



Universidad de
San Andrés

Universidad de San Andrés

Escuela de Administración y Negocios

Magister en Finanzas

Trabajo Final de Graduación

Valuación de Alfa Sur S.R.L.

Autor: Lic. Maximiliano Damián Moro

DNI: 34.131.273

Director: Lic. Fabián Bello

Buenos Aires, julio 2020

Índice

Glosario	4
Resumen ejecutivo	6
Introducción	7
Capítulo 1: Presentación de la empresa y mercado	8
1.1 Historia	8
1.2 Análisis organizacional: directivos y empleados	10
1.3 Análisis del mercado	11
1.3.1 Entorno macroeconómico	11
1.3.2 Entorno microeconómico.....	13
1.4 Posición competitiva.....	15
1.4.3 Política de precios y estrategia competitiva.....	21
1.4.4 Participación de mercado en la Ciudad de Córdoba.....	23
1.4.5 Competidores directos	25
Capítulo 2: Análisis Financiero.....	27
2.1 Análisis de niveles de Liquidez y Solvencia	28
2.2 Análisis del Pasivo.....	29
2.3 Análisis de la gestión de Activos.....	30
2.4 Ciclo de Conversión de Caja.....	32
2.5 Análisis de Rentabilidad	33
2.6 Estructura de Costos	37
Capítulo 3: Valuación.....	39
3.1 Metodología aplicada: Descuento de flujos de fondos libres.....	39
3.2 Tasa de descuento	41
3.2.1 Tasa libre de riesgo o <i>risk free</i> (R_f).....	42
3.2.2 Aproximación del Beta (β).....	43
3.2.3 Prima de riesgo o <i>Risk Premium</i> (R_p).....	48
3.2.4 Riesgos adicionales	49
3.2.5 Tasa de descuento para Alfa Sur S.R.L.	51
3.3 Estimación de flujos de fondos	52
3.3.1 Proyecciones del escenario base.....	53
3.3.2 De Horizonte Temporal de Análisis (HTA) u Horizonte de Valuación	56
3.3.3 De inflación	57
3.3.4 De precios y costos variables.....	57

3.3.5 De gastos o costos fijos	58
3.3.6 De inversión en Activos fijos (CAPEX, Capital Expenditures).....	58
3.3.7 De inversión en Capital de trabajo (WRC).....	59
3.3.8 De financiamiento	60
3.3.9 Valor terminal.....	60
3.4 Escenarios.....	60
3.4.1 Escenario Base.....	60
3.4.2 Escenario Optimista.....	61
3.4.3 Escenario Pesimista.....	61
3.5 Valor de Alfa Sur S.R.L. por FFL	61
3.6 Valuación por múltiplos.....	62
3.7 Transacciones de empresas.....	64
Bibliografía.....	66
Anexos.....	68
Anexo I: Aproximación del Beta.....	68
Anexo II: regresiones lineales.....	71



Glosario

ARS: pesos argentinos

BCRA: Banco Central de la República Argentina

CAGR (compund anual growth rate): tasa compuesta anual de crecimiento

CAPEX (capital expenditures): inversión en activos fijos

CAPM (capital asset pricing model): modelo de valuación de activos financieros

CL: combustibles líquidos

EBIT (earnings before interest and taxes): resultado antes de intereses e impuestos

EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization): resultado antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones

EMAE: estimador mensual de actividad económica

EMBI (Emerging Markets Bonds Index): Índice de bonos de Mercados Emergentes

Equity: capital propio o patrimonio neto, en términos contables

EV (Enterprise value): valor de la empresa/firma

FCF (free cash flow): flujo de fondos libres

FD: Fórmula Diesel

FFL: flujo de fondos libres

GNC: gas natural comprimido

INDEC: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos

NS: Nafta Super

PBG: Producto Bruto Geográfico

PBI: Producto Bruto Interno

Q: cantidades

REM: relevamiento de expectativas de mercado, documento de BCRA.

ROA (return on assets): rentabilidad del activo

ROE: (return on equity): rentabilidad del capital propio/patrimonio neto

Stock (inventario): nivel de inventarios

UC: Unidades de combustibles

USD: dólares estadounidenses

VPD: V-Power Diesel

VPN: V-Power Nafta

WACC (weighted average cost of capital): promedio ponderado del costo del capital

WCR (working capital requirements): necesidades de capital de trabajo



Universidad de
SanAndrés

Resumen ejecutivo

El objetivo del presente estudio es valorar Alfa Sur S.R.L. (en adelante Alfa Sur o la empresa), una pyme familiar fundada hace 25 años que explota dos estaciones de servicio de bandera Shell en la Ciudad de Córdoba. En ellas se comercializan combustibles líquidos (naftas y diésel), GNC y actividades que complementan el servicio al cliente, como mini mercado, lavadero, gomería y cajero ATM. Se utilizó la metodología de estimación de flujos de fondos libres descontados a la tasa de costo de oportunidad de los accionistas, teniendo en cuenta el riesgo inherente al sector retail de combustibles, el riesgo soberano y el riesgo por tratarse de una empresa privada que no cotiza en bolsa.

A lo largo de los años, Alfa Sur ha mantenido una estrategia de diferenciación en cuanto al precio de venta al público y servicio al cliente, ubicándose un 2% por encima de YPF, el principal competidor. La apertura de nuevas bocas de expendio en la zona de influencia impactaron en el nivel de ventas, lo que ha obligado a reducir los diferenciales de precio en los productos masivos (nafta súper principalmente).

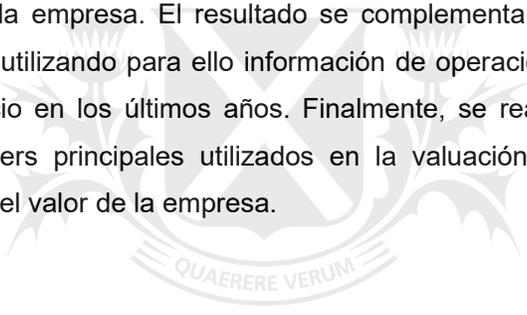
Como muchas otras empresas familiares argentinas, la empresa mantiene una política de financiamiento con recursos propios, prescindiendo del financiamiento de terceros, lo cual le permite gozar de una sólida salud financiera, especialmente en entornos de turbulencias macroeconómicas habituales en la economía nacional. Mantiene un nivel de caja y equivalente a 3 veces su activo corriente. La mitad de sus ventas son en efectivo y el resto a un plazo promedio de cobro a 15 días. El negocio claramente es de alta rotación de activos (casi 4 veces) y bajos márgenes (cerca al 10%). El retorno promedio del capital y del equity son superiores al 32%, pero ambos indicadores vienen cayendo en los últimos años.

Luego de dos años consecutivos de caída en las ventas, se espera un repunte en la actividad, pero lejos de alcanzar volúmenes similares a los años previos a la crisis. A esto se le suma que, en el 2020, la empresa perderá a su principal cliente, que explicaba el 5% de los litros vendidos totales. Además, un nuevo competidor comenzará la venta de GNC en el área. Con estas perspectivas de crecimiento y de mercado, se estimaron los flujos de fondos libres en pesos argentinos (ARS) en distintos escenarios, que descontados a la tasa K_e , se obtiene un valor de la firma aproximado a los ARS \$ 297 millones, o 4,9 millones de dólares (USD), al tipo de cambio oficial a la fecha de valuación (31/12/2019). Teniendo en cuenta los estándares de la industria, se puede aproximar el valor de la firma como 3,8x su EBITDA a través de la valuación por múltiplos.

Introducción

El presente trabajo final de graduación tiene como objetivo valorar Alfa Sur S.R.L. (en adelante Alfa Sur), una empresa de capitales cerrados dedicada a la venta retail de combustibles y afines en Córdoba, Argentina. No abunda entre la bibliografía más reconocida de finanzas las implicancias que conlleva una valuación en un contexto como el argentino, con ciclos económicos muy marcados, inflación persistente de dos dígitos, inexistencia de una tasa libre de riesgo y de un mercado financiero poco desarrollado y líquido.

Para determinar cuál es el valor justo de la firma de Alfa Sur S.R.L. ante una posible venta por parte de sus dueños se utilizará la metodología de descuento de flujos futuros en un escenario base determinado, considerando las perspectivas futuras del sector y la evolución esperada de la empresa. El resultado se complementará con el enfoque de valuación por múltiplos, utilizando para ello información de operaciones de compraventa de estaciones de servicio en los últimos años. Finalmente, se realizará un análisis de sensibilidad de los drivers principales utilizados en la valuación y se analizarán los resultados obtenidos en el valor de la empresa.



Universidad de
San Andrés

Capítulo 1: Presentación de la empresa y mercado

1.1 Historia

Alfa Sur S.R.L. es una empresa familiar, de capital cerrado, que se dedica desde hace 25 años a la venta minorista de combustibles líquidos, gas natural comprimido (GNC) y venta de accesorios para automóviles, a través de la explotación de dos estaciones de servicio de bandera Shell en la zona sur de la ciudad de Córdoba, provincia homónima. Su estructura societaria está encuadrada en una Sociedad de Responsabilidad Limitada (SRL), cuyo capital social se encuentra dividido (50% - 50%) entre sus dos socios-gerentes



Ilustración 1: logotipo de Alfa Sur S.R.L. Fuente: manual de imagen visual de Alfa Sur S.R.L.

fundadores. Como muchas pymes familiares, el management se concentra en los dueños, por quienes pasan todas las decisiones claves, incluso operativas. El resto de la estructura de personal se compone de encargados generales, administrativos y “expertos” (como los llama la petrolera) de playa y minimercado.

Antes de la existencia de Alfa Sur, los socios fundadores, bajo la modalidad de sociedad de hecho, alquilaron durante 10 años una pequeña estación de servicio de bandera Esso, en el acceso sur de la ciudad de Córdoba. En el año 1994 no se les renovó el contrato de locación, por lo que debieron abandonar el negocio en el cual se habían iniciado, para crear la nueva empresa, objeto del presente estudio.

El contrato social que dio origen formal a la sociedad se celebró en 1994, momento en que se adquirió un terreno en una zona incipiente de la ciudad, en un contexto de desregulación del sector hidrocarburos¹. Se dispuso la fragmentación de YPF, tanto horizontal como verticalmente, permitiendo el ingreso de nuevos jugadores a la industria petrolera, como por ejemplo Tecpetrol, Bidas, Astra, Pluspetrol, Pérez Companc, entre otros. Este último adquirió la refinería San Lorenzo, de la ciudad santafesina homónima. Así nació la petrolera “SL” San Lorenzo, con la cual Alfa Sur firmó su primer contrato de explotación de estación de servicio, a pesar de recibir ofertas de otras petroleras de mayor renombre. Sin duda era una apuesta arriesgada para ambas partes.

El 20 de junio de 1995 Alfa Sur inaugura su primera estación de servicio con la bandera San Lorenzo sobre la inhóspita Avenida Bernardo O’Higgins (en adelante, sucursal

¹ Decreto Nacional 1212/1989, Buenos Aires 14 de noviembre de 1989.

O'Higgins) al sur de la ciudad, una zona por aquel entonces rodeada de quintas y cultivos. A la estación la llamaban "Oasis", por ser el primer comercio importante que se radicó. Por estos días su cercanía al centro de la ciudad hace que sea una de las regiones más caras y de mayor valor del metro cuadrado. Las antiguas plantaciones hoy son centros comerciales (Carrefour, Easy, el mall Paseo del Jockey) y barrios privados.



Ilustración 2: Estación de servicio San Lorenzo. Fuente: portal web surtidores.com.ar

La apuesta dio sus frutos: la clientela aceptó rápidamente la marca "SL" como consecuencia de una fuerte apuesta de marketing: el formato "nuevo" de estaciones de servicio full, con lavadero, bahía de lubricación y minimercado, un concepto de comercio de proximidad que tuvo su auge en los '90. En el primer mes de operación, la estación registró ventas por 170 mil litros de

combustibles líquidos, llegando a completar al cabo de un año de operación los 400 mil litros mensuales (lo que vende hoy una muy buena estación de servicio).

Para el año 1999, luego de ganar el premio a la mejor estación de servicio San Lorenzo del país, la sociedad recibió una oferta de compra por parte de la petrolera de dos millones de pesos/dólares (\$2.000.000). La oferta fue rechazada.

La competencia no tardó en llegar. Para el 2003 ya existían cuatro estaciones en la misma avenida. En abril de 2004 la sociedad compró un terreno de una hectárea por USD 275.000 en la Avenida Valparaíso (en adelante sucursal Valparaíso) con salida a la Avenida Circunvalación. Allí se construyó una de las estaciones más grandes, emblemáticas y de mayores ventas de toda la ciudad. Se firmó contrato con Petrobras Argentina S.A., que un año antes le había comprado el paquete accionario a la familia Pérez Companc.



Ilustración 3: estación de servicio Valparaíso, con colores Petrobras (2012). Fuente: archivo de Alfa Sur S.R.L.

En septiembre de 2013, ante la previsible salida de Petrobras del país, Alfa Sur aceptó la oferta de Shell C.A.P.S.A y ambas bocas pasaron a vestir sus colores, lo que dio lugar a un enorme impulso a las ventas de combustibles, pasándose a vender un 20% más de litros de un mes al otro, y casi un 100% más en los combustibles premium.



Ilustración 4: isotipo Royal Dutch Shell plc. Fuente: www.shell.com

Hasta el día de hoy, y por al menos cinco años más que le restan al contrato, las dos estaciones de Alfa Sur venden en exclusividad productos de la marca Shell, que actualmente opera bajo licencia de Raízen Argentina S.A., un joint-venture entre Cosan S.A. y Royal Dutch Shell plc.



Ilustración 5: logotipo Raízen Argentina S.A. Fuente: www.raizen.com.ar



Ilustración 6: logotipo Cosan Limited Fuente: www.cosan.com.br

1.2 Análisis organizacional: directivos y empleados

Alfa Sur S.R.L. es una empresa familiar, en la que la mayoría de las decisiones estratégicas, e incluso operativas, pasan por los dueños. La segunda generación ya está incorporada en la gerencia.

La estructura corporativa es plana: directivos, gerentes de estación, encargados de turno de playa y auxiliares de playa. Las chances de crecimiento a un puesto gerencial son muy eventuales, sin embargo, el ascenso de auxiliar de playa a encargado de playa sucede anualmente.

La política de rotación de personal está direccionada a cuidar los recursos humanos, que sean valiosos para la empresa, pero que conlleva a tener una planta con muchos años de antigüedad. Con el correr del tiempo, indefectiblemente se está tornando en un costo fijo que no deja de crecer. Y cada año los pasivos por posibles indemnizaciones son más cuantiosos. La antigüedad promedio de los puestos gerenciales es de 18 años (la empresa se fundó hace 25). En los puestos operativos la rotación es mayor (2,7 años de antigüedad promedio), ya que para la mayoría de los empleados significó su primer trabajo formal, lo que hace que se cansen rápidamente o busquen opciones con mayor crecimiento personal.

La empresa cuenta actualmente con 51 empleados, de los cuales 41 son operativos (entre playa y minimercado) y 10 son administrativos y gerentes. Durante el momento de mayores ventas, entre 2017 y 2018, la planta operativa permanente alcanzó los 45 operarios, lo que significó un total de 55 empleados.

1.3 Análisis del mercado

1.3.1 Entorno macroeconómico

- *Política energética*

La política energética argentina, y en especial la de hidrocarburos, se ha comportado de manera pendular en las últimas décadas, posicionándose entre la liberalización del mercado y la regulación.

