%. Si englobamos Asia e incluimos Japón y China, entonces es el principal continente con 39% (ver Gráfico 25).

Gráfico 24: Ventas Industria *IT* por Región



Fuente: Statista

NICHO DE TRANSFORMACIÓN DIGITAL:

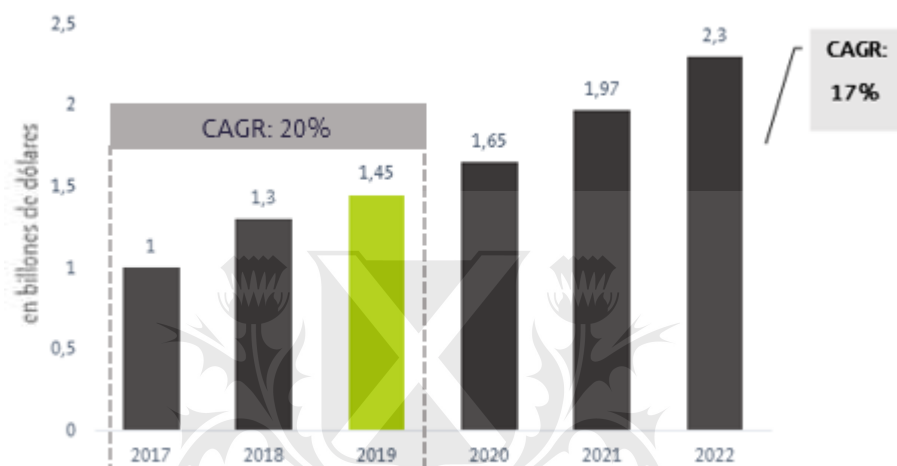
De los U\$S 3,75 billones de la industria de *IT*, la transformación digital representa 38,66% habiendo alcanzado ventas por U\$S 1,45 billones en 2019 con un *CAGR* para los últimos 3 años del 20% (ver Gráfico 26).

Se espera que la transformación digital continúe creciendo exponencialmente. Las predicciones para los próximos años son las siguientes⁶:

⁶ IDC FutureScape: Worldwide IT Industry 2020 Predictions

1. Para el 2024, más del 50% de todo el gasto en IT va a ser para transformación digital e innovación, incrementando el crecimiento versus el último esperado de 31% en 2018, con un *CAGR* del 17% versus 2% para el resto del *IT*. El gasto llegará a 2.3 billones para 2023 (ver Gráfico 26).

Gráfico 26: Perspectiva de crecimiento de las ventas Transformación Digital

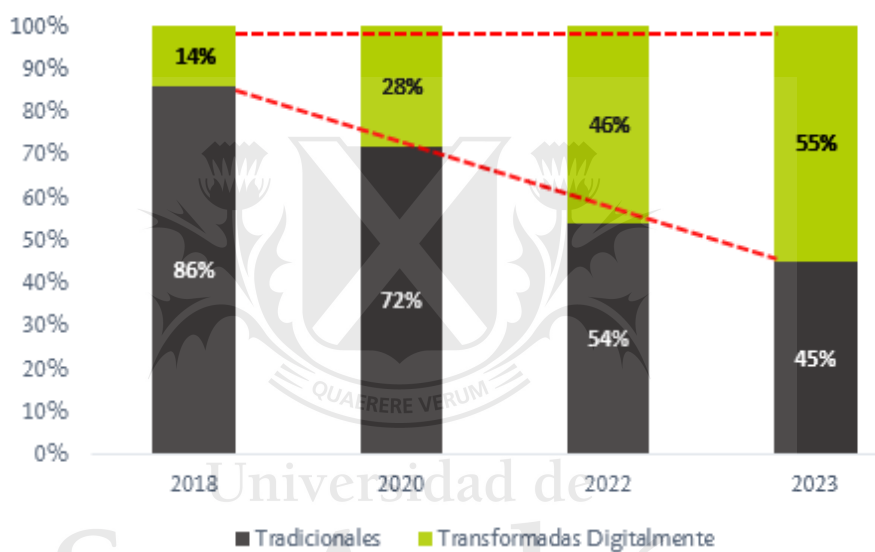


Fuente: IDC

2. Para el 2025, casi dos tercios de las empresas van a ser productores de *software* con más del 90% de sus aplicaciones nativas en tecnología *cloud*, con 80% de la programación terciarizada y 1,6 veces más desarrolladores.
3. Para 2023 existirán más de 500 millones de aplicaciones digitales y los servicios serán contratados de manera digital.
4. Para el 2025, casi el 90% de las nuevas aplicaciones van a tener inteligencia artificial. Para el 2024 más del 50% de las interacciones de los usuarios van a ser con entes de inteligencia artificial.
5. Para el 2022, el 70% de las empresas van a estar integradas con tecnología *cloud* o nube (ver Gráfico 27).

Esto llevará a que en los próximos 4 años la economía global llegue a una supremacía digital, y más del 50% del PBI mundial será impulsado por productos y servicios de empresas transformadas digitalmente (ver Gráfico 27). El negocio de Globant es ayudar a empresas con la transformación digital, con lo que se espera que sea un jugador muy relevante en la industria.

Gráfico 27: Empresas (%) que se prevé se Transformen Digitalmente



Fuente: IDC

TENDENCIAS ACTUALES:

Las tendencias actuales en tecnología ya son aquellas que hoy por hoy son disruptivas y que sentarán las bases para lo que se viene. Las tendencias son⁷:

1. REALIDAD DIGITAL: Las tecnologías de realidad artificial o realidad virtual, realidades mixtas, comandos por voz, reconocimiento de voz, computación ambiental, y video 360°, entre otras, son las que promueven una interacción

⁷ Según informe *Deloitte Tech Trends 2020*

natural y fluida al usuario, de manera mucho más profunda que un teclado y una pantalla. Lo que se viene es mejorar la interacción, que sea más natural.

2. **TECNOLOGÍA COGNITIVA:** Tecnología como *machine learning*, redes neuronales, automatización de robotica, procesamiento de lenguajes de programación, entre otros. La demanda por la tecnología cognitiva está creciendo de manera exponencial y se espera que llegue a U\$S 77.600 millones para 2022.
3. **BLOCKCHAIN:** Es una tecnología crucial y prioritaria. Las dudas sobre esta tecnología cambiaron de “¿funcionará?” a “¿cómo la podemos hacer trabajar para nosotros?”.

TENDENCIAS FUTURAS:

Mientras que las 3 tecnologías disruptivas de hoy en día se convierten en tendencia y comienzan a ganar terreno en el mundo *IT*, hay tres tecnologías que están empezando a dar sus primeros pasos y que veremos desarrollarse hacia fines de 2020⁸:

1. **EXPERIENCIA AMBIENTAL:** Se prevé un futuro en donde la tecnología sea parte del ambiente. Los aparatos electrónicos continúan creciendo en poder y reduciéndose en tamaño. Estos dispositivos están cambiando de tocar, *clickear*, y *swipear* a hablar, gesticular, y pensar. Cada día somos más inseparables de nuestros aparatos electrónicos, y la tecnología de experiencia ambiental se prepara para hacerlos parte nuestra. Poder controlarlos directamente con pensamientos.
2. **INTELIGENCIA EXPONENCIAL:** Es el siguiente paso a la inteligencia artificial o *AI*. Mientras que la inteligencia artificial trabaja con un nivel predeterminado de

⁸ Según informe *Deloitte Tech Trends 2020*

complejidad, la inteligencia exponencial va a construir encima de eso. Por poner un ejemplo: la inteligencia artificial puede derrotar a un Gran Maestro de Ajedrez en un partido de ajedrez, pero no puede entender la necesidad de salir corriendo de un cuarto que se está prendiendo fuego. En el futuro la inteligencia exponencial es probable que adquiera incluso personalidad.

3. **TECNOLOGÍA CUÁNTICA:** Aprovecha las propiedades de partículas subatómicas para procesar información y realizar nuevos tipos de computación. Se cree que las computadoras cuánticas van a poder resolver problemas que son demasiado grandes y complejos para las supercomputadoras de hoy en día.

POSICIONAMIENTO COMPETITIVO:

El mercado de la transformación digital es un mercado en pleno crecimiento. Los negocios puntuales en los que Globant compite son diversos, y diversos son también sus competidores. Hoy en día, las grandes consultoras como *Accenture* y *McKinsey*, entre otras, están adentrándose en el mercado de la transformación digital. De todas formas, Globant cuenta con algunos competidores natos, la mayoría de la India (ver Gráfico 28).

Gráfico 28: Competidores de Globant y Países de Origen



Uno de los principales desafíos de Globant es que está dentro de los más pequeños de sus competidores. La diferencia, en algunos casos, es muy grande. Globant compite con gigantes de la India (ver Gráfico 29)

Tata Consultancy Services, también conocida como *TATA* es la mayor empresa multinacional india de servicios y consultoría de tecnología de la información, con sede en Mumbai. *Tata* es uno de los empleadores del sector privado más grandes de India y cuenta con 460.675 empleados. *Tata* fue fundada en 1.986, y opera en 149 locaciones distintas a lo largo de 46 países Es una subsidiaria de *Tata Group*, uno de los holdings industriales más respetados y antiguos del mundo⁹.

Infosys Limited es una multinacional india que provee servicios de consultoría, *IT* y terciarización de programación y desarrollo. Tiene casa matriz en Bangalore y cuenta con 243.454 empleados, de los cuales 229.658 son profesionales de *software*¹⁰.

Wipro Limited es una multinacional india que provee servicios de consultoría y desarrollo de *IT*. Al igual que *Infosys*, su casa matriz está ubicada en Bangalore. Fue fundada en 1.945, hoy opera en más de 110 países y cuenta con más de 160.000 empleados¹¹.

Mindree Limited es una empresa india de terciarización de servicios de *IT* la cual fue fundada en 1.999 y forma parte del grupo *Larsen & Tourbro*. Emplean a 20.204 personas y tiene 43 oficinas en más de 18 países. Por escala, es la más similar a Globant¹².

⁹ Wikipedia: *Tata Consultancy Services*

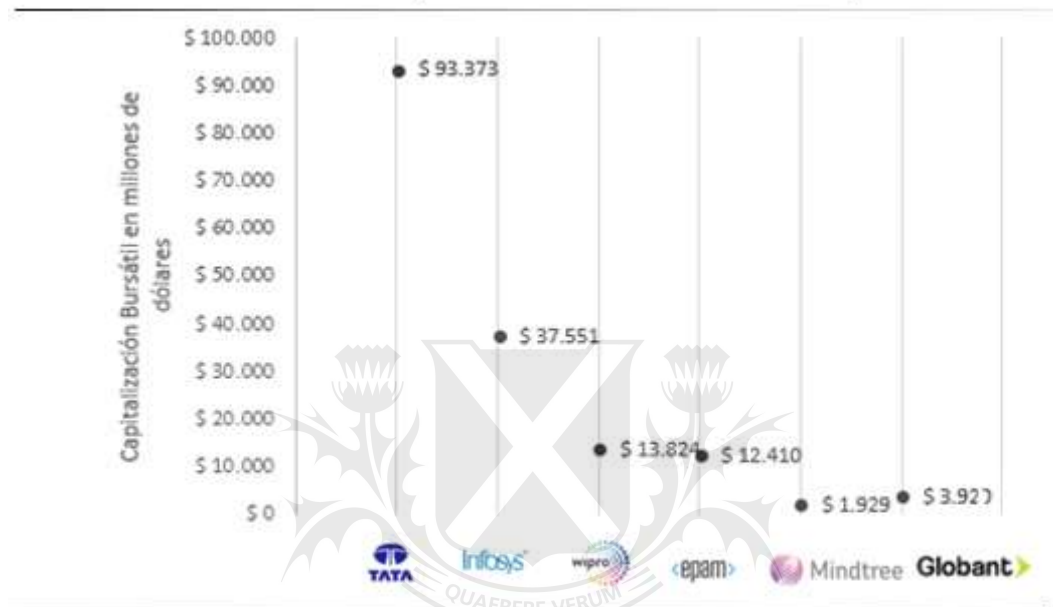
¹⁰ Wikipedia: *Infosys Limited*

¹¹ Wikipedia: *Wipro Limited*

¹² Wikipedia: *Mindtree Limited*

Por último, *EPAM Systems Inc.* es una empresa norteamericana fundada en 1.993 la cual cuenta con 36.700 empleados¹³. Cabe destacar que la gran mayoría de estos se encuentran en India.

Gráfico 29: Capitalización Bursátil de cada Competidor



Fuente: Elaboración Propia en base a *Yahoo Finance*

Universidad de
San Andrés

¹³ Wikipedia: EPAM Systems INC

ANÁLISIS FINANCIERO:

ANÁLISIS DE RATIOS:

El análisis de los ratios e indicadores de Globant se dividirá en 3: indicadores de rentabilidad, crediticios, y de gestión.

INDICADORES DE RENTABILIDAD:

Comenzando con los indicadores de rentabilidad, en 2019 al retorno del capital o *ROE* (por sus siglas en inglés "*Return on Equity*") fue del 12%, al igual que en 2017. El diferencial de 2018 año se explica mayormente por la deuda neta negativa que tuvo, y los retornos positivos en los intereses de las inversiones. En cuanto al retorno de los activos o *ROA* (por sus siglas en inglés "*Return on Assets*"), este fue el más bajo de los últimos 3 años bajando al 8% desde el pico de 12% de 2018 (ver Gráfico 30).

Gráfico 30: Indicadores de Rentabilidad

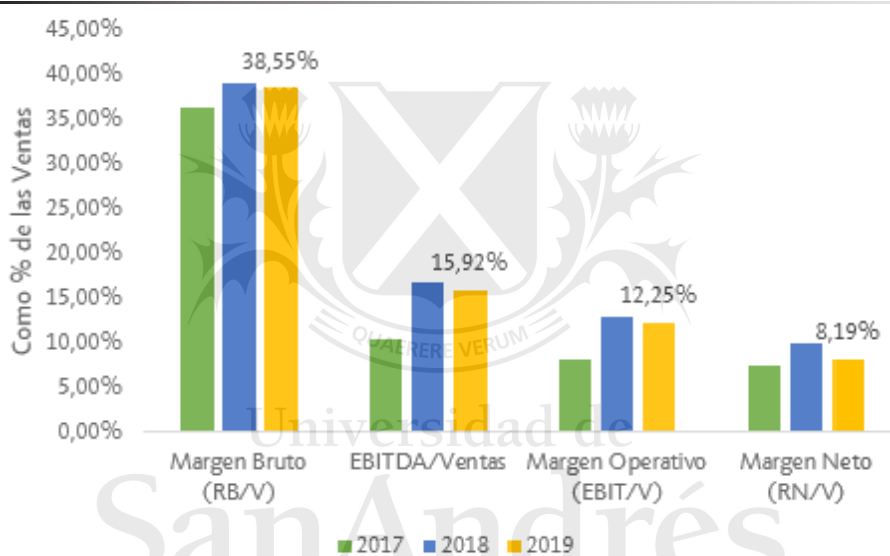
INDICADORES DE RENTABILIDAD	2017	2018	2019
Rentabilidad de Capital (RN/PN)	11,57%	15,27%	12,31%
Rentabilidad Activo (RN/A)	8,53%	11,80%	7,85%
Margen Bruto (RB/V)	36,35%	39,01%	38,55%
EBITDA/Ventas	10,44%	16,72%	15,92%
Margen Operativo (EBIT/V)	8,02%	12,79%	12,25%
Margen Neto (RN/V)	7,37%	9,88%	8,19%

Fuente: Elaboración propia según 20-F

Como ya hemos visto, Globant es una empresa que está en pleno crecimiento. De todas formas, no hay manera de distinguir entre crecimiento orgánico e inorgánico real. Al ser una compañía proveedora de servicios complementarios entre sí, no hay apertura del excedente de negocios generados gracias a las nuevas adquisiciones.

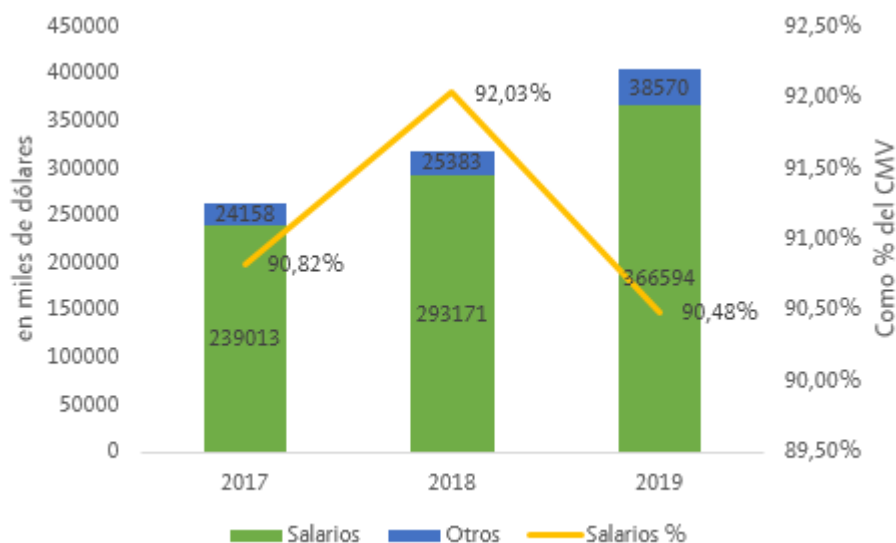
Los márgenes de Globant se mantuvieron relativamente estables en los últimos 3 años (ver Gráfico 31).

Gráfico 31: Márgenes de Rentabilidad por Año



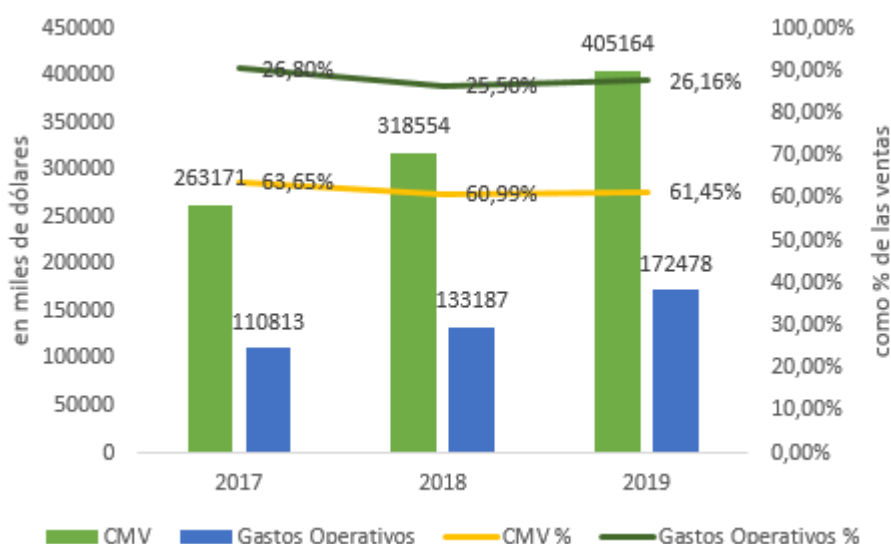
Fuente: Elaboración propia según 20-F

Empezando por el margen bruto, se puede observar una mejora del 36,35% de 2017 al 38,55% logrado en 2019. El costo de mercadería (servicios en este caso) vendida, se redujo del 63,25% de las ventas en 2017 a 61,45% en 2019. El componente de salarios dentro del costo de mercadería vendida tiene un peso importante, con una injerencia del 90%, y un peso de 55,60% directo sobre las ventas (ver Gráfico 32). La mejora en el margen bruto de 2017 a 2019, estuvo explicado por una mejor absorción del componente salarial, bajando del 92% al 90% del costo de mercadería vendida total.

Gráfico 32: Margen Bruto – Composición del Costo de Mercadería Vendida

Fuente: Elaboración propia según 20-F

Pasando al margen operativo debemos agregar al análisis los gastos operacionales de la compañía, los cuales representaron un 26,16% sobre las ventas. En este caso, se vuelve a observar que en los mismos hay un fuerte componente salarial proveniente de puestos no vinculados directamente en lo que es programación de *software*. Al igual que con el costo de mercadería vendida, vemos que los gastos se mantuvieron relativamente constantes y en sintonía con el incremento de las ventas de la compañía (ver Gráfico 33).

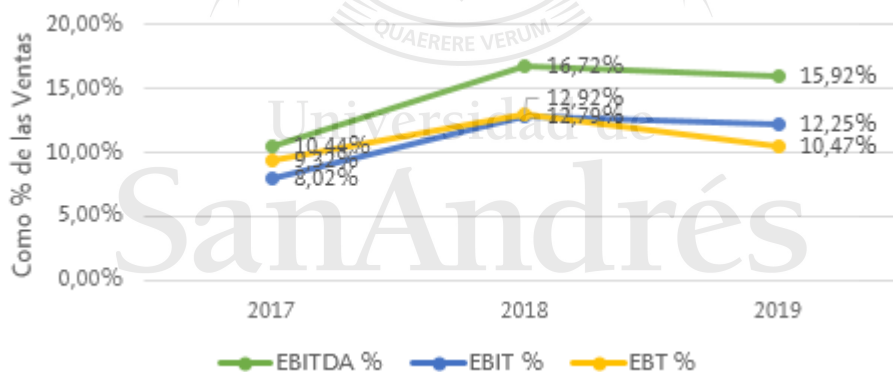
Gráfico 33: Margen Operativo - Componentes

Fuente: Elaboración propia según 20-F

Las mejoras de 2 puntos porcentuales en el costo de mercadería vendida y de 65 puntos básicos en los gastos operativos impulsaron en gran parte las mejoras observadas en los distintos márgenes (ver Gráfico 33).

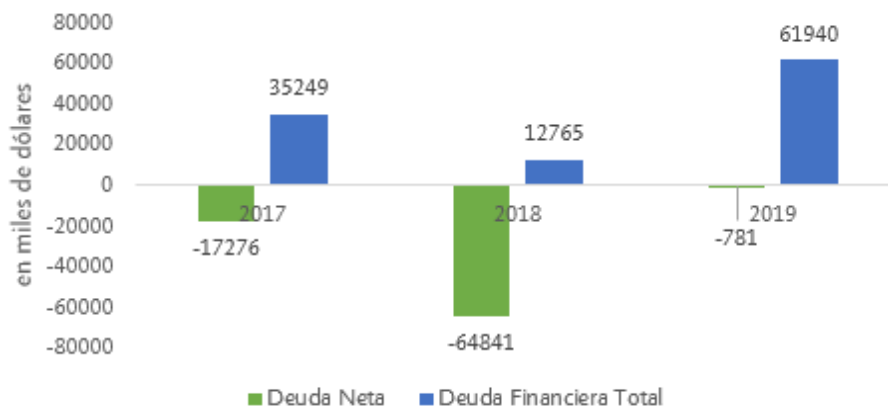
El *EBITDA* fue del 15,92% mejorando notablemente del 10,44% obtenido en 2017. Dichas mejoras se vieron reflejadas de manera directa tanto en el *EBIT* del 12,25% como en el *EBT* del 10,47% (ver Gráfico 31). De todas formas, en 2018 se observó un hecho destacable en lo que respecta al *EBIT* y al *EBT*. El *EBT* estuvo en prácticamente el mismo nivel. Esto se dio ya que fue el año en el que la compañía tuvo una deuda neta negativa muy grande, con un costo financiero prácticamente nulo e incluso beneficios en intereses ganados por las inversiones de corto plazo (ver Gráficos 34 y 35).