Se dieron dos períodos bien marcados de desregulación. El primero en la década del '90: la privatización de YPF fue todo un hito, y marcó la desregulación del mercado, en donde aparecieron nuevos jugadores. El segundo fue durante el gobierno de Macri, en donde se intentó equiparar el precio internacional del litro de nafta en dólares, moviéndose en función del barril de petróleo y del valor de la divisa norteamericana. Sin embargo, al ser YPF nuevamente estatal, nunca se percibió un mercado totalmente liberado.

Por estos días, el actual gobierno nacional heredó un mercado de combustible liberado, pero con precios "pisados" e impuestos internos congelados con el objetivo de contener la inflación. La idea de un "barril criollo" o precio sostén se ha revitalizado, principalmente con el fin de mitigar el impacto de los vaivenes del precio del crudo, y así no perjudicar a

la gran empresa estatal y que no se vean afectadas las regalías de las provincias productoras.

De instaurarse este sistema definitivamente, el sector se dirige hacia una regulación del mercado, como lo fue durante los años del gobierno kirchnerista. Por aquel entonces, el mercado se caracterizaba por un bajo nivel de inversión por parte de las petroleras dentro de un mercado automotor creciente, lo que producía situaciones de escasez de producto final en las bocas de expendio y de brechas de precio muy amplias entre las distintas banderas. Se daba la paradoja que YPF, vendía toda su producción en el mercado interno, con cupos mensuales para sus estaciones que no podían satisfacer la demanda. Ese exceso de demanda se volcaba en los demás competidores, que vendían sus productos hasta un 25% por encima del precio de la estatal.

- *Mercado automotor*

En lo que respecta al parque automotor, en la Argentina circulan casi 14 millones de automóviles. Según la AFAC, el 81,3% son nafteros y el 18,7% gasoleros. De los nafteros, el 15,3% (aproximadamente 1,7 millones) son impulsados a GNC². La flota vehicular está compuesta en un 85,2% por vehículos livianos, 11,2% de comerciales livianos y 3,6% de comerciales pesados (camiones y ómnibus). Los vehículos híbridos aun no alcanzan las mil unidades en el país y el número de solo eléctricos es realmente insignificante, apenas 40 unidades.

En cuanto al crecimiento del parque automotor, el 2019 fue uno de los peores años en la última década. Según ACARA (Asociación de Concesionarios de Automotores de la República Argentina), el patentamiento de unidades 0 km cayó un 42,7% con respecto al logrado en 2018, lo que representa unos 340.000 vehículos nuevos en la calle.

² Asociación de Fábricas Argentinas de Componentes, Informe Anual 2019. Buenos Aires, Argentina.

1.3.2 Entorno microeconómico

1.3.2.1 Canal distribución

Al nivel de las petroleras, el mercado es claramente oligopólico, en donde casi el 90% del mercado total está concentrado en tres jugadores: el principal es la estatal YPF, con un share del 54,8% del mercado total argentino, seguido por Shell (Raízen Argentina S.A.) con un 20,9% y Axion/Esso (Panamerican Energy S.A.) con un 13,5%. El 10% está compuesto por estaciones de servicio blancas, y de las banderas Puma, Gulf, Refinor, Dapsa, entre otras³. Por su posición dominante en el mercado, y sobre todo por su fuerte injerencia estatal, YPF es la que determina los precios. Las demás petroleras acomodan su política de precios a lo que haga el principal jugador del mercado, estableciéndose en el mismo segmento o unos centavos por encima.

En la ciudad de Córdoba, Shell tiene la mayor participación de mercado de todo el país, muy lejos del tercero (Axion) y con claras intenciones de superar a YPF. Durante los últimos seis años analizados, Shell casi ha duplicado su participación, por su estrategia agresiva de “embanderamiento” de nuevas bocas y de otras ya existentes. También le ha quitado parte del mercado a YPF y Axion, que han resignado casi 6% y 3% de participación, respectivamente.

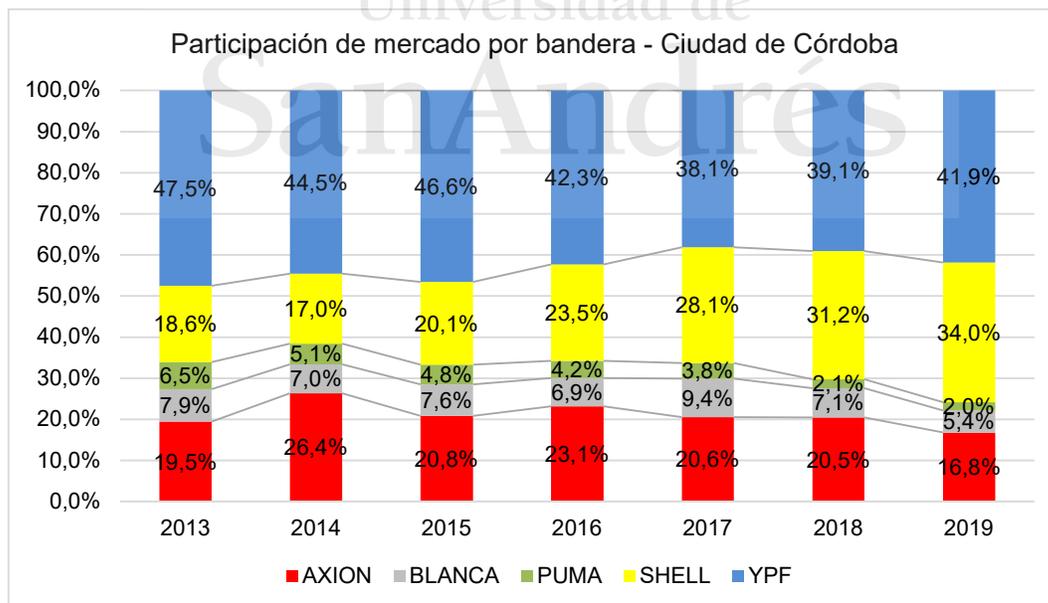


Gráfico 1: Participación de mercado por bandera en la Ciudad de Córdoba. Fuente: elaboración propia con datos de la Secretaría de Energía de la Nación a diciembre de 2019.

³ Relevamiento propio de la Resolución 1104/2004 de la Secretaría de Energía de la Nación, diciembre 2019.

1.3.2.2 Canal minorista

- Combustibles líquidos:

El sector de venta de combustibles minorista se ha caracterizado históricamente por ser un mercado muy atomizado, en donde cada operador tiene una participación muy pequeña del mercado total. Las ventas de una estación de servicio dependen, en un orden general, de su ubicación geográfica, su política de precios y la bandera (petrolera) con la cual tiene firmado un contrato de exclusividad.

La actividad de una estación de servicio se caracteriza por ser un negocio de alta rotación y bajos márgenes, por lo que la relación precio-cantidad debe ser monitoreada muy de cerca. El precio de venta es sumamente sensible a las variaciones. Las diferencias de precios entre estaciones de una misma zona de influencia tienden casi a cero. Los productos premium de Shell pueden soportar un diferencial superior de entre 1% y 2% en el precio al público con respecto a la competencia. Pero en los productos masivos, como la nafta súper o el diésel común, el precio tiende a igualarse.

El mercado de combustible minorista medido en litros sostuvo un crecimiento ininterrumpido de 10 años, que se debió al crecimiento sostenido del parque automotor, marcando récord en el año 2017 y a la mayor oferta disponible de combustible, consecuencia directa de la liberalización del mercado. El potencial de Vaca Muerta posicionaba a la Argentina como uno de los principales productores de petróleo y gas no convencional, lo que impactaría positivamente en la cantidad de producto ofrecido en el mercado interno, además del externo.

Esta perspectiva generaba inversiones en nuevas estaciones y de mejorar las ya existentes. Pero la crisis de 2018 cambió completamente el panorama, en septiembre de dicho año las ventas se desplomaron aproximadamente un 30% interanual, siendo los productos premium los más afectados, con caídas superiores al 40%. El sector comenzó a recuperarse a mediados de 2019, siendo el GNC el combustible de mayor crecimiento, típico comportamiento del consumo en años recesivos.

Las estaciones de servicio en la ciudad de Córdoba son llamadas “nafteras”, es decir, el grueso de su volumen es explicado por las ventas de nafta súper y premium. A medida que se van alejando del centro de la ciudad y se acercan a la periferia, los litros de diésel

se incrementan, debido a la conexión con las salidas de ciudad y por el hecho de que las grandes empresas que consumen este tipo de combustible se encuentran en la periferia.

- El mercado de GNC:

Este combustible se comporta de manera distinta a los combustibles líquidos. Es el mismo gas el que llega a todas las estaciones de servicio sin importar sus colores, por lo que las marcas no le aportan valor agregado. En este producto, el precio es el determinante de las cantidades vendidas por cada boca de expendio. Se trata de un combustible muy utilizado por taxistas, transportistas de corto alcance, por lo tanto, un diferencial superior al 1% en el precio de venta provoca la migración de clientes de una estación a otra, incluso fuera del área de influencia.

- Otras fuentes de ingresos:

Se relaciona con los productos complementarios al automotor, como lubricantes, repuestos, y servicios adicionales para el cliente (minimercado, cajero automático, lavadero y lubricentro). Si bien la facturación de estos rubros no representa en general más del 5% de las ventas, resultan indispensables y traccionan las ventas de combustibles.

1.4 Posición competitiva

Alfa Sur explota dos estaciones de servicio duales, es decir, estaciones que venden tanto combustibles líquidos (naftas y diésel) como GNC, y servicios complementarios para los clientes, como minimercado, cajero automático, lavadero, venta de lubricantes y repuestos.

1.4.1 Sucursales

Av. O'Higgins 3185, Córdoba Capital, inaugurada el 20 de junio de 1995 (25 años de antigüedad). Cuenta con 3 surtidores óctuples de combustibles líquidos y 3 surtidores de GNC. Tiene una capacidad de almacenamiento subterráneo de 110.000 litros.



Ilustración 7: estación de servicio sucursal O'Higgins. Fuente: archivo de Alfa Sur S.R.L.

Av. Valparaíso 4490, Córdoba Capital., inaugurada el 12 de noviembre de 2006. Cuenta con 3 surtidores óctuples de combustibles líquidos, 1 surtidor doble alto caudal para camiones y 4 surtidores de GNC. Tiene una capacidad de almacenamiento subterráneo de 130.000 litros. Es la segunda estación de servicio Shell con mayor volumen de venta de litros de Córdoba y la primera de GNC.



Ilustración 8: estación de servicio sucursal Valparaíso. Fuente: archivo de Alfa Sur S.R.L.

1.4.2 Productos

A continuación, se describen los principales productos que comercializa la empresa y la evolución de los volúmenes de venta totales anuales⁴. En los gráficos se visualizan dos símbolos que destacan fechas importantes: una estrella que indica que se suman los litros de la segunda estación de la firma, inaugurada a fines de 2006, evidenciando un gran salto en las cantidades vendidas (un 80% promedio de incremento). Y el logotipo de Shell, indicando el momento de cambio de bandera. Un patrón en común de todos los productos son el salto en las ventas por la nueva estación inaugurada en 2006, otro salto importante en 2013-2014 por el cambio de bandera de Petrobras a Shell, y la caída en la mayoría de los productos en 2018-2019 por la crisis económica nacional.

V-Power Nafta y V-Power Diesel: productos estrella de la marca Shell, considerado el de más alta calidad del mercado, el más valorado por los clientes en su segmento, y principalmente, el que le brinda mayor rentabilidad unitaria a la empresa.



Ilustración 9: logotipo de combustibles V-Power. Fuente: www.shell.com.ar

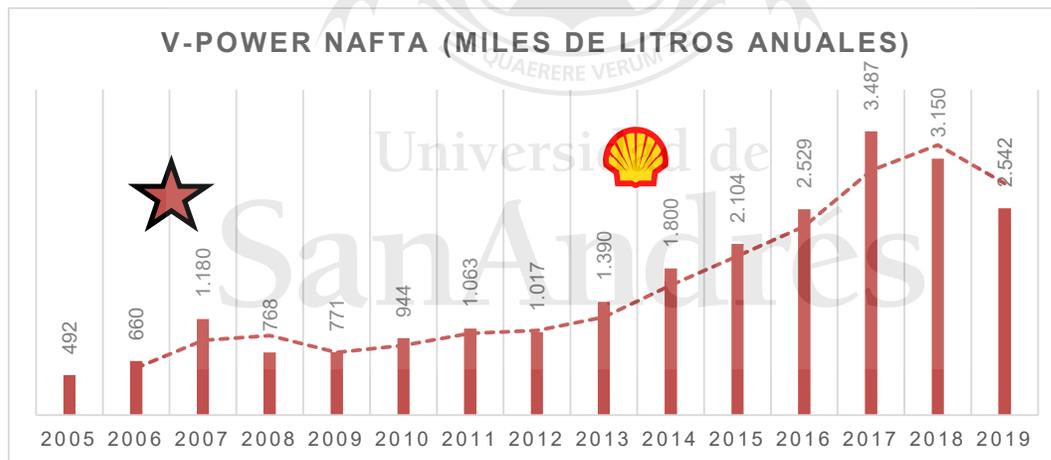


Gráfico 2: ventas anuales de V-Power Nafta. Fuente: información interna de Alfa Sur S.R.L.

Durante el período 2007 – 2013 las ventas crecieron a una tasa CAGR del 2,4%, mientras que el período 2013 – 2019 lo hicieron a una tasa del 9%. Para el año 2013 ya se evidenciaba una modernización del parque automotor, en donde los nuevos 0 km

⁴ Desde el año 2007, absolutamente todas las estaciones de servicio del país comparten sus volúmenes y precios de venta, cumpliendo con la Resolución 1104 del Ministerio de Energía de la Nación (hoy Secretaría). Desde ese momento, todos los datos se encuentran disponibles y son públicos.

exigían este tipo de combustible de mayor calidad. Las ventas de nafta premium se incrementaron en un 29,5% interanual (2013-2014) cuando se comenzó a vender productos Shell. Para 2015 las ventas de V-Power nafta ya duplicaban a las registradas en el último año puro de productos Petrobras (2012 vs. 2015). Continuaron creciendo en 2016, y en 2017 se marcó un récord total de venta, un 93,7% por encima del primer año completo de operación con Shell (2017 vs. 2014), apalancado por el buen año económico del país y por el lanzamiento del programa de fidelización Shell Latam Pass, que premia con mayor ponderación a los consumidores de este producto.

El diésel premium de Petrobras comenzó a comercializarse recién el año 2011, cuando otras petroleras lo hicieron un año antes. La tasa CAGR del período 2011 – 2013 fue de 13,4%, y sube al 14% para el período de Shell entre 2013 y 2019. Cuando se cambió de bandera, el incremento en las ventas fue de un 25,8%. El volumen de V-Power Diesel se duplicó entre 2014 y 2018, siendo el 2018 año récord de ventas de este producto, a pesar de la crisis iniciada en el primer semestre de ese año y profundizada en el segundo. El gran aumento entre 2016 y 2017 del 37,8% se debió a la captación como clientes de cuenta corriente a grandes empresas constructoras, vinculadas a la obra pública impulsada por el gobierno nacional por ese entonces. Teniendo en cuenta la crisis 2018-2019 y la apertura de nuevas bocas de expendio en la zona, el producto es muy valorado por el cliente, siendo el único que creció en 2018 y el que menos cayó en 2019 (-12,3% interanualmente).