Gráfico 34: EBITDA – EBIT – EBT



Fuente: Elaboración propia según 20-F

Gráfico 35: Deuda Financiera

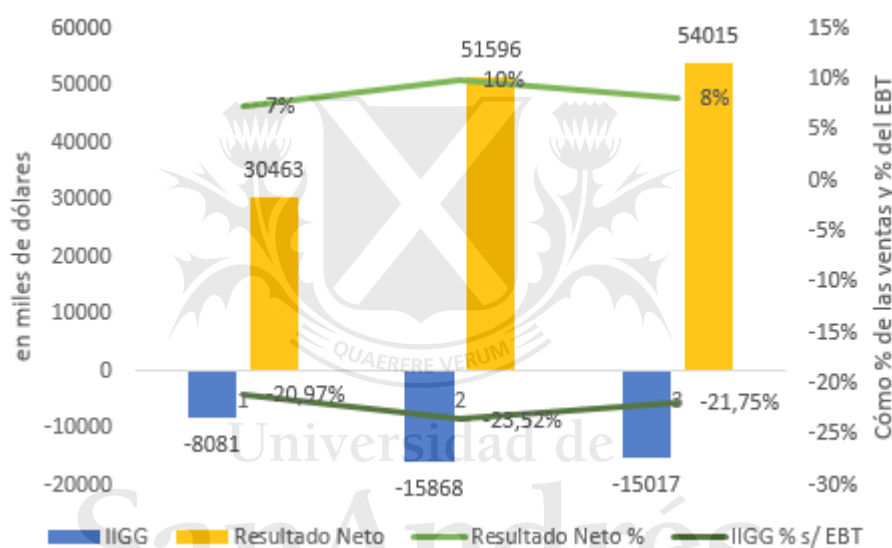


Fuente: Elaboración propia según 20-F

Si bien en 2019 la deuda se incrementó en 385%, la liquidez acumulada en 2018 se mantuvo lo que le permitió terminar con un efecto neto en la deuda.

Por último, el resultado neto alcanzó los U\$S 54 millones en 2019, lo que representa un 8,19% de las ventas. La tasa del impuesto a las ganancias, calculada como el impuesto a las ganancias sobre el *EBT*, se ubicó en 21,75%, disminuyendo casi 2 puntos porcentuales versus 2018 (ver Gráfico 36). El promedio de los últimos 3 años es de 22,08%.

Gráfico 36: Margen Neto – Impuesto a las Ganancias



Fuente: Elaboración propia según 20-F

INDICADORES CREDITICIOS:

Globant es una compañía que si bien ha realizado diversas operaciones de fusiones y adquisiciones las cuales impulsaron su crecimiento, la misma ha realizado las mismas principalmente mediante ampliaciones de capital, y no a toma de deuda. Es una compañía con un nivel de deuda relativamente bajo, y que además posee liquidez la cual hace que la deuda neta sea nula.

Gráfico 37: Indicadores Crediticios

INDICADORES DE ENDEUDAMIENTO	2019	2018	2017
Endeudamiento (P/PN)	57%	29%	36%
Calidad de Endeudamiento (PC/P)	59%	94%	79%
Solvencia ((Activos - Cargos Diferidos)/P)	2,65	4,24	3,67
Autonomía Financiera (PN/A)	64%	77%	74%
Dependencia Financiera (P/A)	36%	23%	26%
Calidad de la Deuda (DFC/P)	12%	1%	18%
Capacidad de Devolución (EBITDA/DF)	1,70	6,84	1,22
Cobertura (EBIT/Intereses)	3,01	3,94	3,01
Cobertura Ajustada (EBIT/Intereses Netos)	6,14	12,03	10,77

Fuente: Elaboración propia según 20-F

El ratio de endeudamiento, calculado como pasivo total sobre patrimonio neto, fue el más alto de los 3 años del análisis, incrementándose al 57%. Esto está directamente relacionado con el aumento de la deuda y los leasings de largo plazo. El endeudamiento está mayormente alocado en el corto plazo, como se ve en el ratio de calidad de endeudamiento, calculado como pasivo corriente sobre pasivo total. De todas formas, en 2018 y 2017 este estaba todavía más focalizado en el corto. Nuevamente, el cambio se debió a la deuda de largo y leasings no corrientes. En el análisis de estos indicadores vemos que Globant se trata de una compañía solvente con un ratio de solvencia de 2,65. En cuanto a la dependencia de la compañía respecto a la deuda, vemos que esta es del 36% como ya vimos en el análisis de la estructura de capital. Quiere decir que el pasivo financia el 36% de los activos, financiando entonces la mayoría con capital propio. La deuda financiera explica el 12% del pasivo total. Cabe destacar que en 2018 esta era solo el 1%, lo cual condice con el análisis ya realizado de por qué los resultados obtenidos en 2018 fueron mejores en términos de márgenes. El *EBITDA* representa 1,7 veces la deuda financiera bruta, si hiciésemos este ejercicio con deuda neta entonces no haría sentido ya que la misma

es nula. La cobertura fue de 3,01 y la cobertura ajustada (calculada con deuda neta) fue de 6,14.

INDICADORES DE GESTIÓN:

Gráfico 38: Indicadores de Gestión

INDICADORES DE GESTIÓN	2019	2018	2017
Incidencia Gastos Financieros (GF/V)	26%	25%	27%
Contribución por Empleado (V/Cantidad Empleados)	0,06	0,06	0,06
Liquidez Corriente	1,89	2,29	2,11
Prueba Ácida	1,64	2,12	1,90
Liquidez Absoluta	0,43	0,84	0,71
Días de Venta	-	-	-
Días de Cobro	51,00	43,00	46,00
Días de Pago (CMV en vez de Compras)	6,00	3,00	4,00
Días de Pago con Cargas Sociales (CMV en vez de Compras)	12,00	20,00	11,00
Ciclo de Conversión de Caja	39,00	23,00	35,00

Fuente: Elaboración propia según 20-F

Uno de los principales indicadores de gestión en este tipo de empresas de servicios digitales, son los efectos de los empleados en el negocio. Comenzaremos el análisis con la incidencia de los gastos fijos en las ventas, porcentaje el cual ascendió a 26% ubicándose como el promedio de los últimos 3 años. La contribución por empleado, medida como las ventas dividido la cantidad de empleados, se mantuvo relativamente constante. En este sentido, las adquisiciones realizadas por la compañía fueron adquisiciones que aportaron al negocio incluso desde un punto de eficiencia, al no empeorar este indicador. Como vimos, la compañía es una compañía líquida con buenos niveles de liquidez, prueba ácida y liquidez absoluta. La baja en 2019 está relacionada con el aumento de las deudas que ya vimos. El ciclo de conversión de caja de la compañía tiene solo 2 pilares en vez de los

habituales 3: no se puede calcular los días de venta al ser una compañía de servicios. Por otro lado, los días de pago se calculan con el costo de mercadería vendida o *CMV* ya que las compras realizadas por la compañía son insignificantes, su costo más relevante es el de salarios. En este sentido, vemos días de cobro de 51 días lo cual refleja una extensión de plazos versus los 43 y 46 días de los años anteriores. El pensamiento natural en este tipo de empresas sería que los días de pago (incluyendo cargas sociales) se ubiquen en torno a los 30 días, ya que es el período normal de pago de sueldos. Si bien en 2018 fue el caso, tanto en 2019 como en 2017 el plazo fue bastante más bajo. Esto no genera problemas a una compañía la cual genera exceso de liquidez gracias a sus buenos márgenes. El ciclo de conversión de caja final resultó entonces de 39 días para 2019, más del doble de los 23 de 2018.

ANÁLISIS DE LA COMPETENCIA:

Gráfico 39: Indicadores de la Competencia

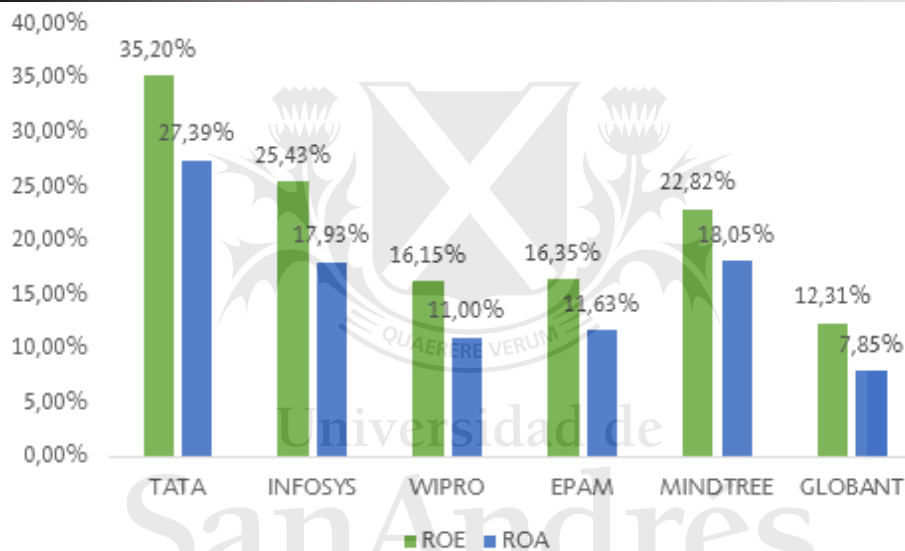
EMPRESA	VENTAS (en miles de U\$S)	Margen EBITDA	Margen EBIT	Margen Neto	ROE	ROA
TATA	20.548.770	29,23%	25,57%	21,49%	35,20%	27,39%
INFOSYS	11.799.000	24,56%	23,15%	18,64%	25,43%	17,93%
WIPRO	8.219.410	23,98%	16,51%	15,37%	16,15%	11,00%
EPAM	2.293.798	17,61%	13,20%	11,38%	16,35%	11,63%
MINDTREE	985.117	16,43%	12,82%	10,74%	22,82%	18,05%
GLOBANT	659.325	15,92%	12,25%	8,19%	12,31%	7,85%

Fuente: Elaboración propia en base a *Yahoo Finance*

Como vemos en el Gráfico 39 y como hemos visto en Posicionamiento Competitivo, Globant está entre las empresas más pequeñas comparándola con sus competidores. Esto aplica tanto en ventas, como en todos los márgenes.

TATA es la más grande de todas con ventas por U\$S 20.548.770.000, un EBITDA del 29,23%, EBIT del 25,57% y margen neto del 21,49%. Entre TATA, la más grande, y Globant, la más pequeña, se ubican todas las demás. Las más similares son Wipro y EPAM quienes tuvieron márgenes un poco superiores a los de Globant y retornos sobre el capital (o "ROE" por sus siglas en inglés "Return on Equity") de 16,15% y 16,35% respectivamente, siendo estos los más cercanos al 12,31% de Globant (ver Gráfico 40).

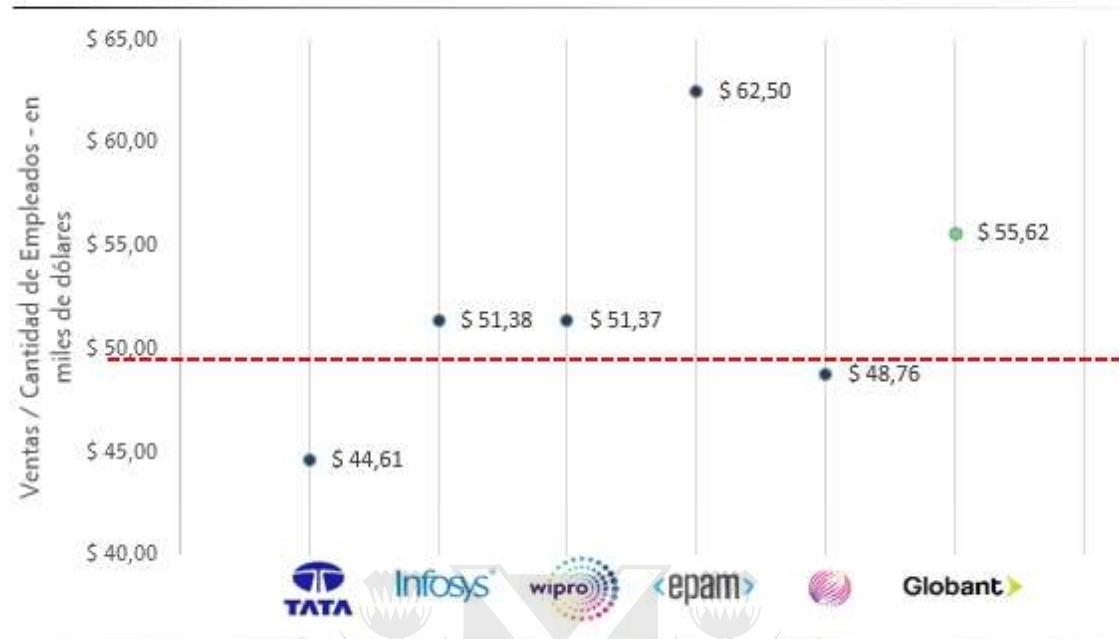
Gráfico 40: ROE y ROA por Empresa



Fuente: Elaboración propia en base a Yahoo Finance

Ahora bien, lo que si podemos observar a favor de Globant es que, si bien se trata de una empresa más pequeña de las demás, es una de las dos compañías junto a EPAM en tener una contribución al negocio por empleado mayor al promedio ponderado de 49 mil dólares (ver Gráfico 41).

Gráfico 41: Contribución por Empleado (Ventas dividido Cantidad de Empleados)



Fuente: Elaboración propia según *Wikipedia* y *Yahoo Finance*

Universidad de
San Andrés

VALUACIÓN POR DCF:

Para calcular el valor del capital accionario de Globant al 31 de diciembre de 2019 utilizaremos el método de valuación de Flujo de Fondos Descontados, o *DCF* (por sus siglas en inglés "*Discounted Cash Flow*").

Una compañía puede financiarse tanto con capital propio, como con endeudamiento con distintos acreedores. El capital propio se refleja en el patrimonio neto, y el endeudamiento con terceros se refleja en el pasivo. Se conoce como estructura de capital, a la distribución en la que una compañía financia sus activos ya sea con endeudamiento o con capital propio. Cuando una compañía posee una estructura de capital estable a lo largo del tiempo, y se espera que así continúe, entonces el método de valuación más común es el de los Flujos de Fondos Descontados, o *DCF* (por sus siglas en inglés "*Discounted Cash Flow*"). De las distintas versiones de *DCF*, la que se suele utilizar es la del Flujo de Fondos Libres para la Firma, o *FCF* (por sus siglas en inglés "*Free Cash Flow*"), descontando los mismos a una tasa de descuento la cual es el Costo Promedio Ponderado de Capital, o *WACC* (por sus siglas en inglés "*Weighted Average Cost of Capital*"). En el *WACC* se tiene en cuenta también el ahorro impositivo que generan los pagos de intereses resultantes del endeudamiento con acreedores (principalmente financieros).

Con Globant estamos ante una compañía en pleno crecimiento y que hasta el 31 de diciembre de 2019 se financió mayormente con capital propio. Recién en 2019 comenzó a utilizar el endeudamiento bancario como una fuente más de fondeo, motivo por el cual la estructura de capital cambió. De todas maneras, creemos que con la deuda que han incurrido en 2019 y considerando que no estamos proyectando adquisiciones futuras de empresas, entonces utilizaremos el método de *DCF*.

El primer paso para poder valorar a la compañía será el de construir los Flujos de Fondos Disponibles, y se deberá construir un Flujo de Fondos Disponible para cada período. Los Flujos de Fondos Disponibles se refieren a la caja remanente luego de haber pagado todos los gastos operativos e impositivos (sin tener en cuenta los pagos de intereses).

Una vez construidos los flujos, estos descontados a una tasa de descuento para conseguir el valor presente de estos. A esta tasa se la conoce como costo promedio ponderado de capital, o WACC (por sus siglas en inglés “*Weighted Average Cost of Capital*”).

$$WACC = K_D * \frac{D}{D+E} * (1-t) + \frac{E}{D+E} * K_E$$

En donde:

- K_D es el costo de la deuda;
- D es la deuda a valor de mercado;
- E es el *equity* a valor de mercado;
- t es la tasa de impuesto a las ganancias;
- y K_E es el costo de capital propio.

FLUJO DE FONDOS DISPONIBLES:

Los Flujos de Fondos Disponibles muestran los fondos obtenidos por la empresa luego de impuestos, pero sin tener en cuenta los pagos de capital e intereses financieros. Estos flujos, a su vez, son ajustados por aquellos movimientos contables que no necesariamente implican movimientos reales de dinero. El Flujo de Fondos de la Firma muestra entonces el flujo disponible para acreedores y accionistas de la empresa.

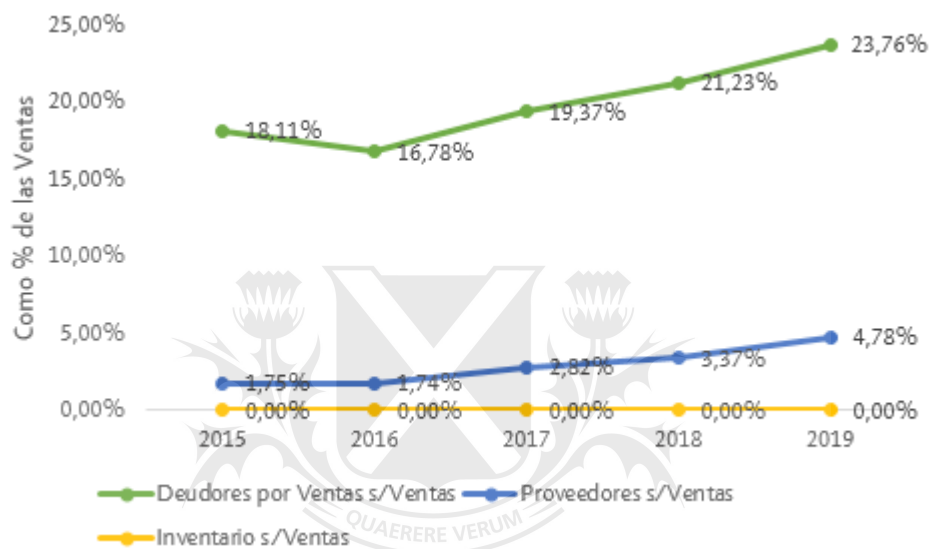
	<i>EBIT</i>
-	<i>Impuestos a las ganancias sobre el EBIT</i>
+	<i>Depreciaciones y Amortizaciones</i>
-	<i>Nuevas Inversiones de Capital (<u>Capital Expenditures</u> o "CAPEX")</i>
+/-	<i>Variación de Capital de Trabajo</i>
<i>Flujo de Fondos de la Firma</i>	

Como vemos en el cálculo del Flujo de Fondos de la Firma, al resultado antes de intereses e impuestos, o *EBIT*, vamos a quitarle el impuesto a las ganancias calculado sobre el mismo. Luego le sumaremos las depreciaciones y amortizaciones, ya que estas no representan una erogación real de dinero. Sin embargo, si le restaremos las nuevas inversiones de capital que haya realizado la compañía, ya que estas sí representan erogaciones reales de dinero. Por último, sumaremos o restaremos, dependiendo el resultado, la variación interanual del capital de trabajo. Este último, tradicionalmente se calcula de la siguiente manera:

$$\text{Capital de Trabajo} = \text{Deudores por Ventas} + \text{Inventarios} - \text{Proveedores}$$

De todas formas, en el caso de Globant el capital de trabajo no es sustancial al negocio. Al ser una compañía de servicios, no posee inventarios, y el peso de los proveedores es muy bajo. El único ítem relevante es el de deudores por ventas (ver Gráfico 42).

Gráfico 42: Componentes del Capital de Trabajo



Fuente: Elaboración propia según 20-F

San Andrés

El capital de trabajo funciona de la siguiente manera. Si los deudores por ventas crecen, entonces necesito un origen de fondos con el cual financiar esa aplicación. Lo mismo ocurre en el caso de los inventarios, aunque en el caso puntual de Globant estos son nulos. Los proveedores son el origen de fondos más común con el cual financiar tanto deudores por ventas como inventarios. Es decir, para financiar a mis clientes o para financiar inventarios, necesito que mis proveedores me financien a mí. Si el crecimiento nominal de los deudores y del inventario es mayor al crecimiento de los proveedores, entonces voy a necesitar fondos adicionales. Si ocurre la inversa, entonces tendré un excedente.

Para poder construir los Flujos de Fondo de la Firma de los próximos 5 períodos y del Valor Terminal, será necesario realizar distintos supuestos.

VENTAS:

Para poder determinar las ventas totales de la empresa por zona geográfica, utilizaremos una combinación de la data recolectada de *IDC* y *Statista* expuesta en la sección de Análisis de la Industria, Perspectivas, y las tasas de crecimiento que la compañía venía obteniendo.

En la presente sección trabajaremos con un análisis de *CAGR* de 2015 a 2019, y no de 2014 a 2019 como se trabajó en la sección de Análisis de Negocio. Esto radica en que en 2014 no hubo ventas en Asia, motivo por el cual he optado por partir del 2015.

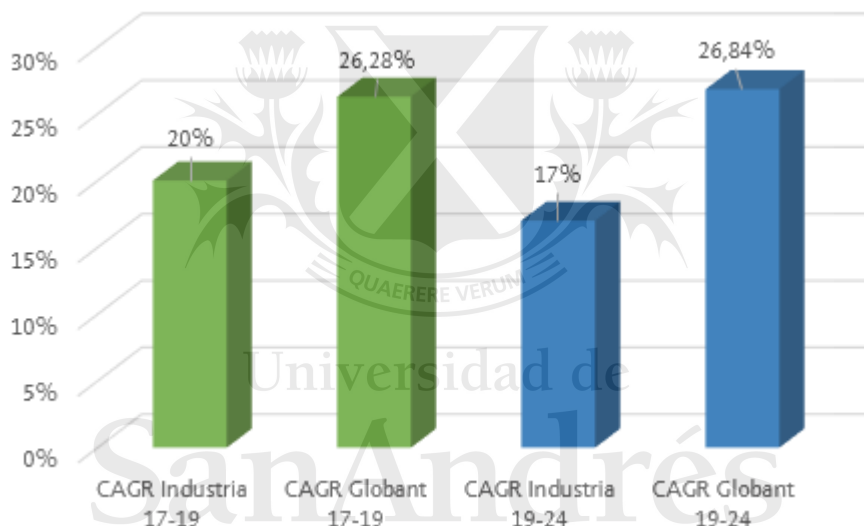
Lo primero fue calcular el crecimiento interanual de las ventas para el período 2015 a 2019 y calcular el *CAGR* de dicho período, el cual fue del 26,96%. También calculamos el *CAGR* del período 2017 a 2019, achicando el rango de antigüedad a los últimos 3 años, para ver si el *CAGR* aceleraba o desaceleraba. El *CAGR* para 2017 a 2019 de toda la compañía fue de 26,28%, mostrando una desaceleración prácticamente inexistente.

Continuamos el análisis desglosando el período 2015 a 2019 por zona geográfica: Norteamérica, Europa, Asia y Latinoamérica & Otros. Los *CAGR* para 2015 a 2019 fueron 23,64% para Norteamérica, 36,42% para Europa, 34,21% para Asia y 43,21% para Latinoamérica & Otros. Achicando el período para el rango 2017 a 2019, fueron 23,46%, 10,26%, 157,82% y 51,43% respectivamente. El crecimiento tan abrupto en Asia tiene que ver con el desembarco de la compañía en India. De todos modos, el peso de Asia en las ventas es muy bajo, como ya hemos visto en el Análisis del Negocio. Se destaca entonces

gran crecimiento en Asia y Latinoamérica, estabilidad en Norteamérica, y desaceleración en Europa.

Como hemos visto en *Análisis de la Industria, Perspectivas*, según *IDC* el *CAGR* de la industria de la transformación digital será del 17,00%¹⁴ para el período 2019 a 2024 y fue del 20% para 2017 a 2019. Esperamos que la empresa continúe ganando cuota de mercado tal cual lo vino haciendo estos últimos años (ver gráfico 43).

Gráfico 43: Globant versus Industria (2017-2019 y 2019-2024)



Fuente: Elaboración propia según 20-F

Tanto el escenario base como el pesimista suponen un *CAGR* mayor al de la industria de la misma manera que Globant obtuvo mejor rendimiento que la industria en general y que sus comparables en términos de *CAGR* estos últimos años. El escenario pesimista, sin embargo, se asimila al crecimiento promedio que tendrá la industria según *IDC*.