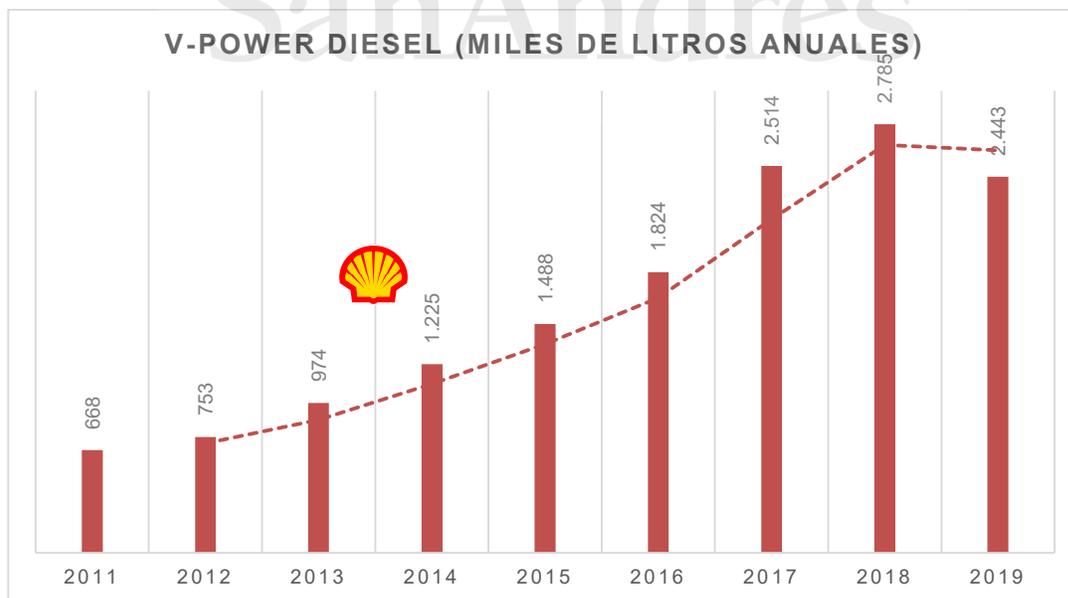


Gráfico 3: ventas anuales de V-Power Diesel. Fuente: información interna de Alfa Sur S.R.L.

Nafta Súper: es el producto de mayor participación en las ventas, pero de menor margen unitario. Su segmento es muy competitivo en cuanto al precio, aunque su calidad es muy valorada por encima de la competencia. Su tendencia ascendente acompañó el crecimiento de la cantidad de autos en la zona. La tasa CAGR entre 2007 y 2019 fue 5,6%. Entre 2008 y 2009 las ventas de nafta super crecieron en promedio un 23% anual, en contrapartida a la caída en las ventas de la nafta premium, situación que se vislumbra típicamente en años recesivos. Entre 2009 y 2013 la tasa CAGR fue de 4,9% y de 6,4% entre 2013 y 2017 con la bandera Shell, previo a la crisis del año siguiente, en donde la nafta super fue el producto que más sufrió, cayendo un 8,7% en 2018 producto de la crisis, y un 15% adicional explicado por la apertura de nuevos competidores.

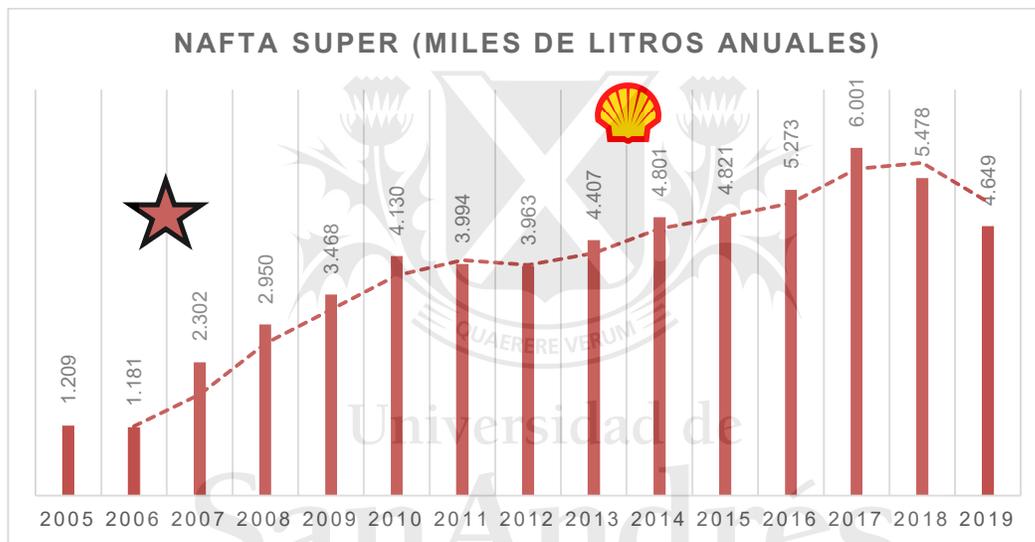


Gráfico 4: ventas de Nafta Super. Fuente: información interna de Alfa Sur S.R.L.

Formula Diesel: actualmente es el producto de menor participación en las ventas de la empresa. Se utiliza muy poco en las ciudades, está muy vinculado a la industria pesada de transportes y el sector agro. Su caída permanente en las ventas se debe principalmente a la migración de vehículos diésel al producto de mayor calidad (V-Power). La tasa CAGR entre 2007 y 2019 es de -9,2%. Es una tendencia que se evidencia en las estaciones de servicio de grandes ciudades, en cambio, en estaciones de ruta o establecidas en ciudades más pequeñas en el interior del país, la importancia del agro hace que las ventas de este producto sean las de mayor participación.

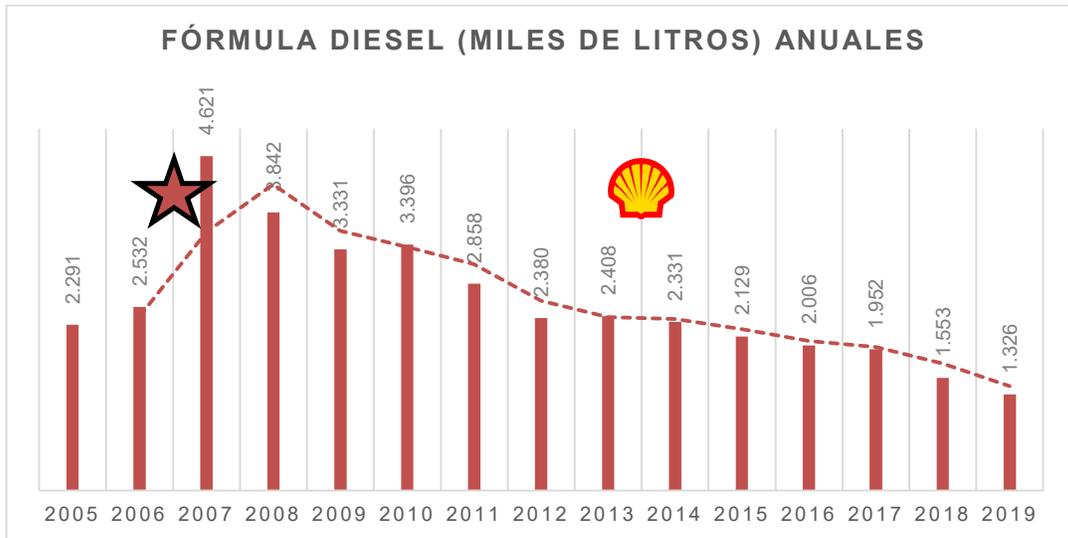


Gráfico 5: ventas anuales de Fórmula Diesel. Fuente: información interna de Alfa Sur S.R.L.

Gas Natural Comprimido (GNC): por las características del mercado de combustibles cordobés, la venta de GNC explica buena parte de los resultados positivos de las estaciones de servicio, siendo en muchas ocasiones clave para alcanzar el punto de equilibrio económico que no logran solamente con la venta de líquidos. La tasa CAGR entre 2005 y 2019 es de 1,8%.

El comportamiento de las ventas de GNC no se puede explicar por las mismas causas que los movimientos del combustible líquido, evidenciándose principalmente en el año 2006-2007, cuando la apertura de la nueva estación de servicio de Alfa Sur apenas significó un aumento en sus ventas del 5%, mientras que el combustible líquido lo hizo en un 80% promedio.

En el gráfico 6 se visualiza que las ventas anuales de GNC tienen un comportamiento similar al acumulado de conversiones de automóviles nafteros a GNC. El año 2007 evidencia un salto en las ventas del 37,2% interanual debido a la apertura de la segunda estación de servicio. En 2008 las ventas se estancan y luego caen un 24% acumulado hasta 2010, mientras la cantidad de conversiones se mantenían estables. La caída obedeció a una guerra de precios desatada en el mercado de GNC cordobés, en donde Alfa Sur se ubicó un 25% por encima del precio de los competidores. Ante el derrumbe en las ventas, adoptaron la estrategia de precios del mercado. Ya para 2011, con el precio de venta competitivo se recompusieron las ventas, acompañadas por un crecimiento sostenido en las conversiones, que se incrementaron un 58,3% hasta 2015.

A partir de 2016, las ventas comienzan un nuevo sendero descendente ante la caída de las conversiones, alentadas por el bajo diferencial de precio entre la nafta super y el gas natural (cercano al 50% de brecha, mientras que en 2011 la brecha se ubicaba en un 80%). Ya entrada la crisis de 2019 con el arrastre del 2018, muchos consumidores se volcaron nuevamente al GNC en busca de un combustible más económico.

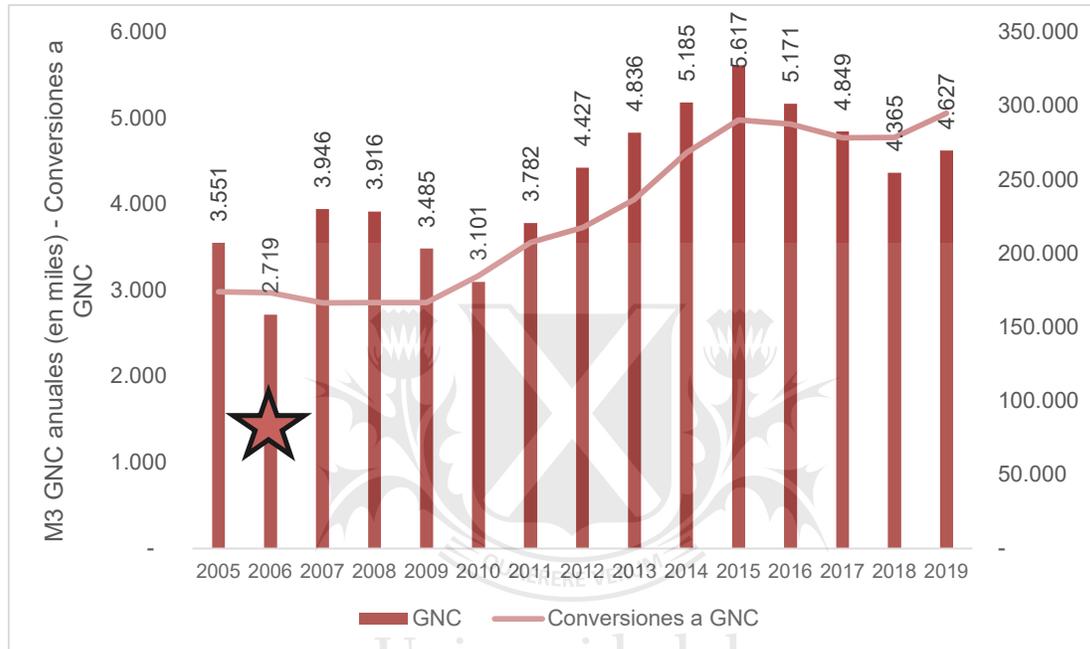


Gráfico 6: ventas anuales de GNC y conversiones a GNC en Córdoba. Fuente: información interna de Alfa Sur S.R.L. y ENARGAS.

1.4.3 Política de precios y estrategia competitiva

En un mercado caracterizado por la alta rotación de las ventas, el precio competitivo es fundamental. A lo largo de su historia, Alfa Sur ha mantenido una estrategia de diferenciación, enfocada en el servicio al cliente, lo que le permitió vender sus productos a un precio por encima de la media de las bocas de expendio de su zona de influencia. Esta estrategia competitiva se vio reforzada en el 2013, cuando se tomó la decisión de cambiar de proveedor y de bandera en las estaciones de la empresa. Se pasó de Petrobras a Shell, la marca con mayor percepción de calidad en el mercado. La decisión fue muy exitosa, porque permitió vender mejores productos, con un margen mayor, y fundamentalmente, con un inesperado incremento en los litros vendidos⁵. En los primeros

⁵ Los rumores de la salida de Petrobras del país eran cada vez más fuertes. Dos años antes la petrolera había sido obligada a vender una refinería y estaciones de servicio del norte del país a Oil Combustibles S.A.

cuatro meses de operación (septiembre a diciembre) las ventas totales subieron un 37% en la sucursal Valparaíso, apalancadas en los productos premium, que prácticamente duplicaron su venta. El respaldo y el prestigio de la marca Shell le permitió a la empresa profundizar su estrategia, incrementando el volumen de venta a un mayor precio.

EESS zona de influencia	Bandera	Nafta Premium	Nafta super	Diesel Premium	Gasoil	GNC
Alfa Sur S.R.L. (ambas EESS)	Shell	66,49	59,49	60,99	53,69	25,49
Estación A	YPF	66,41	59,49	60,14	52,19	N/A
Estación B	Shell	66,41	59,49	60,14	52,19	25,49
Estación C	Shell	66,41	59,49	60,14	52,19	25,49
Estación D	Axion	66,41	59,49	60,14	52,19	N/A
Estación E	Shell	67,56	60,28	61,64	54,84	N/A
Estación F	Blanca	N/A	N/A	N/A	N/A	25,41
Estación G	YPF	66,41	59,49	60,14	52,19	25,45
Estación H	Puma	69,99	59,99	62,99	52,19	25,35
Estación I	YPF	66,41	59,49	60,14	53,99	25,4
Estación J	Axion	63,99	58,99	60,14	50,99	24,89
Estación K	Axion	66,41	59,49	60,14	52,19	25,45
Estación L	YPF	66,41	59,49	60,14	52,19	25,45
<i>Promedios</i>		<i>66,61</i>	<i>59,56</i>	<i>60,57</i>	<i>52,59</i>	<i>25,37</i>
Diferencia % vs promedio		-0,2%	-0,1%	0,7%	2,1%	0,5%

Tabla 1: precios de combustibles en zona sur de la Ciudad de Córdoba al 31/12/2019. Fuente: elaboración propia con información de la aplicación "Precios en Surtidor" de la Secretaría de Energía de la Nación.

La posterior venta de los activos Shell C.A.P.S.A. a la brasilera Raízen, cambió las reglas del juego para los minoristas. Los márgenes unitarios comenzaron a caer, principalmente de los productos genéricos (Nafta Súper y Diesel 500). La nueva licenciataria de la marca Shell fue muy agresiva con su estrategia: salió a quitarle cuota de mercado a la estatal YPF, sugiriendo a sus estaciones de bandera a que copien exactamente los mismos precios que YPF, lo que redujo los márgenes unitarios en los combustibles. Al mantener idéntica política de precios, las ventas se incrementaron a costa de los beneficios de los estacioneros.

Como se aprecia en tabla 1, Alfa Sur mantiene un precio muy competitivo en la Nafta Super, apenas un 0,1% menos del promedio de la zona. Ubicarse en este producto al mismo precio que YPF le permitió no perder volumen antes los nuevos competidores, pero a costa de sacrificar margen unitario. La nafta premium se encuentra también por debajo del promedio, aunque unos centavos por encima de YPF. En este segmento el

Alfa Sur quería evitar esa situación. Además de que las ventas en 2013 venían estancadas. De quedarse con Petrobras seguramente las ventas no hubieran crecido lo que crecieron.

precio soporta un diferencial mayor, por lo que hasta podría subirse el precio sin afectar las cantidades vendidas. Un análisis similar corresponde al diésel premium, el producto es muy demandado y viene creciendo a tasas superiores que los demás combustibles, con el cual la empresa mantiene un diferencial mayor que le brinda mejor margen. Todo lo contrario ocurre con el diésel convencional, sus ventas son cada vez menores, su margen es mínimo y a la petrolera tampoco le interesa este producto, por lo que su precio no es para nada competitivo (un 2,1% por encima del promedio de la zona y un 2,8% por encima de YPF).