¹⁴ Fuente: IDC

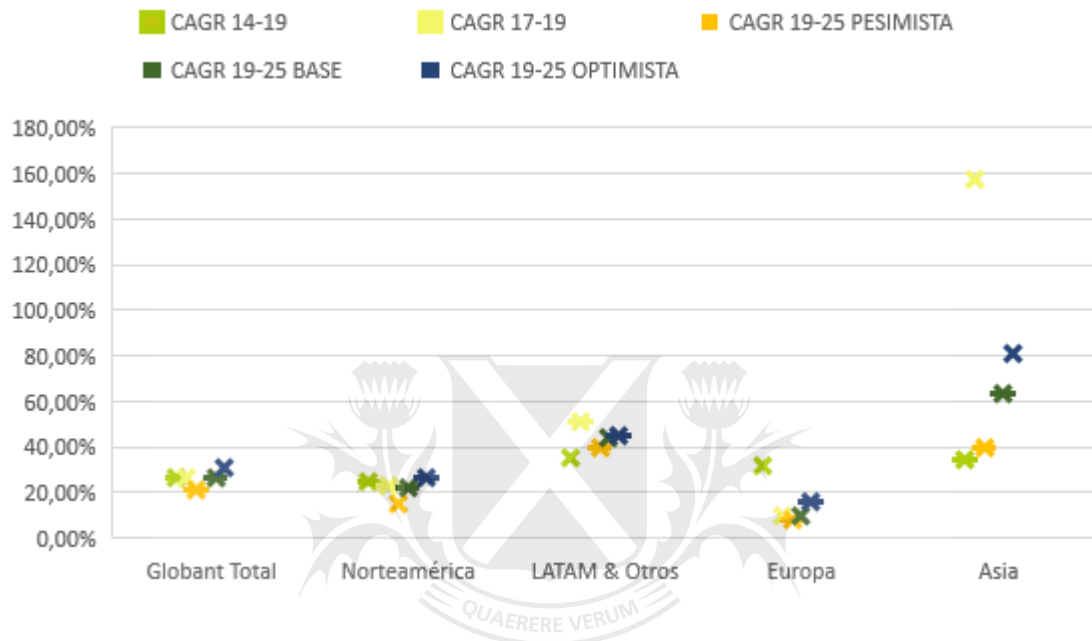
El resultado general, entonces, es que el *CAGR* global de la compañía es de 21,00% en el escenario pesimista, 26,84% en el base, y 30,70% en el optimista.

A continuación, analizaremos el racional detrás de los *CAGR* utilizados en el escenario base:

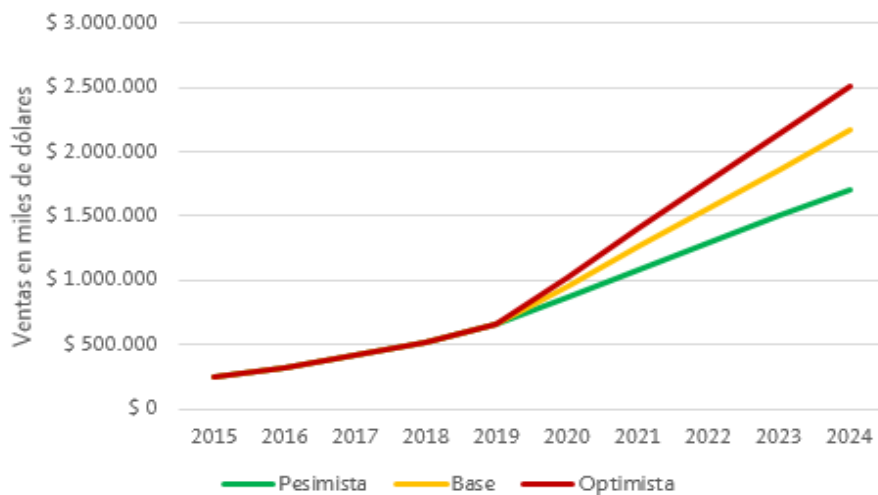
- Norteamérica: es el mercado más maduro de Globant, y hemos visto una desaceleración en el crecimiento y en la ponderación de esta región en las ventas totales, bajando de 83,69% en 2015 a 75,28% en 2019. Creemos que al ser el mercado más maduro esta tendencia continuará y el *CAGR* seguirá decreciendo levemente.
- Europa: si bien no es el mercado de menor participación de ventas, si es el mercado en donde más parece que le cueste crecer a Globant. Como ya vimos, el *CAGR* entre 2015 y 2019 versus el de 2017 a 2019 tiene una dispersión muy grande, habiendo obtenido 36,42% y 10,26% respectivamente. Creemos que será la región en donde más le costará crecer y mantendrá un ritmo de *CAGR* de entre 8 y 17%.
- Asia: es el mercado más pequeño de Globant, con el desembarco en India vemos un fuerte crecimiento en las ventas. De todos modos, ese crecimiento interanual grande entendemos es debido a que antes no tenía presencia. Los competidores globales de la compañía más fuertes son de India y tienen una presencia muy fuerte en Asia. Más allá de que sea el mercado que más se espera que crezca, no creemos que Globant pueda capitalizar todo ese crecimiento que venía teniendo.
- Latinoamérica: es el mercado en donde Globant más debería de poder desarrollarse. Con un peso de las ventas que subió de 10,42% en 2015 a 16,92%

en 2019, y un CAGR de 43,41%, interpretamos que la transformación digital está empezando a tomar impulso en esta región (ver Gráfico 44).

Gráfico 44: CAGR por Región por Escenario



2019-2025	2015-2019	2017-2019	Pesimista	Base	Optimista
Totales Globant	26,96%	26,28%	21,00%	26,84%	30,70%
Norteamérica	23,64%	23,46%	15,04%	22,15%	26,38%
LATAM & Otros	43,31%	51,43%	40,01%	43,77%	45,41%
Europa	36,42%	10,26%	8,39%	9,90%	16,41%
Asia	34,21%	157,82%	40,01%	63,88%	80,84%
Diferencial 17-19	-	-	-5,28%	0,56%	4,42%



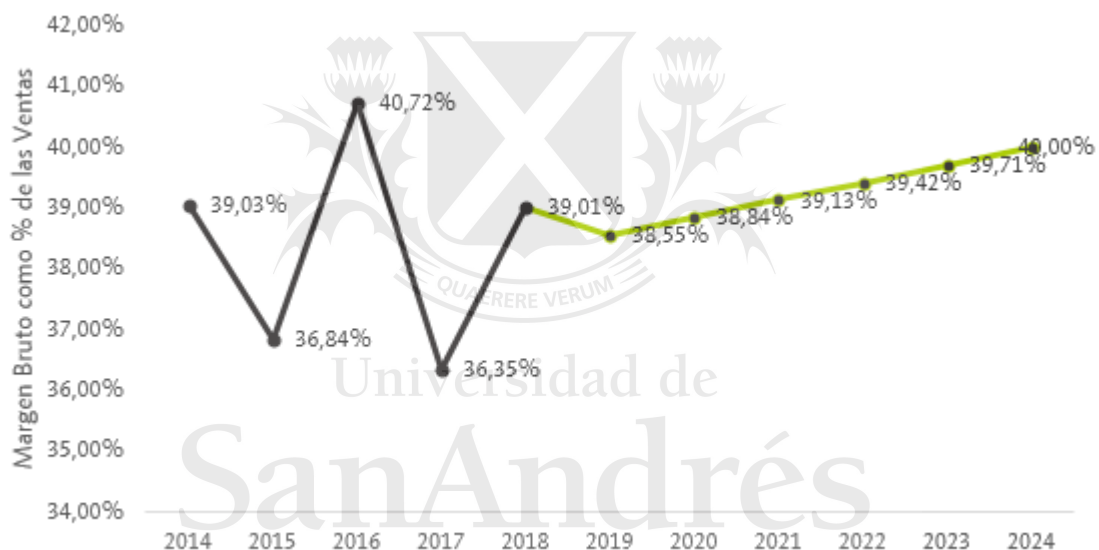
Fuente: Elaboración Propia

MARGEN BRUTO:

El margen bruto es la diferencia entre las ventas y el costo de mercadería vendida. Como vimos, el componente más relevante del costo de mercadería vendida son los salarios. Esto es normal y condice con el hecho de que Globant es una empresa de servicios digitales.

Si analizamos los últimos 6 años, el margen bruto promedio fue de 38,42% (ver Gráfico 45).

Gráfico 45: Evolución y Proyección del Margen Bruto



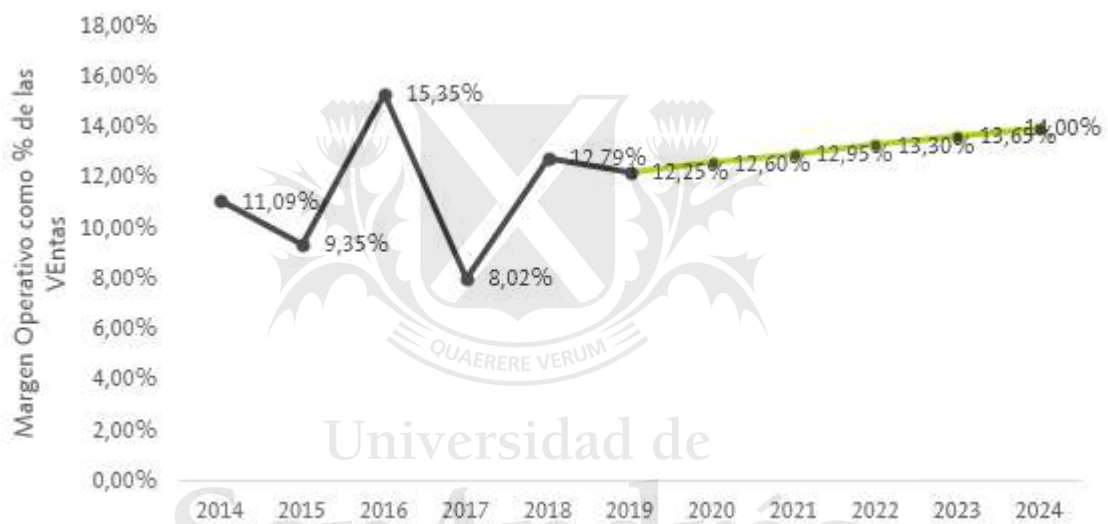
Fuente: Elaboración propia según 20-F

Tanto en 2015 (36,84%) como en 2017 (36,35%), los años en los que el costo de mercadería vendida tuvo mayor injerencia como porcentaje sobre las ventas, fueron años en los que la compañía realizó adquisiciones o bien las había realizado el año anterior cercano al cierre del ejercicio. En 2019 la compañía realizó las adquisiciones de *Avanxo* y *Belatrix* motivo por el cual en 2020 esperamos que el margen bruto se reduzca un poco al 38,55% para luego converger al 40,00% el cual está 72 puntos básicos por debajo de la

mejor marca obtenida el año 2016. Entendemos que la compañía podrá eficientizar sus operatoria logrando esta mejora de 158 puntos básicos versus el promedio ya mencionado de 38,42% del período 2014 a 2019.

MARGEN OPERATIVO:

Gráfico 46: Evolución y Proyección Margen Operativo



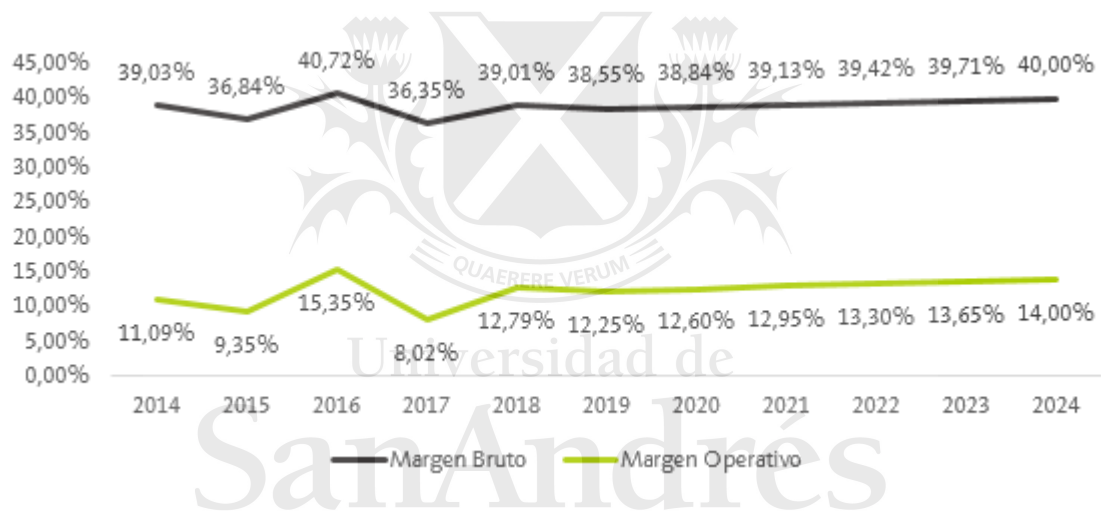
Fuente: Elaboración Propia

Los gastos administrativos y fijos de la compañía se ubicaron en un promedio de – 26,94% en el período de 2014 a 2019, con un piso de – 25,36% y un techo de – 28,32%. Los gastos para el período 2014 a 2019 tuvieron entonces una dispersión máxima de 2,96 puntos porcentuales. Para la proyección 2020 a 2024 se prevé una mejor absorción de los mismos, llegando a obtener un margen bruto de 14,00% para el 2024 (ver Gráfico 46).

Al igual que con el costo de mercadería vendida, el componente principal de los gastos fijos y administrativos son los salarios. En 2019 representaron un 40% de los gastos totales. Sin embargo, no se trata de los salarios de los desarrolladores o programadores, sino que

se refieren a los salarios del primer y segundo nivel gerencial de la compañía. A medida que la compañía fue agregando *Studios*, tuvo que incorporar nuevos gerentes de mandos medios y altos, motivo por el cual los gastos en relación a las ventas sufrieron esta diferencia entre cada año del período 2014 a 2019. A futuro, estamos previendo que la cantidad de *studios* se mantendrá constante con lo cual la necesidad de tener nuevas gerencias de rangos medios y altos se reducirá, lo que hará que estos costos se vuelvan cada vez menos relevantes.

Gráfico 47: Proyección Márgenes Bruto y Operativo



Fuente: Elaboración Propia

AMORTIZACIONES Y DEPRECIACIONES:

A pesar de ser una empresa de servicios, Globant es compañía con un importante peso en el activo no corriente. Dentro del mismo, se destacan los bienes de uso los cuales representan un 16% del activo total, derechos de uso de activos en un 11%, y activos intangibles en un 4%.

De todas formas, el componente más importante del activo es el valor llave o fondo de comercio. En el año 2019, este representó un 34% del activo. Es un debate recurrente si el valor llave amortiza o no amortiza. Según la nota 3.2 del 20-F del año 2019, el valor llave de Globant no amortiza. Lo que hacen es revisar anualmente el valor recuperable del negocio. Si el valor recuperable del negocio es menor al saldo actual, entonces se reconoce una pérdida en el estado de resultados. Al 31 de diciembre de 2019 la compañía no incluyó pérdidas por diferencias negativas en el valor llave. Por este motivo, vamos a excluirlo del análisis de las amortizaciones y depreciaciones.

En el 2019 el saldo de propiedades y equipos fue de U\$S 87,5 millones, el derecho a uso de U\$S 58,7 millones, y los activos intangibles U\$S 27,1 millones. Las depreciaciones y amortizaciones fueron de U\$S 38,8 millones y representaron un 5,89% de las ventas, un número más elevado que el promedio de 3,72% (sin incluir el 5,89%) que tuvieron de 2015 a 2018. El promedio, incluyendo el 5,89% de 2019, fue de 4,15%. Este será el porcentaje sobre las ventas con el cual proyectaremos hacia adelante para los 3 escenarios.

INVERSIONES DE CAPITAL (CAPEX):

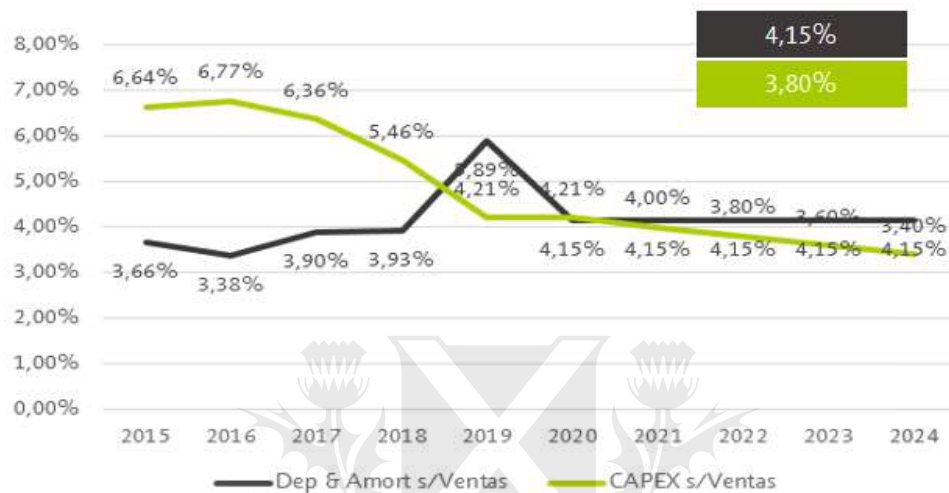
Para proyectar el *CAPEX* utilizaremos la misma metodología que utilizamos en la sección de Depreciaciones y Amortizaciones.

El promedio de *CAPEX* medido sobre ventas fue de 5,89% para los años 2015 a 2019, con picos de 6,77% y un piso en 2019 de 4,21%. Debido a las aperturas de nuevas oficinas realizadas en el período 2015 a 2019, el monto de *CAPEX* fue grande. Un claro ejemplo es la apertura en la India.

Entendiendo que tratándose de la industria del *software* las inversiones en *CAPEX* serán necesarias en mayor medida solo si realizan expansiones a nuevos países, proyectaremos

una inversión en CAPEX decreciente hasta 3,40% sobre las ventas, promediando 3,80% para los años 2020 a 2024.

Gráfico 48: Amortizaciones y Depreciaciones - CAPEX



Fuente: Elaboración propia según 20-F

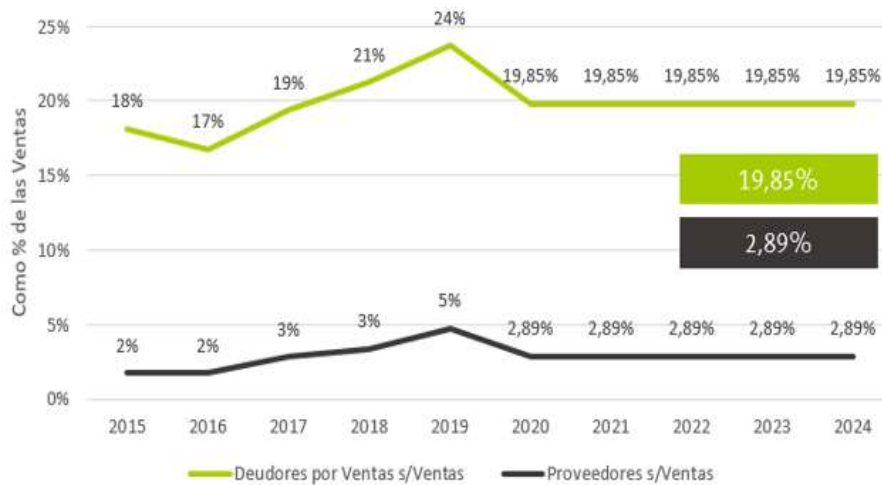
VARIACIÓN DE CAPITAL DE TRABAJO:

Para realizar las proyecciones de capital de trabajo y de la variación del capital de trabajo, se tomaron en cuenta las proyecciones ya realizadas de las ventas.

En el caso de Globant, y como ya hemos visto en la sección Análisis Financiero, Ratios, al ser una empresa de servicios esta no posee inventarios.

Tanto para la proyección de proveedores como para los deudores por ventas se utilizaron los promedios de 2015 a 2019 del peso que los mismos tuvieron sobre las ventas. Para el caso de los proveedores, este fue de 2,85%. En cuanto a los deudores, los mismos fueron de 19,89%.

Gráfico 49: Capital de Trabajo



Fuente: Elaboración propia según 20-F

TASA DE DESCUENTO:

Luego de haber calculado los Flujos Disponibles, necesitamos construir la Tasa de Descuento con la cual traeremos los flujos de los distintos períodos a valor presente. Esto es la esencia de cualquier valuación. En el caso de la valuación por el método de *DCF*, ya hemos construido los flujos libres de la firma como si esta no tuviese deuda. Para ser congruentes con la valuación, entonces tendremos que descontarlos a una tasa que represente el costo de oportunidad. Como hemos visto, a esta tasa se la conoce como *WACC*. Comenzaremos la construcción de la *WACC* construyendo el costo del *equity* también conocido como K_E .

$$K_E = R_{FREE} + B_L * (R_{MARKET} - R_{FREE})$$

Explicaremos ítem por ítem de la fórmula cómo llegaremos a construir el costo de capital K_u .

TASA LIBRE DE RIESGO (R_{FREE}):

¿Acaso existe una tasa que sea efectivamente libre de riesgo? Teóricamente, una tasa libre de riesgo, valga la redundancia, sin ningún tipo de riesgo. En la práctica, no existe un activo que pague un rendimiento y cumpla con la condición de ser libre de riesgo.

De todas formas, y basándonos en Damodaran, el activo que mejor representa esta característica es uno que:

1. No tenga riesgo de *default* o no pago;
2. No exista riesgo de reinversión.

A su vez, no podemos simplemente elegir para nuestra valuación por *DCF* cualquier activo que cumpla con estas condiciones. Debemos elegir un activo que sea consistente con la moneda en la que estamos proyectando nuestros flujos de caja.

Teniendo en cuenta que la valuación de Globant del presente trabajo tiene como moneda funcional el dólar americano, utilizaremos la tasa libre de riesgo de las Notas del Tesoro de Estados Unidos, las cuales son instrumentos cero-cupón. En cuanto al horizonte temporal de la misma, elegimos la de 10 años.

Al 31 de diciembre de 2019, la Tasa Libre de Riesgo de las Notas del Tesoro de los Estados Unidos ascendía a 1,92%¹⁵.

¹⁵ Según *FRED*

PRIMA DE RIESGO DE MERCADO ($R_{\text{MERCADO}} - R_{\text{FREE}}$):

El siguiente concepto de la fórmula del costo de capital K_U será el de la Prima de Riesgo de Mercado. Esta es la diferencia entre el rendimiento medio del mercado, y la tasa libre de riesgo.

La esencia de la Prima de Riesgo de Mercado está en determinar cuál es el rendimiento adicional que podría haber obtenido un inversor en caso de querer invertir en “el mercado” en vez de un instrumento libre de riesgo como las notas del tesoro de los Estados Unidos.

Basándonos en Damodaran, existen 3 métodos de obtener la Prima de Riesgo de Mercado:

- i) Primas de Riesgo Históricas: Los rendimientos del pasado son fidedignos de lo que ocurra en el futuro. Dependiendo de si utilizamos metodología de cálculo geométrica o aritmética, y el plazo temporal, obtendremos distintos resultados.
- ii) Prima de Riesgo Implícita: Esta manera de calcular está basada en el modelo de descuento de dividendos. Calcula el rendimiento esperado del mercado haciendo una comparación del valor del índice utilizado con los flujos de dividendos esperados.
- iii) Encuestas a Profesionales del Mercado: Es encuestar a grandes inversores y analistas sobre sus expectativas futuras de mercado.

De las 3 metodologías mencionadas, la más común o habitual en la práctica es la de la Prima de Riesgo Histórica. Es el método con el cual calcularemos la Prima de Riesgo en el presente trabajo. El activo libre de riesgo que utilizaremos será el mismo que para la Tasa Libre de Riesgo, las Notas del Tesoro americano a 10 años de 1,92% y el cálculo se hará con rendimientos geométricos.

En cuanto al plazo de la estimación, un muestreo temporal mayor reduce los errores, pero puede no ser representativo a la hora de reflejar la aversión al riesgo más reciente de los inversores. No obstante, optamos por elegir el período desde el inicio formal del *SetP 500*, el año 1957.

El índice más común con los cuales calcular la Prima de Riesgo de Mercado es el *SetP 500*, y es el que suele recomendar Damodaran. El índice *SetP 500* también conocido como *Standard & Poors 500 Index*. El *SetP 500* es un índice ponderado por capitalización bursátil de las 500 compañías más grandes que coticen en bolsa de Estados Unidos. Teniendo en cuenta que la mayor parte de las ventas de Globant son en Norteamérica, seguiremos la recomendación de Damodaran y utilizaremos el *SetP 500* para calcular los rendimientos del mercado.