1.4.4 Participación de mercado en la Ciudad de Córdoba

Dentro del mercado total de litros vendidos de Córdoba, Alfa Sur tiene una participación promedio de aproximadamente el 2,1% entre sus dos bocas de expendio, un valor que no resulta despreciable, teniendo en cuenta las 110 estaciones duales existentes y operativas actualmente en la ciudad.

Año	Mercado Córdoba Ciudad (m3 totales)	Tasa g Mercado	m3 Alfa Sur	Tasa g Alfa Sur	% Participación de mercado
2013	508.749	N/A	9.180	N/A	1,8%
2014	513.861	1,0%	10.157	10,6%	2,0%
2015	477.710	-7,0%	10.541	3,8%	2,2%
2016	513.787	7,6%	11.633	10,4%	2,3%
2017	578.529	12,6%	13.953	19,9%	2,4%
2018	599.216	3,6%	12.967	-7,1%	2,2%
2019	560.529	-6,5%	10.960	-15,5%	2,0%

Tabla 2: participación de mercado de GNC de Alfa Sur S.R.L. al 31/12/2019. Fuente: elaboración propia con información de la Res. 1104 de la Secretaría de Energía de la Nación.

Con base de la información disponible en el año 2019, una estación de servicio promedio en la Ciudad de Córdoba vende 425 m3 de combustibles líquidos al mes. Este dato sirve para analizar la posición competitiva de las dos expendedoras de Alfa Sur. La primera y más antigua (sucursal O'Higgins) vende en promedio 250 m3 al mes, mientras que la segunda (sucursal Valparaíso) vende en promedio 650 m3 por mes. Se puede afirmar que globalmente Alfa Sur vende más que el promedio (450 m3) de estaciones de Córdoba.

Como dato negativo, la empresa perderá en el 2020 a su principal cliente, el cual representaba el 5% de los litros totales vendidos. Se trataba de toda la flota de la Municipalidad de Córdoba. La nueva gestión gubernamental decidió cortar la relación

comercial con la empresa para comenzar a abastecerse con YPF, en sus estaciones de servicio propias (bajo la firma OPESSA).

En cuanto a la venta de GNC, Alfa Sur mantiene una participación de mercado del 2,3% similar al de combustibles líquidos. Se alcanzó un pico en 2015, luego comenzó a decrecer hasta ubicarse en las cantidades promedio.

Año	M3 Alfa Sur	Var % interanual	Mercado total Córdoba Ciudad	% Participación de mercado
2013	4.836,1	9,3%	221.780	2,2%
2014	5.185,2	7,2%	229.403	2,3%
2015	5.617,0	8,3%	234.698	2,4%
2016	5.170,7	-7,9%	226.257	2,3%
2017	4.848,6	-6,2%	211.952	2,3%
2018	4.365,1	-10,0%	201.485	2,2%
2019	4.627,0	6,0%	210.736	2,2%

Tabla 3: participación de mercado de combustibles líquidos de Alfa Sur S.R.L. al 31/12/2019. Fuente: elaboración propia con información de la Res. 1104 de la Secretaría de Energía de la Nación.

En el gráfico 7, se puede apreciar el crecimiento de las ventas de combustibles líquidos durante casi todo el período analizado. El GNC también creció, pero a una tasa menor (tasa CAGR del 1,8%), incluyendo pronunciadas bajas. También se evidencia la caída en las ventas de los combustibles líquidos en los últimos dos años, producto de la recesión económica del país, sumado a la apertura de nuevas bocas de expendio en la zona de influencia, y a una recuperación de la venta de GNC, influenciada por la búsqueda de los consumidores de un combustible más económico.

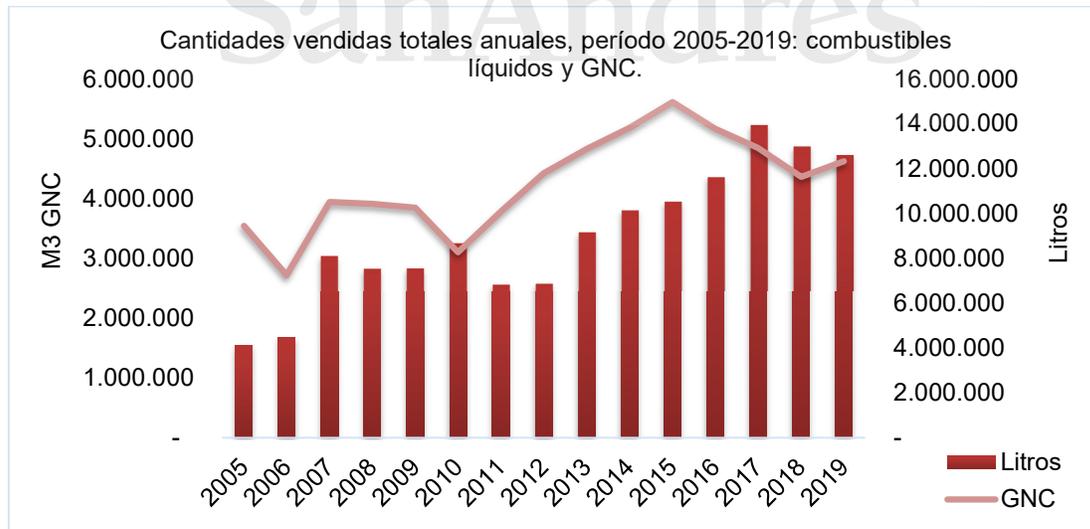


Gráfico 7: cantidades vendidas totales anuales, período 2005-2019. Fuente: elaboración propia con información interna Alfa Sur S.R.L.

1.4.5 Competidores directos

Los principales competidores son los cercanos a su zona de influencia. Ambas bocas de expendio de Alfa Sur están ubicadas en la zona sur de la ciudad, en donde en los últimos dos años se han inaugurado cuatro nuevas estaciones de servicio, tres de ella bajo la bandera de YPF, por lo que se ha vuelto una zona sumamente competitiva. Su efecto se puede ver en los resultados del ejercicio 2019 de la empresa, el cual acusó una caída en el volumen vendido (sumado al efecto de la crisis desatada en 2018 y profundizada en 2019) y erosionó los márgenes de venta por producto.

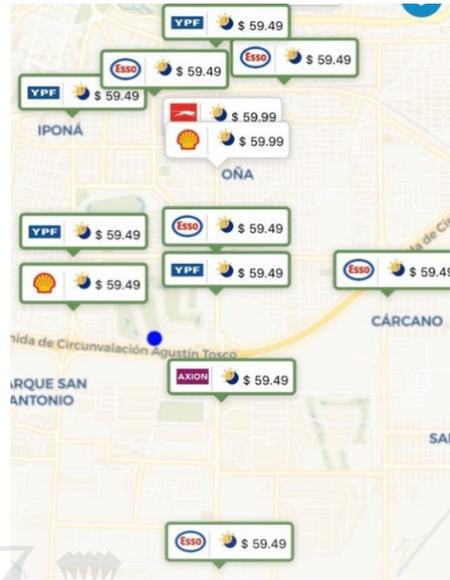


Ilustración 10: zona de influencia y competidores de Alfa Sur. Fuente: aplicación Precios en Surtidor, Secretaría de Energía de la Nación.

La zona de influencia de Alfa Sur, antes de la apertura de las nuevas bocas, ya de por sí era muy competitiva, con gran presencia de YPF y Axion (esta última copia exactamente los precios de YPF, haciendo que los demás se vean obligados a seguir ese precio o mantener un diferencial mínimo).

Zona influencia Alfa Sur S.R.L. – CL							
Boca de expendio	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sucursal O'Higgins	7,2%	8,5%	7,9%	9,9%	10,4%	7,9%	6,4%
Sucursal Valparaíso	17,2%	16,1%	18,6%	20,3%	18,6%	13,9%	11,3%
Participación Total	24,5%	24,6%	26,5%	30,1%	29,0%	21,8%	17,6%

Tabla 4: participación de mercado de combustibles líquidos en la zona de influencia de Alfa Sur SRL. Fuente: elaboración propia con información de la Res. 1104 de la Secretaría de Energía de la Nación.

Como se puede observar en la tabla 4, Alfa Sur ganó participación de mercado en su zona de influencia, principalmente debido al cambio de bandera, de Petrobras a Shell, llegando a un pico en 2016 de 30,1% del total de la zona. Se mantiene durante 2017 y cae drásticamente entre 2018 y 2019, más de 12 puntos desde el máximo (un 42% de caída en su participación), siendo esto consecuencia directa de la apertura de nuevas bocas de expendio, además de la recesión de los últimos dos años que achicó el mercado para todos los competidores.

En los siete años analizados, el mercado total de la zona creció un 35,6%, pero se repartió entre más jugadores. En 2013 había diez estaciones de servicio. Para fines de 2019 se sumaron seis más, haciendo un total de dieciséis. En términos de litros vendidos, Alfa Sur vende el mismo volumen en 2019 que en 2013, perdiendo en manos de los nuevos competidores todo el volumen que había ganado hasta 2017.

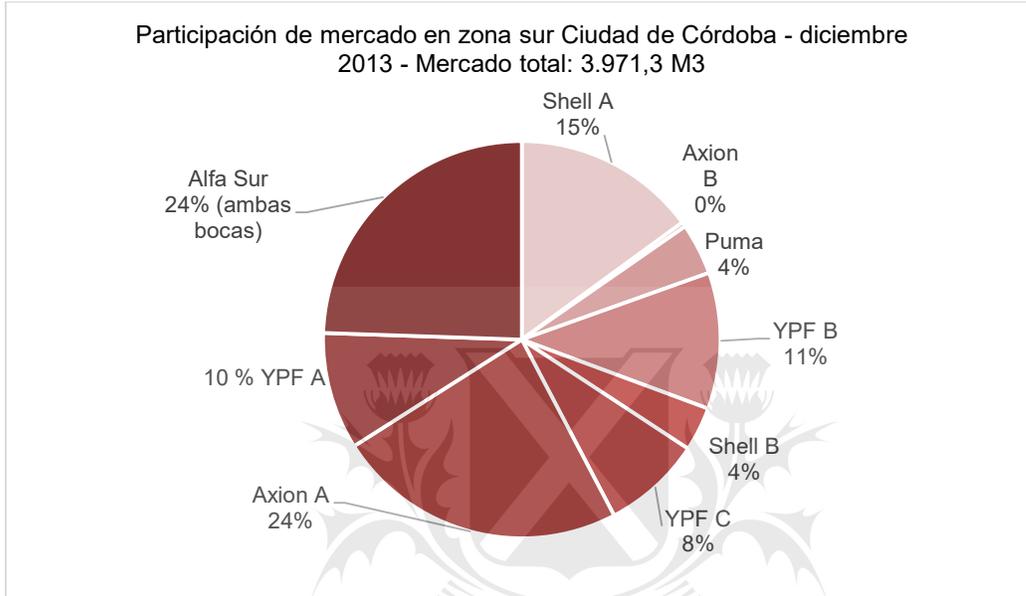


Gráfico 8: Participación de mercado en zona sur Ciudad de Córdoba, diciembre 2013. Fuente: elaboración propia con información de la Secretaría de Energía, Res. 1104.

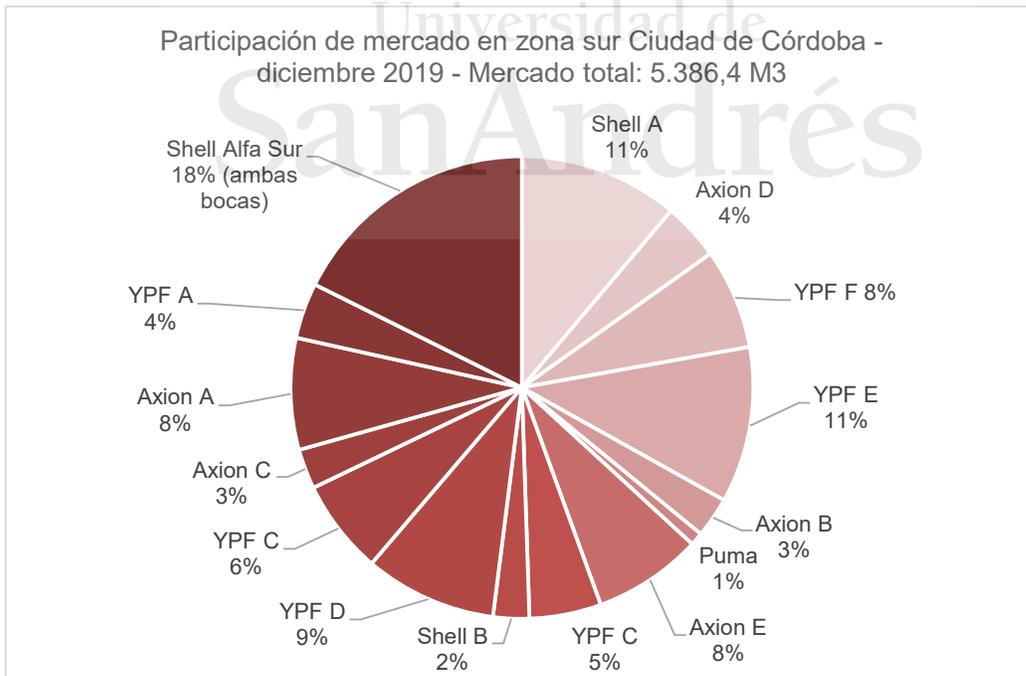


Gráfico 9: Participación de mercado en zona sur Ciudad de Córdoba, diciembre 2019. Fuente: elaboración propia con información de la Secretaría de Energía, Res. 1104.

Capítulo 2: Análisis Financiero

El diagnóstico financiero es una herramienta efectiva para evaluar el desempeño económico y financiero de una empresa. Su importancia radica en identificar aspectos que muestren las condiciones en que opera la empresa en materia de liquidez, solvencia, endeudamiento, eficiencia y rentabilidad, facilitando un diagnóstico de la situación actual y proyección de acontecimientos futuros.

El análisis de indicadores financieros estáticos revela la realidad de una empresa familiar tipo, que ha llegado a la madurez en su ciclo de vida, financia inversiones mínimas con su flujo de caja, prescindiendo de financiamiento de terceros, y sus utilidades son destinadas a pagar dividendos para sus socios.

Desde el ejercicio 2006, la empresa distribuyó siempre utilidades (salvo en el año 2016, ejercicio en el que invirtió en activos fijos).

Cuando se analizan los balances y estados de resultados de Alfa Sur de los últimos 5 años (2015 – 2019), se observa que la empresa tiene niveles de venta, inversión y flujos de caja estables.

La clave del negocio minorista de combustible es la rotación: vender la mayor cantidad de producto a un precio competitivo y, adicionalmente, complementarlo con un excelente servicio al cliente. En el caso de Alfa Sur, el 85% de los ingresos provienen de la venta de combustibles líquidos (comprados a la petrolera Raízen Argentina S.A., ex Shell C.A.P.S.A.). El 10% corresponden a la venta de GNC (cuyo proveedor es Distribuidora de Gas del Centro S.A.), y el restante 5% proviene de los ingresos del mini mercado, lubricantes y venta de productos varios.