Los pasos para obtener la Prima de Riesgo de Mercado fueron los siguientes:

1. Buscamos los rendimientos anuales del índice *SetP 500* para el período 1957 a 2019 y calculamos el rendimiento promedio anualizado. El promedio resultante fue de 9,58%.
2. Utilizamos la Tasa Libre de Riesgo de las Notas del Tesoro a 10 años de los Estados Unidos, la cual como mencionamos al 31 de diciembre de 2019 era de 1,92%.
3. Calculamos la Prima de Riesgo de Mercado como la diferencia entre el promedio calculado de los retornos del índice *SetP 500* de 9,58% y la Tasa Libre de Riesgo del 1,92%. La Prima de Riesgo Resultante fue de 7,66%.

$$PRIMA DE RIESGO DE MERCADO = (R_{MERCADO} - R_{FREE})$$

$$PRIMA DE RIESGO DE MERCADO = (9,58\% - 1,92\%)$$

$$PRIMA DE RIESGO DE MERCADO = 7,66\%$$

BETA:

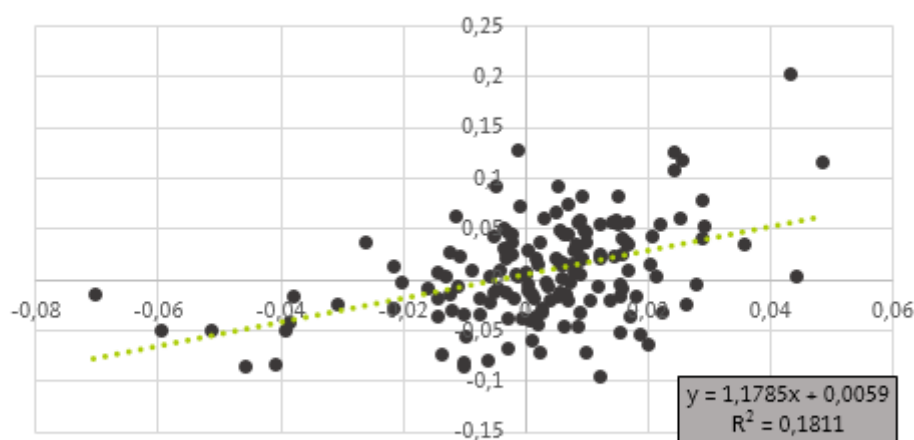
El coeficiente Beta de una acción mide la variabilidad en el precio de la acción respecto a la rentabilidad promedio del mercado. Consecuentemente, la beta mide el riesgo sistemático, también conocido como riesgo de mercado. En otras palabras, intenta explicar cuánto afecta un movimiento en el mercado al precio de una acción.

Para poder calcular la beta debemos hacer la regresión entre el rendimiento de la acción de Globant y el rendimiento del índice *S&P 500*. Calcularemos el beta de 3 períodos de tiempo: desde que comenzó a cotizar en julio de 2014, los últimos 5 años, y los últimos 3 años.

Hemos decidido utilizar el índice *S&P 500* debido a que el 75% de los ingresos de Globant se generan en Estados Unidos y el 85% de sus ingresos son en dólares estadounidenses.

Como ya mencionamos, Globant comenzó a cotizar en julio de 2014. Eso hizo que la cantidad de observaciones de la muestra para el cálculo máximo y el de 5 años sea similar. En cuanto a los resultados (ver Gráfico 51) vemos que el beta calculado con intervalos semanales para el período máximo desde inicio de la cotización fue de 1,03. Para los períodos de 5 y 3 años, en ambos casos respetando el intervalo temporal semanal, fue de 1,07 y 1,17.

Para la valuación por utilizaremos la beta semanal de 3 años de 1,1785 la cual tuvo un coeficiente R^2 de 0,1811. Que la beta haya sido de 1,17 quiere decir que cuando el *S&P 500* se mueve en cualquier dirección 1 punto porcentual, entonces Globant lo hace en 1,17.

Gráfico 50: Reg. Lineal entre Globant y S&P 3 Años - Semanal

Fuente: Elaboración Propia en base a Yahoo Finance

Gráfico 51: Betas

RESUMEN CÁLCULOS BETA CONTRA S&P 500			
Concepto/Plazo	Semanal Máximo	Semanal 5 Años	Semanal 3 Años
Beta	1,0341	1,0703	1,1785
R2	0,1075	0,1140	0,1811
Damodaran		1,20	
Yahoo Finance		1,18	

Fuente: Elaboración propia según cálculos propios, Damodaran y Yahoo Finance

PRIMA DE RIESGO PAÍS:

Si bien ya hemos visto que:

- El 75% de las ventas de Globant se encuentran en los Estados Unidos
- El 85% de los ingresos de Globant son en dólares americanos

Se ha optado por agregar prima de riesgo país por el 16,92% de las ventas provenientes de Latinoamérica. El *EMBI* (por sus siglas en inglés "*Emerging Markets Bond Index*") es calculado por el banco estadounidense *J.P Morgan*. En este caso, hemos tomado el *EMBI Latinoamérica*, el cual a diciembre de 2019 era de 3,0784%.

COSTO DEL EQUITY:

Con los datos obtenidos entonces logramos concluir que el costo del equity, o K_E es el siguiente:

$$K_E = R_{FREE} + B_L * (R_{MARKET} - R_{FREE}) + Riesgo País * Ponderador$$

$$K_E = 1,92\% + 1,1785 * (9,58\% - 1,92\%) + 3,0784\% * 16,92\%$$

$$K_E = 11,47\%$$

El costo del equity o K_E es de 11,47%.

COSTO DE LA DEUDA:

Globant no posee bonos emitidos. Cuenta con una facilidad de crédito emitida por el banco *HSBC* a una tasa de *Libor* + 1,50%. La tasa *Libor* (por sus siglas en inglés “*London Interbank Offered Rate*”) es una tasa de interés determinada por las tasas que los bancos del mercado londinense se ofrecen entre ellos para depósitos de corto plazo. La *Libor* promedio de 2019 se ubicó en 2,371%¹⁶ con lo cual el costo promedio de la deuda promedio de Globant fue de 3,871%.

La compañía posee deuda bancaria por U\$S 51,4 millones, leasings por U\$S 74,5 millones y otras facilidades financieras por U\$S 10,6 millones.

El interés pagado por los leasings en 2019 fue de 475 mil dólares, lo que equivale a una tasa promedio según el 20-F de 6,4%. De todas formas, no incluiremos los mismos de

¹⁶ *Global Rates*

manera directa en el análisis debido a que son leasings mayormente enfocados a oficinas y no al negocio.

Por otro lado, el costo de la deuda promedio según Damodaran es de 3,67%. Teniendo en cuenta que la deuda financiera y otras facilidades son el 45% de la deuda, y los leasings el 55%, el costo ponderado de la deuda resulta en 5,17%. Creemos que la deuda financiera de Globant debería ubicarse en torno al 3,67% promedio de la industria y a su vez ser menor al costo de los leasings del 5,17%. Teniendo en cuenta que la deuda financiera promedio tuvo un costo de 3,871%, levemente mayor al de la industria, vamos a redondear el costo de la deuda en 4,00%.

TASA DE DESCUENTO FINAL:

Habiendo obtenido todos los datos, podemos proceder a calcular la tasa de descuento o WACC final. Recordando la fórmula, la misma era:

$$WACC = K_D * \frac{D}{D+E} * (1-t) + \frac{E}{D+E} * K_E$$

Como Globant no posee bonos emitidos, la deuda financiera (excluyendo leasings) será tomada a valor libros.

$$WACC = 4,00\% * \frac{61.940}{3.981.940.000} * (1-26,29\%) + \frac{3.920.000.000}{3.981.940.000} * 11,47\%$$

$$WACC = 11,34\%$$

Podemos ver que la *WACC* tiende al costo del *equity* ya que la ponderación de la deuda financiera sobre el total de *equity* y deuda, tiende a 0.

VALOR TERMINAL:

Tras haber proyectado los flujos disponibles que descontaremos a la tasa de descuento *WACC* calculada previamente, debemos calcular el valor terminal. El valor terminal es aquel flujo que entendemos generará la compañía a perpetuidad en los períodos posteriores a 2020-2024, que son los que proyectamos individualmente.

El valor terminal, es el flujo de fondos de horizonte descontado a perpetuidad:

$$\text{Valor Terminal} = \frac{FCF_i}{r - g}$$

En donde:

- FCF_i es el flujo de fondos de horizonte;
- r es la tasa de descuento *WACC*;
- g es la tasa de crecimiento esperada.

TASA DE CRECIMIENTO G:

Para la tasa de crecimiento g ponderaremos el crecimiento nominal esperado del producto bruto interno promedio de las regiones de Norteamérica, Europa, Asia y Latinoamérica en el largo plazo según la consultora *Global Insight IHS*.

Gráfico 52: Tasa de Crecimiento “G” Esperada

Región	% Ventas	Tasa Crecimiento Esperada
Norteamérica	62,36%	4,30%
Europa	3,46%	3,70%
Asia	2,54%	6,30%
Latinoamérica & Otros	31,64%	5,46%
Tasa Ponderada	100%	4,70%

Fuente: Elaboración propia en base a *Global Insight IHS*

La tasa *g* a utilizar será de 4,70%.

RESULTADO DE LA VALUACIÓN:

Habiendo realizado la valuación, nos encontramos con los siguientes resultados:

Gráfico 53: Resultado Valuación I

Concepto	Base
CAGR	26,84%
Valor Presente FCFF	\$ 417.724,52
Valor Presente Terminal	\$ 3.030.743,27
Valor de la Firma	\$ 3.448.468
Caja	\$ 62.721,00
Deuda	\$ 61.940,00
Valor Equity	\$ 3.447.686,80
Acciones	37.148
Precio por Acción	\$ 92,81

Fuente: Elaboración propia

El escenario base arrojó un valor de los flujos de fondos de la firma de U\$S 417 millones y un valor presente terminal de U\$S 3.030 millones. Substrayendo la caja y sumando la deuda, nos encontramos con un valor del *equity* de U\$S 3.447 millones, y un respectivo precio por acción de U\$S 92,81.

Hemos creado dos escenarios adicionales al base, uno pesimista y uno optimista. Hemos dejado todas las variables estáticas *ceteris paribus* modificando únicamente la CAGR de las ventas por región, tal cual se expuso en la sección de Ventas. Todos los datos están expresados en miles:

Gráfico 53: Resultado Valuación II

Escenario	Pesimista	Base	Optimista
CAGR Ventas Compañía	21,00%	26,84%	30,70%
Valor Presente FCFF	\$ 372.584,32	\$ 417.724,52	\$ 452.447,75
Valor Presente Terminal	\$ 2.464.553,00	\$ 3.030.743,27	\$ 3.466.274,26
Valor de la Firma	\$ 2.837.137	\$ 3.448.468	\$ 3.918.722
Caja	\$ 62.721,00	\$ 62.721,00	\$ 62.721,00
Deuda	\$ 61.940,00	\$ 61.940,00	\$ 61.940,00
Valor Equity	\$ 2.836.356,32	\$ 3.447.686,80	\$ 3.917.941,01
Acciones	37.148	37.148	37.148
Precio por Acción	\$ 76,35	\$ 92,81	\$ 105,47

Fuente: Elaboración propia

Como vemos, el escenario pesimista arroja un precio por acción de U\$S 76,35 lo que representa 17,73% menos que el escenario base. En cuanto al escenario optimista, este alcanza un precio por acción de U\$S 105,47 un 13,64% más que el escenario base. Tomando el precio de 106,05 al 31 de diciembre de 2019, entonces el escenario pesimista preveía una baja del 28%, el base una baja del 12,49% y el optimista una baja de tan solo de 0,55%.

Al 31 de mayo de 2020, el precio de la acción de Globant alcanzó los U\$S 140,21. Esto, interpretamos, se debió principalmente a dos motivos. El primero es que indudablemente el mercado está valuando a la compañía con una tasa de descuento más baja. El segundo es que en el primer trimestre de 2020 las ventas superaron las expectativas de los analistas.