A nivel micro, los factores que determinan el nivel de ventas de una estación de servicio son: a) la ubicación estratégica, b) el precio (muy sensible, especialmente en productos genéricos), c) la bandera. A nivel macro, el factor determinante del nivel de ventas se relaciona con la situación económica general. En períodos de crecimiento económico, aumenta la cantidad de autos en circulación, hay más paseos familiares, hay obras privadas y públicas, todo lo cual se traduce en más litros vendidos. En períodos económicos recesivos, las ventas crecen menos, o disminuyen como sucedió en el año 2019, lo cual básicamente se explica por el efecto ingreso, por menor uso del segundo

automóvil familiar, y por la reducción del nivel de actividad. Por lo general, en años recesivos, el GNC adquiere mayor protagonismo en las ventas como consecuencia de ser un combustible más económico, pero dependiendo siempre de la brecha de precios con la nafta super.

Desde hace tiempo el precio los combustibles ha incorporado un componente impositivo muy grande (superando por momentos el 50% del precio al público), lo que lo hace poco sensible a la variación del precio del petróleo, principal insumo en la producción de combustibles. El análisis de regresión lineal⁶ que se presenta en el anexo II evidencia que la variación del precio del crudo Brent (variante que se utiliza de referencia en Argentina) no afecta a los precios locales de los combustibles.

2.1 Análisis de niveles de Liquidez y Solvencia

Los indicadores de liquidez⁷ y ratios de tesorería⁸ (descontando los bienes de cambio, también conocido como prueba ácida de liquidez), salvo en el año 2017, son superiores a 3. Que todos sean mayores que 1 implica que Alfa Sur puede hacer frente con facilidad a las deudas de corto plazo y puede soportar la morosidad de los clientes con gran holgura. Difícilmente se declare en cesación de pagos.

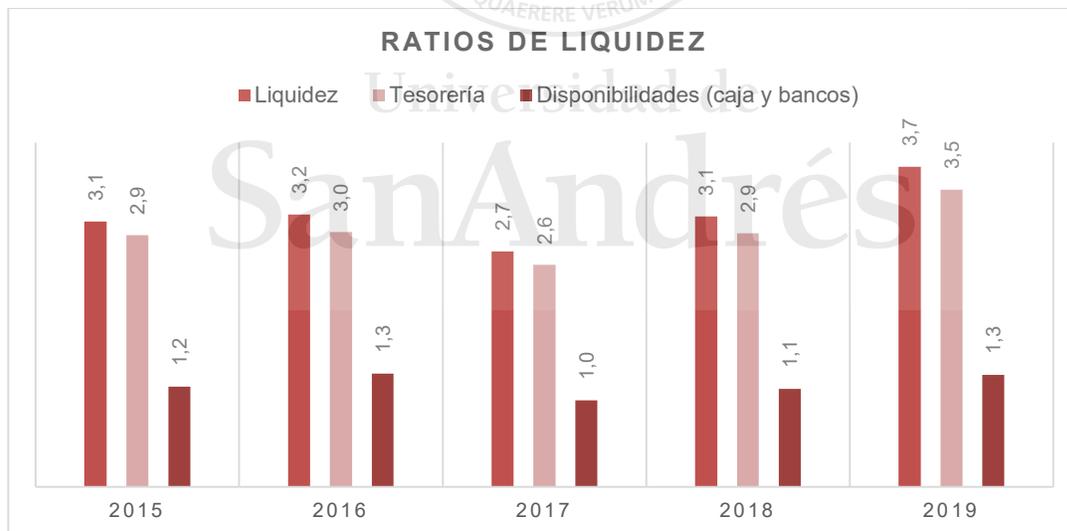


Gráfico 10: Ratios de liquidez. Fuente: elaboración propia con información de los estados contables de Alfa Sur S.R.L., período 2015 - 2019.

⁶ El modelo no presenta relación estadística entre las dos variables, el R² ajustado es de 0,08.

⁷ Ratio de liquidez= Activo corriente / Pasivo corriente

⁸ Ratio de tesorería= (Activo corriente – bienes de cambio) / Pasivo corriente

El ratio de disponibilidades (caja y bancos)⁹, que suele ser entre 0,2 y 0,3 es en este caso siempre superior a 1, lo que implica que solamente la caja es superior a los pasivos corrientes. La empresa es más que solvente, mantiene un alto porcentaje de liquidez entre sus activos de corto plazo y puede afrontar cualquier contingencia en el corto/mediano plazo. El nivel de caja y equivalentes en relación al activo total se mantiene por encima del 30% promedio. Además, la empresa fue realizando inversiones financieras de corto plazo, de bajo riesgo y alta liquidez, principalmente en plazos fijos, fondos comunes de inversión y compra de moneda extranjera.

2.2 Análisis del Pasivo

La empresa acumula casi toda su deuda en el corto plazo, siendo la misma exclusivamente no financiera. Solamente ha contraído deudas de largo plazo en la fase de inicio y crecimiento, es decir, durante los primeros ejercicios contables, y una vez cubiertas las necesidades de financiación de inversiones fijas, las mismas se fueron cancelando hasta llegar a tener una nula deuda financiera de largo plazo.

La proporción del pasivo total sobre el activo total se ha mantenido por debajo del 30%, mientras que la calidad de la deuda indica que su totalidad es de corto plazo, ya que relaciona el pasivo corriente con el pasivo total. El 100% de los pasivos de Alfa Sur son operativos que no generan costo de deuda, y se componen de proveedores (gastos fijos mensuales devengados para la petrolera, energía eléctrica y gas natural principalmente), impuestos devengados y sueldos y cargas sociales a pagar el siguiente mes.

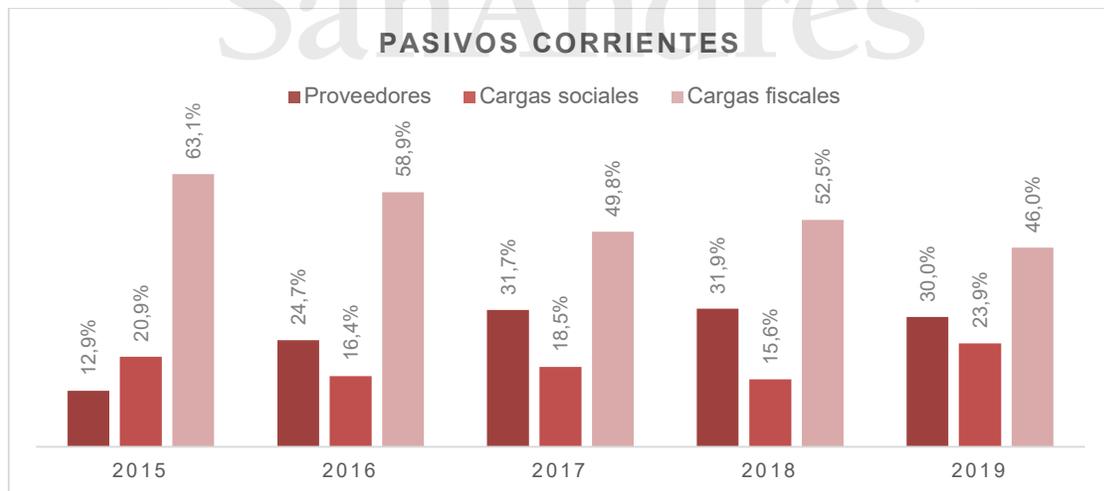


Gráfico 11: Pasivos corrientes. Fuente: elaboración propia con información de los estados contables de Alfa Sur S.R.L., período 2015 - 2019.

⁹ Ratio de disponibilidades = Caja y bancos / Pasivo corriente

2.3 Análisis de la gestión de Activos

La gestión de los activos de la empresa es eficiente, vendiendo en promedio casi 4 veces el mismo, muy por encima del promedio histórico (3,1), lo que refleja el tipo del negocio en el cual está inmersa: alta rotación¹⁰ de ventas con bajo margen¹¹. Analizando el comportamiento de la rotación de ventas con los márgenes, se observa una evolución inversa: en el año 2015 el margen se ubicaba en 15,1% con una rotación de 3,38 veces el activo y con los años, la relación comenzó a invertirse, alcanzando un margen del 7% con una rotación de activos de 3,88.

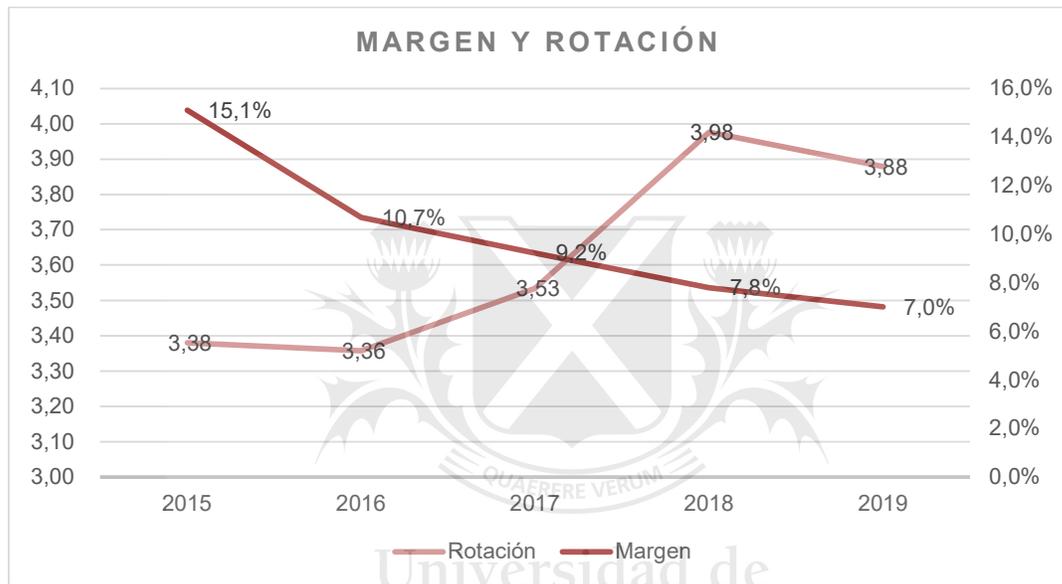


Gráfico 12: Margen y rotación. Fuente: elaboración propia con información de los estados contables de Alfa Sur S.R.L., período 2015 - 2019.

El gráfico 13 refleja que la empresa ha sacrificado márgenes de ganancia para aumentar sus ventas, sin embargo, en el último ejercicio la rotación disminuyó con respecto al anterior, por lo que el perjuicio es doble. Como se indicó en el capítulo 1, la zona de Alfa Sur se ha vuelto muy competitiva, por lo que, para mantener cuota de mercado, se debió recurrir a la baja en los precios de venta y a la consiguiente erosión del margen de la compañía.

Los márgenes unitarios por productos de combustibles líquidos se encuentran con una tendencia a la baja, reduciéndose en cada aumento de costos determinado por la petrolera. Por un lado, la nafta super, producto con mayor participación en las ventas totales, ha disminuido su margen unitario del 12,5% al 9,5%. Por otro lado, mientras que

¹⁰ Rotación = Ventas/Activo total

¹¹ Margen = EBIT / Ventas

los productos premium (nafta y diésel), cuyos márgenes superaban el 13%, en los años 2015, 2016 y 2017, en 2019 se encuentran cercanos al 11%.

El año 2017 fue el último con expansión del PBI en Argentina y para Shell fue récord de ventas a nivel país. Una parte del crecimiento del volumen se apalancó en la consolidación del plan de fidelización de clientes, lanzado a fines de 2016: el programa Shell Latam Pass, el cual otorga millas a los clientes por los litros comprados en las estaciones de servicio. Este programa le permitió a Shell aumentar su cuota de mercado en el país, las estaciones pasaron a vender más producto y Alfa Sur no fue la excepción, incrementando el volumen de ventas de líquidos en un 20%, siendo el diésel premium el producto que más creció interanualmente (un 37,8%) debido a la incorporación como clientes de grandes empresas constructoras.

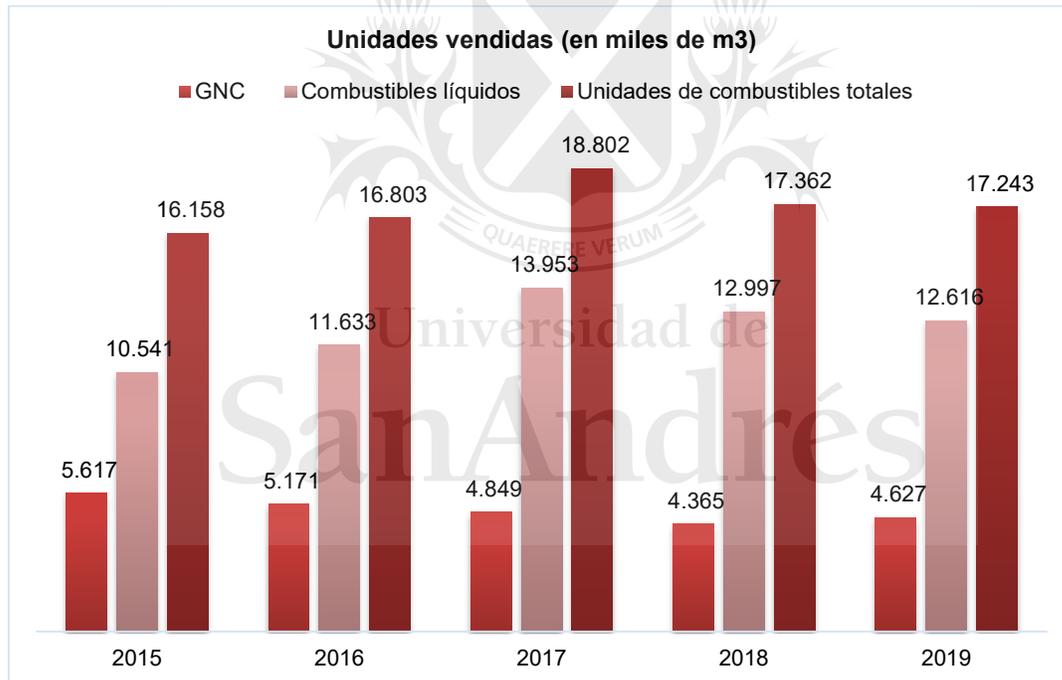


Gráfico 13: Unidades vendidas (en miles de m3). Fuente: elaboración propia con información de los estados contables de Alfa Sur S.R.L., período 2015 - 2019.

Hacia mediados de 2018 y ya con la crisis económica iniciada en abril, las ventas continuaban subiendo, aunque a menor ritmo. No obstante, luego de la devaluación del peso en agosto, la paralización general de la economía impactó en el volumen de ventas de septiembre, cayendo un 30% con respecto al mes anterior, y un 40% en los productos premium, aproximadamente un millón de litros menos respecto al año anterior.

Las ventas tocaron un piso en abril de 2018 pero continuaron a la baja durante todo el 2019, lo cual, sumado a la apertura de una YPF muy cercana a la sucursal de Valparaíso aportó un golpe adicional al volumen total de litros vendidos, que terminaron cayendo un 3% global para la empresa contra 2018, y un acumulado del 10% contra 2017.

En cuanto al GNC, el 2015 fue año récord de ventas para la empresa, influenciado en gran medida por el bajo precio al público. Durante 2016, se recompuso el precio del gas natural y se acortó el diferencial de precio con la nafta super, lo que tuvo detuvo el crecimiento de ventas del GNC y terminó provocando una caída acumulada del 25% hasta 2018. Ya consolidada la crisis, el GNC, al ser un combustible económico, volvió a retomar la senda del crecimiento de ventas, 5,8% interanual durante 2019.

2.4 Ciclo de Conversión de Caja

En cuanto a los plazos, la empresa cobra¹² casi la mitad de sus ventas en efectivo, mientras que las ventas restantes las cobra a un plazo promedio de 15,4 días (entre cuentas corrientes y tarjetas de débito y crédito). En el año 2015 se registró la mayor morosidad en el cobro de clientes como consecuencia de los atrasos en los pagos de la Municipalidad de Córdoba (cliente que representaba el mayor nivel de volumen de ventas). Una vez regularizada esa cobranza, recién para el año 2017, los días de cobro bajaron aproximadamente a la mitad, para luego volver a niveles del 2015, pero esta vez como consecuencia de las ventas a plazo a grandes empresas constructoras vinculadas a la obra pública, que manejan plazos de pagos superiores a los 30 días.

El plazo de pago a proveedores¹³ tuvo un comportamiento en forma de cerro, llegó a su pico en el 2017, para luego descender en los años siguientes. Como se mencionó anteriormente, el principal proveedor es la petrolera y se le abona de contado, por lo que la composición y antigüedad de la deuda con proveedores es relativa y depende de las facturas impagas al momento de cierre del balance. El plazo promedio es de 8,3 días.

El stock¹⁴ habitual es de 7 días promedio, dada la capacidad de los tanques subterráneos de almacenamiento de CL y el movimiento generado por las ventas. El almacenamiento del GNC es totalmente marginal y no se contabiliza su stock en la operatoria. La

¹² Plazo de cobro a clientes = Clientes / Ventas * 365 días

¹³ Plazo de pago a proveedores = Proveedores / Costo de ventas * 365 días

¹⁴ Plazo de stock = Bienes de cambio / Costo de ventas * 365 días

reducción de 2 días durante el período 2015 – 2019 se debe en gran medida a la mayor disponibilidad de producto y a la eficientización de la distribución del combustible líquido por parte de la petrolera, lo que permite hacer pedidos con mayor frecuencia, disminuyendo el stock en los tanques propios. En los años 2015 y 2016, la política de la empresa respecto a los inventarios era mantener los tanques llenos debido a los faltantes de combustibles. Con la apertura del mercado en 2016 las petroleras pudieron complementar su producción con importaciones, por lo que el producto dejó de escasear, lo que permitió flexibilizar la política de tanque lleno al 75%.

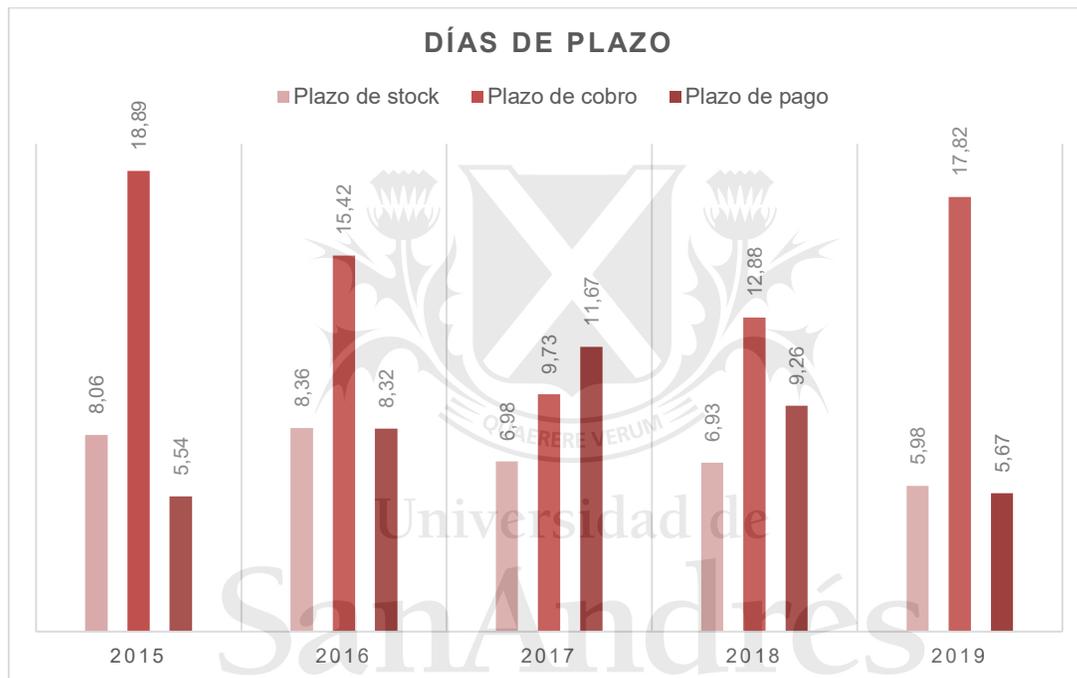


Gráfico 14: Días de plazo. Fuente: elaboración propia con información de los estados contables de Alfa Sur S.R.L., período 2015 - 2019.

2.5 Análisis de Rentabilidad

En cuanto a la rentabilidad del activo, la empresa ha destruido valor durante los últimos años. Dejando fuera del análisis el año 2019, en el que se realizó un ajuste contable por inflación, Alfa Sur ha incorporado activos a su estructura que no le han generado beneficios, de hecho, sucedió lo contrario. El ROA¹⁵ refleja la proporción de beneficio que aportan los activos, dada su utilización en el proceso productivo, es decir, mide la rentabilidad de la empresa respecto a la inversión de activos fijos y capital circulante.

¹⁵ ROA (rentabilidad del activo o por su sigla en inglés *return on assets*) = EBIT / Activo total

Resulta notable la caída del ratio en el horizonte analizado, aun quitando los *outliers*¹⁶ (como en 2015), la rentabilidad sobre los activos disminuyó todos los años, estabilizándose en el último año en valores cercanos al 34%. La razón se debe básicamente a la disminución de las utilidades generadas por la actividad principal y a la incorporación de activos ociosos que no generan valor en la estructura patrimonial de la empresa. Si bien un ROA del 34% no es para nada despreciable y se acerca al promedio histórico de la empresa (32,2%), resulta llamativo la abrupta caída del mismo.

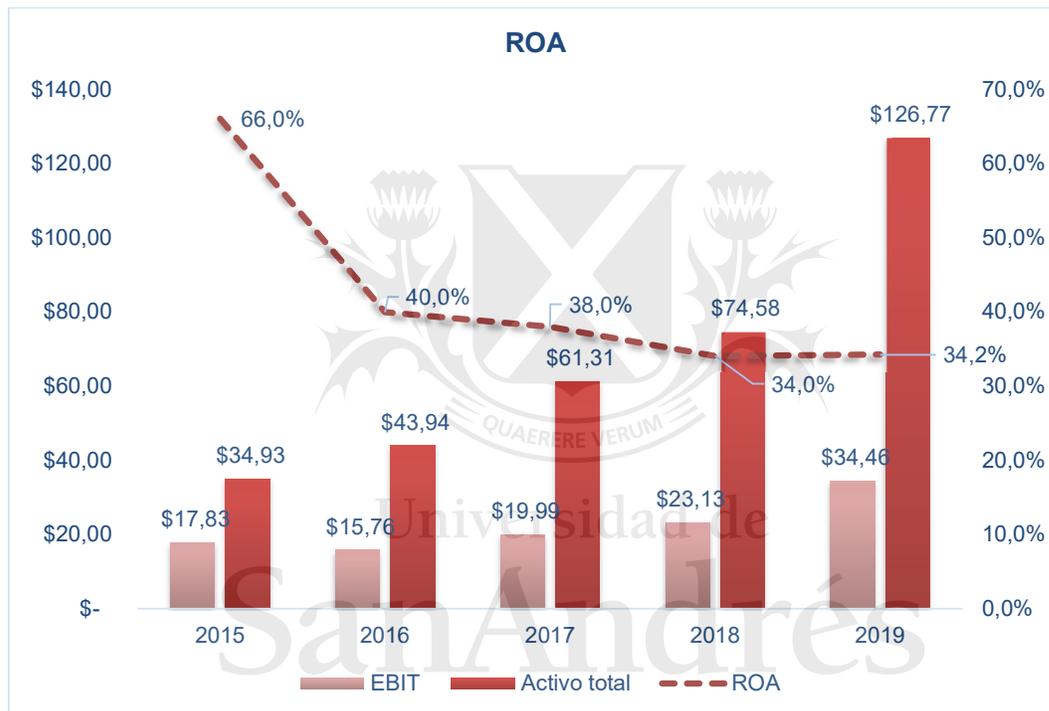


Gráfico 15: ROA. Fuente: elaboración propia con información de los estados contables de Alfa Sur S.R.L., período 2015 - 2019.

Teniendo en cuenta que la compañía no cuenta con deuda financiera, es de esperarse que los valores del ROE¹⁷ tengan un comportamiento similar a los del ROA. El ROE muestra la proporción de las ganancias generadas dado el capital aportado por los dueños de la empresa.

Para el análisis no se considera el ajuste por inflación del ejercicio 2019 que afecta directamente al beneficio neto (a través del RECPAM). El comportamiento y el análisis es

¹⁶ *Outliers* son valores extremos que se alejan de la media.

¹⁷ ROE (rentabilidad de los accionistas o por su sigla en inglés *return on equity*) = Beneficio Neto / Patrimonio Neto

muy similar al ROA, el indicador disminuye durante el período analizado, estabilizándose en valores del 31%-32%, por debajo del promedio histórico del 36%.

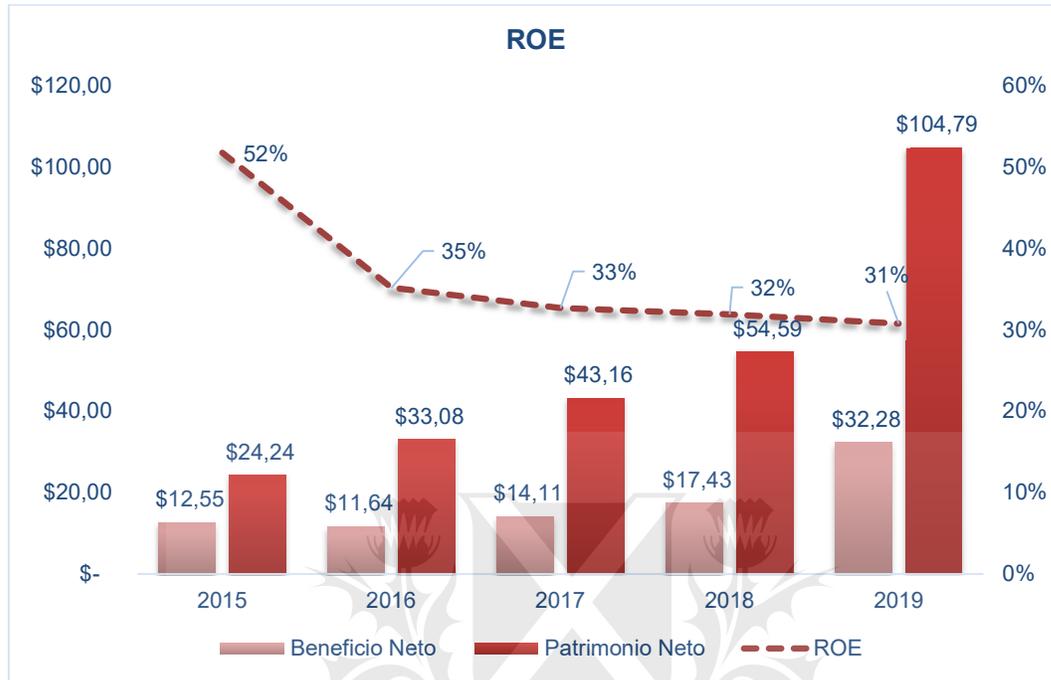


Gráfico 16: ROE. Fuente: elaboración propia con información de los estados contables de Alfa Sur S.R.L., período 2015 - 2019.

También en el análisis de la evolución del ROE debe considerarse la caída de los beneficios generados por la actividad principal. Los resultados de la empresa revelan que el margen bruto tiene una tendencia declinante desde 2015 hasta la fecha de valuación, pasando de 36,2% a 28,5% en 2019. Esta disminución en el margen bruto¹⁸ se debe a los incrementos de costos impuestos por la petrolera, lo que hace que la empresa progresivamente gane menos por cada unidad vendida.

Tanto el margen EBITDA como el margen neto tuvieron la misma evolución descendente, sin embargo, el segundo presenta una leve recuperación en el último ejercicio, producto del menor monto pagado por el impuesto a las ganancias (beneficiado por el ajuste por inflación).

El EBITDA representa la ganancia operativa de Alfa Sur, el cual se obtiene luego de descontar los gastos de estructura a la utilidad bruta. En términos relativos, se evidenció una caída interanual del 27,5%, impulsada por un aumento en los costos fijos. Durante el

¹⁸ Margen bruto = Utilidad bruta / Ingresos por ventas

año 2016 se sumaron nuevos gastos, como los relacionados al programa de fidelización y a la incorporación de nuevos empleados, debido a la obra de ampliación de una de las estaciones. Luego de este incremento, los gastos de estructura o costos fijos¹⁹ bajaron y se mantienen dentro del rango del 22% respecto de las ventas, cayendo nuevamente en 2019 a un 21,3% respecto a las ventas. De este modo, la empresa mantiene un porcentaje estable de costo fijos sobre ventas que incluso disminuye del 2016 en adelante, lo cual refleja la caída en los indicadores de rentabilidad es producida también por el aumento en los costos variables y la imposibilidad de trasladarlos a precios.

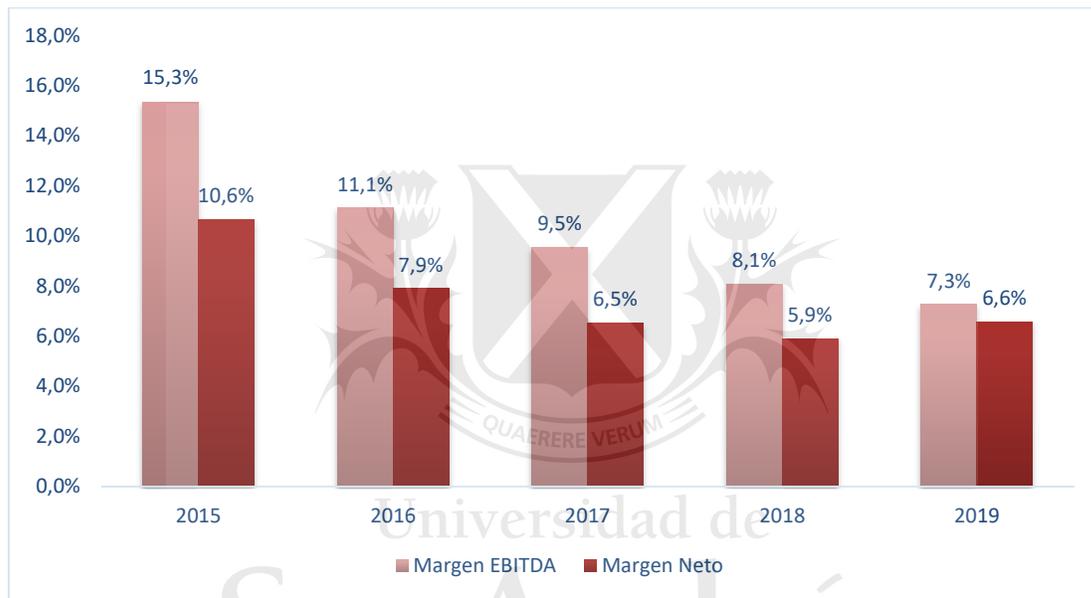


Gráfico 17: margen EBITDA y margen neto. Fuente: elaboración propia con información de los estados contables de Alfa Sur S.R.L., período 2015 - 2019.

Las amortizaciones se mantuvieron en el rango del 0,3% de las ventas. Prácticamente la empresa ya no hace grandes inversiones en activos fijos, sólo por mantenimiento o renovación de equipos. La última fue en el año 2016, en donde se amplió la capacidad de la sucursal Valparaíso, en respuesta a la inminente apertura de un competidor a 500 metros de distancia.