A continuación, presentamos un análisis de sensibilidad del escenario base modificando la tasa de descuento:

Gráfico 54: Análisis de Sensibilidad del Precio de la Acción Modificando el WACC

WACC	Precio Acción	Valor Terminal
11,34%	\$ 92,81	\$ 3.030.743,27
11,00%	\$ 97,33	\$ 3.194.446,13
10,25%	\$ 109,22	\$ 3.625.898,24
9,50%	\$ 124,73	\$ 4.192.096,14
8,75%	\$ 145,90	\$ 4.967.844,01
8,00%	\$ 176,56	\$ 6.095.888,98

Fuente: Elaboración propia



Universidad de
San Andrés

VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS:

La valuación por múltiplos lo que busca es determinar el valor de una sociedad a partir de múltiplos obtenidos de sociedades comparables. Es uno de los métodos más utilizados por los analistas fundamentales, y un método que sin duda insume menos tiempo que las valuaciones tradicionales vía descuento de flujos de fondos.

A la hora de elegir comparables, hay que tener algunas cosas en cuenta:

- Que coticen en bolsa
- Que realicen actividades similares
- Que posean características similares en términos de riesgo y retorno

Para la valuación por múltiplos que desarrollaremos a continuación hemos elegido los mismos comparables que en la sección de Posicionamiento Competitivo. Se trata de las empresas: *Tata Consultancy Services, Infosys Limited, Wipro Limited, Mindree Limited y EPAM Systems Inc.*

Los múltiplos que utilizaremos son: *Enterprise Value / EBIT, Enterprise Value / Ventas, Ventas / Cantidad de Empleados, ROE, ROA, Ventas y EBIT* (ver Gráfico 54).

Gráfico 54: Múltiplos I

EMPRESA / RATIO	EV / EBIT	EV / VENTAS	VENTAS POR EMPLEADO (miles)	ROE	ROA	VENTAS (miles)	Margen EBIT
TATA	16,65	4,94	\$ 44,61	35,20%	27,39%	\$ 17.694.983,47	25,57%
INFOSYS	12,62	3,15	\$ 51,38	25,43%	17,93%	\$ 10.939.000,00	23,15%
WIPRO	7,54	1,31	\$ 51,37	16,15%	11,00%	\$ 7.831.982,18	16,51%
EPAM	37,97	6,22	\$ 62,50	16,35%	11,63%	\$ 1.848.912,00	13,20%
MINDTREE	14,23	2,29	\$ 48,76	22,82%	18,05%	\$ 785.223,52	12,82%
PROM. PONDERADO	14,66	3,72	\$ 48,78	27,51%	20,53%	\$ 7.820.020,23	22,24%
GLOBALANT	49,30	6,04	\$ 55,59	12,31%	7,85%	\$ 659.325,00	12,25%

Fuente: Elaboración propia en base al 20-F y Yahoo Finance

Según podemos ver el *EV/EBIT* promedio ponderado fue de 14,66x, muy por debajo del 49,30 de Globant. En términos de *EV/Ventas* vemos que Globant está en 6,04x versus el promedio ponderado de 3,72x. A simple vista, podemos notar que el comparable más cercano es EPAM, la cual obtuvo 37,97x en el caso de *EV/EBIT* y 6,00 en el caso de *EV/Ventas*. En cuanto a las ventas, el promedio de las mismas fue de U\$S 7.820 millones, algo que evidencia el pequeño tamaño de Globant en relación a sus comparables más directos. Por el lado del *EBIT* ocurre lo mismo, con U\$S 80,7 millones la compañía está muy por debajo que sus comparables. En términos de *ROE* y *ROA* se evidencia que los comparables tienen mejores ratios. En el único en donde Globant está mejor que el promedio ponderado es, como ya vimos, en la contribución a las ventas por empleado.

Gráfico 55: Múltiplos II

Concepto / Límites	Límite Inferior	Punto Medio	Límite Superior
EV/EBIT	35	45	55
EBIT Globant		\$ 80.735	
EV Globant	\$ 2.825.725	\$ 3.633.075	\$ 4.440.425
Caja		\$ 62.721	
Deuda		\$ 123.303	
Equity	\$ 2.765.143	\$ 3.572.493	\$ 4.379.843
Acciones en Circulación		37148	
Precio por Acción	\$ 74,44	\$ 96,17	\$ 117,90

Fuente: Elaboración propia en base al 20-F

Luego armamos un Gráfico de Valuación por Múltiplos de Globant (ver Gráfico 55). Para armarlo seleccionamos el ratio *EV/EBIT* y se estableció un rango con límite inferior de 35 y superior de 55. Si bien el *EV/EBIT* promedio de la industria era menor, entendemos que el comparable más cercano de Globant es EPAM, siendo la más similar a Globant en cuanto a posicionamiento geográfico (Norteamérica), la cual presenta un *EV/EBIT* de 37,97x.

Este análisis nos arroja un rango de precio de la acción de 74,44 a 117,90 con una media de 96,17 dólares (ver Gráficos 55 y 56). Al 31 de diciembre de 2019 la acción de Globant cotizaba a 106,05 dólares.

Gráfico 56: Múltiplos III

EV/EBIT	35	40,0	45	50,0	55
60.735	\$ 56	\$ 64	\$ 72	\$ 80	\$ 88
70.735	\$ 65	\$ 75	\$ 84	\$ 94	\$ 103
80.735	\$ 74	\$ 85	\$ 96	\$ 107	\$ 118
90.735	\$ 84	\$ 96	\$ 108	\$ 120	\$ 133
100.735	\$ 93	\$ 107	\$ 120	\$ 134	\$ 148

Fuente: Elaboración propia en base al 20-F



Universidad de
San Andrés



BIBLIOGRAFÍA:

CASOS DE ESTUDIO

- 1 Alejandro Artopoulos - Emprendedores globales o el desarrollo en red "El Caso Globant", 2012, Universidad de San Andrés (UdeSA)

ENTREVISTAS

- 2 Youtube.com - Conversaciones con Martín Migoya, CEO de Globant
- 3 Youtube.com - Dialogo con Longobardi por CNN
- 4 Youtube.com - Globant CEO Martin Migoya on CNNDinero
- 5 Youtube.com - Martín Migoya: Reinventing Digital: 3 Steps to Succeed in the Jungle

INFORMACIÓN DE MERCADO

- 6 Euromonitor - (euromonitor.com)
- 7 IDC - (www.idc.com)
- 8 IDC - Futurscape: Worldwide IT Industry 2020 Predictions (www.idc.com)
- 9 Reuters - (reuters.com)
- 10 Statista - (statista.com)
- 11 US Treasury Department - (home.treasury.gov)
- 12 Wikipedia - Globant y sus competidores (wikipedia.org)
- 13 Yahoo Finance - S&P 500, Globant y sus competidores (finance.yahoo.com)

LIBROS

- 14 Aswath Damodaran - Corporate Finance: Theory and Practice (2001)
- 15 Aswath Damodaran - Hurdle Rates In Practice - Applied Corporate Finance 4th Edition
- 16 Aswath Damodaran - Sitio Web Oficial (www.pages.stern.nyu.edu)
- 17 Brealey, Myers, Allen - Principales of Corporate Finance 10th Edition
- 18 Buns, William - Introduction to Financial Ratios and Financial Statement Analysis
- 19 Jonathan Berk, Peter DeMarzo - Corporate Finance, 4th Edition
- 20 Mc Kinsey & Company - Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies 5th Edition
- 21 Rosenbaum, Joshua and Pearl - Investment Banking: Valuation, Leverage Buyouts and Mergers & Acquisitions", 2013.

REPORTES

- 22 EPAM - Reporte Anual 2019 (epam.com)
- 23 Globant - 20-F
- 24 Globant - Earnings Call (investors.globant.com)
- 25 Globant - Presentaciones de Inversores 2019, 2018, 2017, 2016 y 2015 (investors.globant.com)
- 26 Globant - Reportes Anuales 2019, 2018, 2017, 2016 y 2015 (investors.globant.com)
- 27 Infosys - Reporte Anual 2019 (infosys.com)
- 28 Mindtree - Reporte Anual 2019 (mindtree.com)
- 29 Tata Consultancy Services - Reporte Anual 2019 (tcs.com)
- 30 Wipro - Reporte Anual 2019 (wipro.com)

ANEXOS:

VALUACIÓN – ESCENARIO BASE:

Año	1	2	3	4	5		
EBIT	\$ 120.970,89	\$ 163.314,72	\$ 207.766,50	\$ 254.326,23	\$ 302.993,90		G 4,70%
- IIGG s/EBIT	-\$ 26.710,38	-\$ 36.059,90	-\$ 45.874,86	-\$ 56.155,25	-\$ 66.901,07		T 22,08%
+ Dep. & Amort.	\$ 39.899,84	\$ 52.409,72	\$ 64.919,59	\$ 77.429,47	\$ 89.939,35		WACC 11,34%
- Capex	-\$ 40.435,37	-\$ 50.463,80	-\$ 59.383,74	-\$ 67.099,14	-\$ 73.610,00		CAGR General 26,84%
+ - Var WK	-\$ 37.721,40	-\$ 51.077,63	-\$ 51.077,63	-\$ 51.077,63	-\$ 51.077,63		
Flujo de Fondos de la Firma	\$ 56.003,58	\$ 78.123,10	\$ 116.349,86	\$ 157.423,68	\$ 201.344,54		
Valor Descontado	\$ 50.299,40	\$ 63.019,30	\$ 84.296,00	\$ 102.437,31	\$ 117.672,51		
Valor Descontado Total			\$ 417.724,52				
Valor Terminal					\$ 3.030.743,27		
Valor de la Firma			\$ 3.448.467,80				

VALUACIÓN – ESCENARIO PESIMISTA:

Año	1	2	3	4	5		
EBIT	\$ 109.509,35	\$ 139.754,64	\$ 171.470,88	\$ 204.658,07	\$ 239.316,20		G 4,70%
- IIGG s/EBIT	-\$ 24.179,67	-\$ 30.857,84	-\$ 37.860,78	-\$ 45.188,52	-\$ 52.841,03		T 22,08%
+ Dep. & Amort.	\$ 36.119,48	\$ 44.848,99	\$ 53.578,51	\$ 62.308,03	\$ 71.037,55		WACC 11,34%
- Capex	-\$ 36.604,27	-\$ 43.183,80	-\$ 49.009,74	-\$ 53.995,14	-\$ 58.140,00		CAGR 21,00%
+ - Var WK	-\$ 22.286,25	-\$ 35.642,48	-\$ 35.642,48	-\$ 35.642,48	-\$ 35.642,48		
Flujo de Fondos de la Firma	\$ 62.558,64	\$ 74.919,52	\$ 102.536,39	\$ 132.139,96	\$ 163.730,23		
Valor Descontado	\$ 56.186,80	\$ 60.435,07	\$ 74.288,08	\$ 85.984,92	\$ 95.689,44		
Valor Descontado Total			\$ 372.584,32				
Valor Terminal					\$ 2.464.553,00		
Valor de la Firma			\$ 2.837.137,32				

VALUACIÓN – ESCENARIO OPTIMISTA:

Año	1	2	3	4	5		
EBIT	\$ 129.787,46	\$ 181.437,86	\$ 235.686,21	\$ 292.532,50	\$ 351.976,74		G 4,70%
- IIGG s/EBIT	-\$ 28.657,08	-\$ 40.061,49	-\$ 52.039,53	-\$ 64.591,20	-\$ 77.716,49		T 22,08%
+ Dep. & Amort.	\$ 42.807,81	\$ 58.225,65	\$ 73.643,50	\$ 89.061,35	\$ 104.479,20		WACC 11,34%
- Capex	-\$ 43.382,37	-\$ 56.063,80	-\$ 67.363,74	-\$ 77.179,14	-\$ 85.510,00		CAGR 30,70%
+ - Var WK	-\$ 49.594,60	-\$ 62.950,83	-\$ 62.950,83	-\$ 62.950,83	-\$ 62.950,83		
Flujo de Fondos de la Firma	\$ 50.961,22	\$ 80.587,40	\$ 126.975,61	\$ 176.872,69	\$ 230.278,62		
Valor Descontado	\$ 45.770,63	\$ 65.007,16	\$ 91.994,41	\$ 115.093,00	\$ 134.582,56		
Valor Descontado Total			\$ 452.447,75				
Valor Terminal					\$ 3.466.274,26		
Valor de la Firma			\$ 3.918.722,01				