Finalmente, los beneficios netos son cada vez menores, aunque con una leve recuperación para el último año. De éstos se desprende la distribución de utilidades, que no ha seguido un patrón estable y cuyo promedio histórico se aproxima al 35%. Para el

¹⁹ Compuesto en su mayoría por sueldos, servicios públicos, gastos generales, transportadora de caudales, honorarios y remuneración de directores.

año 2015 apenas se distribuyó un 9,6% de los resultados y cero en 2016. Ya en 2017 se volvió a repartir utilidades, en el orden del 29%, pasando a un 34% en 2018 y a casi la totalidad del beneficio neto en 2019 (93%).

Todos los años analizados se contabilizaron ingresos extraordinarios (ajenos a la actividad principal de la empresa), producto de operaciones financieras de corto plazo y ventas provenientes del recambio de bienes de uso. Estos fueron mínimos en 2015 y 2017, pero en 2016, 2018 y 2019 representaron aproximadamente un 0,5% de las ventas.

2.6 Estructura de Costos

Como consecuencia de la estructura de costos fijos que tiene la empresa su ratio de apalancamiento operativo²⁰ es muy alto, y tiene una tendencia creciente. El ratio se ubicaba 2,4 en 2015 y creció hasta 4,1 en 2019, siendo su valor promedio de 3. Este valor implica que un movimiento (ascendente o descendente) de las ventas es replicado tres veces. En un escenario de caída drástica de ventas, la empresa no tendrá la flexibilidad para adecuar su estructura. En cambio, mientras mayores sean las ventas, más eficiente será y mayores utilidades se obtendrán.

Alfa Sur S.R.L. goza de una buena salud financiera, con niveles de caja que pueden resultar ociosos y exagerados, pero que le sirve para afrontar contingencias de corto y mediano plazo sin ningún tipo de problemas, así como contar con la espalda suficiente ante la morosidad de clientes. Sus pasivos son sólo operativos por lo que no generan costos. Por su etapa en el ciclo de vida, es una empresa que casi ya no realiza grandes inversiones en activo físico, salvo por mantenimiento y reemplazo de bienes de uso obsoletos, es decir, lo necesario para sostener su posición competitiva. Para realizar estas inversiones, no recurre a terceras fuentes, sino que lo hace con recursos propios. Los beneficios generados son destinados a cubrir reservas legales y a distribuirlos entre sus socios, no obstante, son cada vez menores como proporción de las ventas. Los indicadores de rentabilidad, si bien son aceptables, vienen en una sostenida tendencia bajista que al menos debe ser detenida. También debe monitorear de cerca la dependencia de una estructura muy grande e inflexible.

²⁰ Apalancamiento operativo = Utilidad Bruta / EBIT. Este valor implica que un movimiento (ascendente o descendente) de las ventas es replicado tres veces. En un escenario de caída drástica de ventas, la empresa no tendrá la flexibilidad para adecuar su estructura. En cambio, mientras mayores sean las ventas, más eficiente será y mayores utilidades se obtendrán.

En cuanto a los riesgos del negocio que afecten la rentabilidad, el principal radica en la posibilidad de instalación de una nueva boca de expendio en la zona de influencia. Esta situación se ha dado en los últimos tres años con la apertura de nuevas bocas que fueron ganando participación de mercado en la zona a costa de las existentes. Si bien la zona ha llegado a una saturación de oferta y a una escasez de lugar físico, nunca se descarta que puedan aparecer nuevos jugadores.

En el corto plazo no se vislumbran riesgos de demanda. La venta de automóviles suele ser el motor y principal indicador de la reactivación económica y los vehículos eléctricos no son relevantes como para afectar el mercado de combustibles tradicionales.



Capítulo 3: Valuación

Para obtener el valor de Alfa Sur S.R.L. se eligió el método de descuento de flujos de fondos libres (FFL), el cual consiste en estimar los flujos de dinero provenientes de las operaciones que generará la empresa en el futuro, después de impuestos, sin tener en cuenta el financiamiento de terceros. Luego esos flujos serán descontados a una tasa apropiada según su riesgo.

La valoración de empresas en países tan volátiles como Argentina acarrear serias dificultades, como la inflación persistente, una moneda inestable, ausencia de deuda a largo plazo sin riesgo en moneda local, riesgos macroeconómicos, mercado financiero limitado, ilíquido y poco profundo, con mucha menor información disponible que en países desarrollados y un significativo riesgo país.

Para encontrar una solución para algunos de estos inconvenientes, se utilizará un modelo de valuación propuesto por Aswath Damodaran en países con alta volatilidad, el cual consiste en proyectar los flujos de fondos en moneda local, calculando la tasa de descuento en dólares estadounidenses (USD) y luego convertirla en moneda local (pesos argentinos -ARS-), ya que Argentina no tiene tasa libre de riesgo ni libre de default. Se utilizará como input para la conversión de la tasa la inflación diferencial entre ambos países. El objetivo buscando es obtener consistencia de moneda entre los flujos proyectados y la tasa de descuento calculada.

3.1 Metodología aplicada: Descuento de flujos de fondos libres

El flujo de caja libre (*free cash flow*) se calcula de la siguiente manera:

$$\begin{aligned} & \text{Beneficio antes de intereses e impuestos (EBIT)} * (1 - t) \\ & \text{(más) Amortización de los activos inmovilizados} \\ & \text{(menos) Inversiones en activos fijos} \\ & \text{(más / menos) Variación en capital de trabajo} \\ & \text{FLUJO DE FONDOS LIBRES} \end{aligned}$$

Ilustración 11: Flujo de fondos libres (FFL). Fuente: elaboración propia, extraído de Oriol Amat, Valuación de empresas.

En otras palabras, esos flujos proyectados serán los sobrantes de la firma luego de haber cubierto las necesidades operativas de fondos (WCR), las inversiones en activos fijos (CAPEX). Alfa Sur al no tener deuda, se asume que no deberá hacer frente a cargas financieras, por lo que el FF en este caso particular es idéntico al FF para accionistas. Se valora la capacidad de la empresa de generar riqueza a través de sus operaciones sin tener en cuenta los pagos que genera la deuda financiera.

$$V = \frac{CF_1}{1+K} + \frac{CF_2}{(1+K)^2} + \frac{CF_3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{CF_n + VR_n}{(1+K)^n}$$

Fórmula 1: valor actual de los flujos descontados. Fuente: FERNANDEZ, Pablo. Métodos de valoración de empresas. 2008.

Donde

V: valor actual o valor presente neto,

CF_{1,2,3}: flujo de fondos de los años 1,2,3,

CF_n: flujo de fondos del año *n*,

K: tasa de descuento,

VR: valor terminal

El valor terminal (*terminal value*) implica un flujo de fondos a perpetuidad. Es un supuesto de que el FFL del último año estimado se repetirá cada año hasta el infinito. Se calcula de la siguiente forma:

$$\text{Terminal Value} = \frac{FCF_n}{K}$$

Fórmula 2: valor terminal. Fuente: FERNANDEZ, Pablo. Métodos de valoración de empresas. 2008.

Esta perpetuidad se adiciona al último año estimado y luego se actualiza de igual manera que el resto de los flujos.

También se puede incorporar una tasa de crecimiento *g* determinada al valor terminal. Si se considera que habrá crecimiento constante a lo largo del tiempo, se le añade el factor *g* a la fórmula 2.

$$\text{Terminal Value} = \frac{\text{FCF}_n * (1+g)}{K - g}$$

Fórmula 3: valor terminal con crecimiento g. Fuente: FERNANDEZ, Pablo. *Métodos de valoración de empresas*. 2008.

Donde

g: tasa de crecimiento perpetuo

3.2 Tasa de descuento

Una vez obtenidos los flujos libres estimados en el horizonte de valuación, se descontarán a una tasa apropiada según el riesgo inherente al negocio y a la liquidez. Cuando se valora una firma se descuentan los flujos para convertir la riqueza futura a valores actuales. Se debe cuantificar el valor del dinero en el tiempo.

La tasa de descuento para el FFL se calcula a partir del WACC (*weight average cost of capital*) o costo promedio ponderado del capital. Se trata del promedio del costo de recursos propios (K_e) y de la deuda (K_d), ponderando el peso que tiene cada uno dentro del balance de la empresa:

$$\text{WACC} = [K_d * (1 - t) * D/(D+E)] + K_e * E/(D+E)$$

Fórmula 4: WACC. Fuente:

Donde

K_d : costo de la deuda

t: tasa de impuesto a las ganancias

D: deuda financiera

E: equity o valor del patrimonio neto o capital aportado por los accionistas

K_e : tasa o costo de oportunidad de los accionistas

Se debe hacer la aclaración que la deuda solamente hacer referencia al pasivo financiero, ya que el pasivo no financiero está integrado por la financiación automática²¹ (proveedores, cargas sociales y otras deudas de explotación), que se generan por la propia actividad y forma parte del capital de trabajo.

²¹ Amat Oriol, "Valoración y compraventa de empresas", capítulo 4, página 105. Profit editorial, España, 2019.

Siendo que el pasivo financiero es nulo en el caso de Alfa Sur, se anula completamente el primer término de la fórmula 4, quedando como tasa de descuento solamente el costo de oportunidad de los accionistas (K_e)²².

Para calcular el costo de oportunidad de los accionistas (K_e) se propone utilizar el modelo CAPM (*Capital asset pricing model*), una metodología que calcula el rendimiento esperado de la empresa, compuesto por un interés sin riesgo más una prima de riesgo ponderada por el giro comercial de la actividad.

$$E(R_{AS}) = R_f + \beta * [E(R_m) - R_f]$$

Fórmula 5: rendimiento esperado del accionista (K_e). Fuente:

Donde

$E(R_{AS})$: rendimiento esperado de Alfa Sur S.R.L.

R_f : rentabilidad o interés sin riesgo

β : indicador de sensibilidad de la rentabilidad de la empresa en relación a la del mercado

$E(R_m)$: rendimiento esperado del mercado,

El término $[E(R_m) - R_f]$ es conocido como prima de mercado o *risk premium*, que no es otra cosa que el diferencial entre el rendimiento del mercado y el rendimiento del interés libre de riesgo.

A continuación, se desagrega por partes los componentes de la tasa de descuento, explicando detalladamente como se calcularon.

3.2.1 Tasa libre de riesgo o *risk free* (R_f)

Como muchos otros modelos de valuación de activos financieros, el modelo CAPM inicia con la determinación de la tasa de libre de riesgo, tomada como el rendimiento mínimo, aceptable y sin riesgo al que los inversores están dispuestos a sacrificar sus fondos en el presente, y así obtener más en el futuro. Sobre la base de la tasa libre de riesgo los inversores esperan tener un adicional, a un determinado riesgo.

Una tasa para ser considerada libre de riesgo debe cumplir dos condiciones:

²²WACC = $[K_d * (1 - t) * D/(D+E)] + K_e * E/(D+E)$

Si $D = 0$, entonces

WACC = $[K_d * (1 - t) * 0/(0+E)] + K_e * E/(0+E)$

WACC = $K_e * E/E$

WACC = K_e

- No debe tener riesgo de default. Los Estados Soberanos son los únicos que pueden cumplir con esta condición, no porque sean mejores que corporaciones serias, sino que tienen el poder de emitir su propia moneda para pagar sus deudas.
- No pueden tener riesgo de reinversión, lo que implica que el rendimiento actual debe ser igual al rendimiento esperado.

Entrar en la discusión de si existe o no una tasa realmente sin riesgo no es el objetivo del presente trabajo, pero lo que sí está claro es que no existe en nuestro país. Con sucesivos defaults a lo largo de la historia económica argentina, no es de extrañar que la deuda emitida por el gobierno nacional sea considerada de riesgo.

Como se expuso en la introducción del presente capítulo, se utilizará como tasa libre de riesgo la deuda emitida en dólares por el gobierno de Estados Unidos. El bono utilizado será el del Tesoro norteamericano a 10 años (*US Treasury Yield 10 Years*), cuyo rendimiento a la fecha de valuación era de **1,919%**²³.

3.2.2 Aproximación del Beta (β)

El Beta (β) es un indicador de sensibilidad de la rentabilidad de un activo (acción o empresa en este caso) en relación a la media del mercado. Esta sensibilidad se asocia a la volatilidad y al riesgo específico de la empresa. Se interpreta de la siguiente manera:

- $\beta = 1$: la empresa evoluciona igual que el mercado.
- $\beta > 1$: la empresa es más volátil, y por tanto más riesgosa. La acción de la empresa sube más cuando sube el mercado y baja más cuando el mercado baja. Son típicas empresas cíclicas a las que les va mejor en fases de expansión, pero se hunden en años recesivos (aerolíneas, construcción).
- $\beta < 1$: la empresa es menos volátil, por tanto, menos riesgosa. Sube menos cuando el mercado crece, pero en recesiones no bajan tanto. Son empresas de rubros más estables en relación al ciclo económico (energía, alimentación, *utilities*).

²³Fuente: Yahoo Finanzas

En la fórmula 5 del CAPM, el β funciona como multiplicador de la prima de riesgo y se calcula de la siguiente manera:

$$\beta = \text{COV}(R_a, R_m) / \text{VAR}(R_m)$$

Fórmula 6: cálculo del Beta. Fuente:

Donde

COV: covarianza,

VAR: varianza,

R_a: rendimiento del activo,

R_m: rendimiento del mercado.

La covarianza mide la relación entre las tasas de rendimiento del activo y el rendimiento del mercado, mientras que la varianza es una medida de la volatilidad del mercado.

Se propone calcular el costo de capital para empresas privadas o de capital cerrado como lo es Alfa Sur, partiendo de empresas comparables o del mismo rubro que sí coticen en el mercado. En el mercado argentino, cotizan empresas energéticas y petroleras, siendo YPF la principal benchmark, sin embargo, su actividad está completamente integrada dentro las etapas de la actividad petrolera: upstream (exploración, perforación y extracción), midstream (producción y almacenamiento) y downstream (distribución y retail). Alfa Sur se ubica en la última etapa, por lo que compararla con YPF no sería técnicamente correcto. Pererio y Galli (2001)²⁴ sugieren una metodología de cálculo del β para cuando no existen empresas comparables en la bolsa local.

Este método selecciona una o un grupo de empresas comparables que cotizan en un mercado eficiente como lo es el norteamericano. Se obtiene el beta de una fuente publicada o por cálculo directo, y luego se calcula el promedio de ellas.

Para el cálculo se seleccionaron empresas que se ubican en la etapa de downstream. Las elegidas son las siguientes:

²⁴ Pererio Luis y Galli María, "La determinación del costo del capital en la valuación de empresas de capital cerrado: una guía práctica". Publicación de la Universidad Torcuato Di Tella, Buenos Aires, 2001.

Cosan S.A. o Cosan Ltd (CZZ): holding energético brasilero con sede en San Pablo. Raízen Combustiveis (joint-venture con Royal Dutch Shell plc) es la subsidiaria que controla más de 7.000 estaciones de servicio Shell en Brasil y Argentina. Cotiza en Nasdaq desde septiembre de 2007.



Vivo Energy plc (VVO): con sede en Londres, opera 2.226 estaciones de servicio de bandera Shell en 23 países del continente africano. Cotiza en LSE (*London Stock Exchange*) desde mayo de 2018.

Ilustración 12: logotipo Vivo Energy plc. Fuente: www.vivoenergy.com

Sunoco LP (SUN): con sede en Dallas, Texas, opera más de 5.000 estaciones de servicio bajo su propia marca y distribuye combustible para sus comercios y para terceros. Cotiza en Nasdaq desde septiembre de 2012.



Ilustración 13: logotipo Sunoco LP. Fuente: www.sunocolp.com

Travel Centers of America Inc. (TA): con sede Westlake, Ohio, opera 261 áreas de descanso de grandes superficies para viajantes en Estados Unidos y Canadá, con estaciones de servicio, restaurantes, venta de repuesto y talleres mecánicos para camiones. Cotiza en Nasdaq desde febrero de 2007.



Ilustración 147: logotipo Travel Centers of America Inc. Fuente: www.ta-petro.com



CrossAmerica Partners LP (CALP): con sede en Allentown, Pensilvania, distribuye y comercializa combustible de las petroleras más reconocidas en 34 estados y opera más de mil estaciones de servicio propias o alquiladas. Cotiza en NYSE desde febrero de 2012.

Ilustración 15: logotipo CrossAmerica Partners LP. Fuente: www.crossamericapartners.com

Murphy USA Inc. (MUSA): con sede en El Dorado, Arkansas, opera 1.489 estaciones de servicio en el sur de Estados Unidos. Cotiza en NYSE desde agosto de 2013.



Ilustración 168: logotipo Murphy USA Inc. Fuente: www.murphyusa.com

De la primera selección, fueron excluidas dos empresas para el cálculo final: Cosan Ltd. y Vivo Energy plc. En el caso del holding brasilero, si bien es propietaria de la marca Shell en Argentina y resulta tentador incorporarla al análisis, gran mayor parte de su negocio es la producción de bioetanol, siendo el primer productor mundial de caña de azúcar. Sin dudas su riesgo sistemático está explicado en parte a este sector, que dista mucho del retail de combustibles. En el caso de Vivo Energy, su actividad cumple la condición de máxima aproximación de la actividad de Alfa Sur, ya que operan estaciones Shell, pero la escasez de datos sesga su análisis, ya que es una compañía pública desde mayo de 2018. Se considera que la fuente de información para calcular su beta a la fecha de valuación es insuficiente.

Por lo tanto, se trabajará en adelante con las siguientes cuatro compañías de distribución y retail de combustibles: Sunoco LP (SUN), Travel Centers of America Inc. (TA), CrossAmerica Partners LP (CALP) y Murphy USA Inc. (MUSA).

Se tomaron los rendimientos mensuales de los últimos 5 años (desde enero 2015 a diciembre 2019), tanto para el mercado (S&P 500, por considerarse el más diversificado y completo) como para las compañías. Se obtuvieron los siguientes β al 31/12/2019²⁵, utilizando la fórmula 7:

²⁵ Ver Anexo I

Compañía	β_L (apalancada)
TA	1,660
CAPL	1,230
MUSA	0,703
SUN	0,784

Tabla 5: Betas apalancados de compañías comparables seleccionadas. Fuente: elaboración propia con datos de Yahoo Finanzas.

Además del riesgo económico inherente a toda empresa que persiga fines de lucro, vinculado directamente a sus operaciones habituales (riesgo sistemático), se le suma el riesgo del uso del financiamiento de terceros, conocido como apalancamiento financiero. Como las empresas seleccionadas se financian con terceros, los valores de los betas obtenidos y calculados son betas apalancados (*levered beta* $-\beta_L$). Además del riesgo sistemático, incluyen el riesgo financiero.

El ratio Deuda/Equity (D/E) de Alfa Sur es cero, significa que no tiene riesgo financiero, por lo que se procede a quitar este riesgo de los β_L , y así obtener el beta desapalancado (*unlevered beta* β_U) de las compañías seleccionadas, tomando los datos del valor de su deuda y de su equity a la fecha dada de sus estados contables publicados. Se calcula con la siguiente fórmula:

$$\beta_U = \beta_L * [(1+D/E) * (1-t)]$$

Fórmula 7: beta desapalancada. Fuente:

Donde

β_U : beta desapalancada,

β_L : beta apalancada,

D/E: ratio deuda/equity,

t: tasa efectiva de impuesto a las ganancias.

Las betas obtenidas son menores a las calculadas anteriormente, ya que se le quitó el riesgo adicional inherente al apalancamiento financiero.

Compañía	β apalancada	Deuda Financiera	Capitalización de Mercado	Ratio D/E	Tasa IIGG	β_u (desapalancada)
TA	1,660	\$ 329.320.000	\$ 142.516.500	231,1%	21%	0,635
CAPL	1,230	\$ 559.960.000	\$ 622.544.500	89,9%	21%	0,820
MUSA	0,703	\$1.038.100.000	\$ 3.563.820.000	29,1%	21%	0,689
SUN	0,784	\$3.071.000.000	\$ 2.539.494.000	120,9%	21%	0,449
					Promedio	0,648

Tabla 6: cálculo de las betas desapalancadas para las empresas seleccionadas. Fuente: elaboración propia con datos de los estados contables de las compañías seleccionadas y Yahoo Finanzas.

Una vez obtenidos los β_u de cada una de las firmas, se procede a realizar el promedio de las mismas, obteniendo como resultado **0,648** de β_u del grupo de empresas comparables, que será el considerado como coeficiente de riesgo sistemático para Alfa Sur S.R.L., sirviendo de input para la fórmula 5 del CAPM.

Una buena medida cualitativa de consistencia del cálculo del β para Alfa Sur es compararlo con el que propone Aswath Damodaran²⁶ en sus publicaciones anuales. Se puede ver que el calculado previamente es apenas superior al β_u estimado por el renombrado consultor.

Sector / Industria	Cantidad de firmas	Beta apalancada	D/E Ratio	Tasa IIGG efectiva	Beta desapalancada
Oil/Gas Distribution	24	1.02	89.69%	5.46%	0.61

Tabla 7: Beta desapalancada promedio del sector distribución de petróleo y gas en Estados Unidos. Fuente: adaptación propia con información de la página web de Aswath Damodaran.

3.2.3 Prima de riesgo o Risk Premium (R_p)

Es la diferencia entre el retorno del mercado (R_m) y la tasa libre de riesgo (R_f), y representa el rendimiento adicional que le exige un inversor a una cartera diversificada (el mercado) por sobre la tasa libre de riesgo.

No existe una única prima de riesgo, de hecho, varía según la ventana temporal que se utilice para calcularla y los inputs (qué mercado específico y qué tasa libre de riesgo), por lo que no es la misma para todos los inversores.

²⁶ Ubicación: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

Para el presente trabajo se tomará el promedio geométrico histórico de los retornos del mercado de los últimos 30 años (desde 1989 a 2019), calculado sobre el índice S&P500 por Aswath Damodaran en su estudio publicado a fines de 2019, el cual es equivalente a **9,873%**. Para llegar obtener la prima de riesgo, se le resta la tasa libre de riesgo spot al momento de valuación, indicada en el punto 3.2.1, equivalente a **1,919%**, resultando así la prima de riesgo de **7,954%**.

3.2.4 Riesgos adicionales

Debido a la alta volatilidad de las variables macroeconómicas en países emergentes, y en especial en Argentina, se considera prudente agregar primas de riesgo a la tasa de descuento, de modo que se refleje los en el descuento de los flujos un adicional que otras valuaciones en países desarrollados no tendrían. Además, el hecho que Alfa Sur sea una compañía cerrada y pequeña, le agrega un potencial riesgo de liquidez a la inversión en este tipo de empresas.

3.2.4.1 Prima de riesgo soberano

El riesgo soberano o riesgo país es la diferencia entre los rendimientos de la deuda pública entre dos países, que se haya emitido en la misma moneda. Típicamente se compara el rendimiento superior (por mayor riesgo) de los bonos argentinos emitidos en dólares con los emitidos por Estados Unidos. La diferencia del rendimiento (*spread*) representa la evaluación que hace el mercado de la probabilidad de reprogramación de la deuda, la morosidad en el pago o directamente la suspensión del pago o default. El EMBI+ (Emergin Market Bonds Index) es calculado por JP Morgan y es el principal indicador de riesgo país.

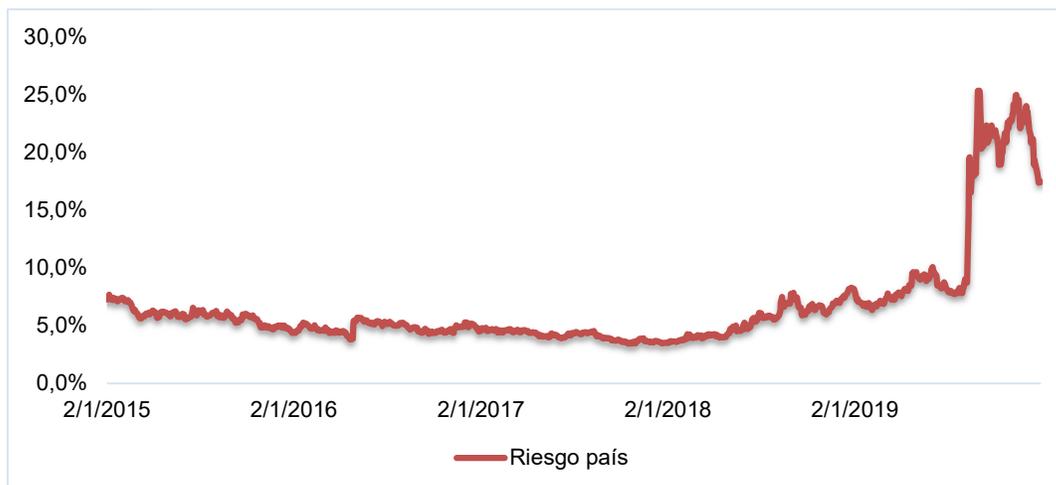


Gráfico 18: Riesgo país. Fuente: elaboración propia con datos diarios del índice EMBI+ del JP Morgan.

A la fecha de valuación, el riesgo país presentaba un valor de 17,74%. Sin dudas el valor está asociado a una altísima probabilidad de default por parte del gobierno nacional, situación en la que ningún inversor estaría dispuesto a invertir en Argentina.

A partir de esta situación, se proyectarán distintos valores de riesgo país para cada año, con el supuesto que en el año 2020 Argentina llegará a un acuerdo total con los acreedores, lo que produciría una gran compresión de riesgo para el segundo año proyectado, y una sucesiva disminución a lo largo del horizonte de valuación.

Riesgo País	2020	2021	2022	2023	2024
RARG	17,7%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%

Tabla 8: Prima adicional de riesgo país por año proyectado. Fuente: elaboración propia con datos del EMBI+ del JP Morgan.

Los valores obtenidos de riesgo país se consideran como una constante que se agregarán a la fórmula 5:

$$E(R_{AS}) = R_f + \beta * [E(R_m) - R_f] + R_{ARG}$$

Fórmula 8: rendimiento esperado de Alfa Sur SRL con prima de riesgo soberano. Fuente:

Donde el R_{ARG} representa el riesgo país argentino.

3.2.4.2 Prima por iliquidez y tamaño

En el caso de empresas que no cotizan en bolsa, es habitual incorporar el riesgo de iliquidez, por el hecho de que si el accionista quiere vender su participación deberá encontrar a alguien que las quiera comprar, lo cual es más difícil en firmas que no cotizan. Esta también incluye en el caso de Alfa Sur una prima derivada del reducido tamaño de la empresa.

El riesgo de tamaño y liquidez expone las vulnerabilidades de las empresas chicas con respecto a la de mayor tamaño, que cuentan con recursos suficientes para afrontar inconvenientes de mercado que las chicas no podrían soportar. El resultado implica una prima de riesgo adicional R_A que se suma como constante a la tasa K_e de la fórmula 8 y que naturalmente afecta al valor de la empresa.

$$E(R_{AS}) = R_f + \beta * [E(R_m) - R_f] + R_{ARG} + R_A$$

Fórmula 9: rendimiento esperado de Alfa Sur SRL con prima de riesgo adicional. Fuente:

Oriol Amat (2019) propone que al calcular el costo de oportunidad de empresas cerradas se le debe añadir una prima que suele situarse entre un 2% y un 5%. Ibbotson Associates su publicación de 2018 “CAPM – With Small Capitalization Premium”, indican que se debe adicionar una prima superior al 3,47% para empresas cuya capitalización sea inferior a 210 millones de dólares. En “Valuation Handbook” de Duff & Phelps (2016), el “*small cap premium*” se ubica en el 4%. KPMG en su publicación “Cost of Capital Study” de 2017, sugiere una prima por empresa pequeña (“*small size company premium*”) superior al 5%.

Autor/Consultora	Prima adicional
Oriol Amat	2% - 5%
Ibbotson Associates	> 3,47%
Duff & Phelps	4%
KPMG	5%
Promedio	3,99%

Tabla 7: prima de riesgo adicional por liquidez y tamaño. Fuente: elaboración propia.

Por lo tanto, el riesgo adicional (R_A) por liquidez y tamaño para el presente estudio será de **4%**.

3.2.5 Tasa de descuento para Alfa Sur S.R.L.

Una vez explicado cada uno de los componentes, se calcula la tasa a la cual se descontarán los flujos de fondos anualmente:

Tasa Ke	2020	2021	2022	2023	2024
Tasa libre de riesgo	1,919%	1,919%	1,919%	1,919%	1,919%
β (desapalancada)	0,648	0,648	0,648	0,648	0,648
$R_p = (R_m - R_f)$	7,954%	7,954%	7,954%	7,954%	7,954%
RARG	17,7%	10,0%	9,0%	8,0%	7,0%
RA	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Ke Alfa Sur S.R.L.	28,78%	21,08%	20,08%	19,08%	18,08%

Tabla 8: Tasa de descuento Ke para Alfa Sur SRL. Fuente: elaboración propia.

La tasa de descuento obtenida es en dólares estadounidenses (USD). Como se indicó al comienzo del presente capítulo, los flujos serán estimados en pesos, por lo que debe existir consistencia en la tasa a la cual se descuentan. La tasa K_e calculada en USD será convertida a pesos (K_e ARS) para cada uno de los años de valuación, utilizando la inflación diferencial entre Estados Unidos y Argentina:

$$\text{Tasa en ARS} = (1 + \text{Tasa en USD}) * \frac{(1 + \text{inflación ARS})}{(1 + \text{inflación USD})} - 1$$

Fórmula 10: consistencia de moneda local. Fuente: adaptado de DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation*. 2016.

Aplicando la fórmula 10 con los datos de la tabla 16 del punto 4.1.3 del capítulo 4, se obtienen las tasas anuales que servirán para descontar los FFL en pesos:

	2020	2021	2022	2023	2024
Ke anual ARS	78,3%	54,6%	48,0%	40,0%	33,7%

Tabla 9: tasa descuento K_e en pesos argentinos. Fuente: elaboración propia.

3.3 Estimación de flujos de fondos

La valoración de empresas no es ciencia exacta, no existe un valor único ni concreto, sino que se construye un rango de valores con un gran componente subjetivo y que dependen de diferentes hipótesis planteadas por el evaluador, basadas en realidades económicas y perspectivas futuras, siempre sujetas a un grado importante de incertidumbre. Y más aun en las condiciones que se valúan empresas cerradas en el contexto de países emergentes.

Para intentar aproximar a un valor de compañía, se tomarán los resultados obtenidos de la estimación de los FFL en distintos escenarios, luego de haberlos descontados a la tasa K_e determinada previamente. Posteriormente, se utilizará valuación por múltiplos, para testear la consistencia y complementar los resultados obtenidos mediante el descuento de flujos de fondos.

También se realizará una comparación con operaciones similares de compra-venta de estaciones de servicio y valuaciones hechas por otros autores.

3.3.1 Proyecciones del escenario base

Las cantidades (Q) vendidas de CL y GNC representan más del 90% de los ingresos totales de la empresa. Desde que se tienen registros digitales de las ventas (año 2005), la empresa ha crecido en término de unidades vendidas de combustibles líquidos a una tasa CAGR del 3,4%, mientras que el GNC lo ha hecho al 1,2%²⁷. Las tasas CAGR de crecimiento explican lo sucedido anteriormente y no tienen por qué volver a repetirse en el futuro.

Para determinar las proyecciones de Q, se buscó evidencia estadística entre el nivel de actividad general y las ventas de combustibles, para lo cual se corrieron regresiones entre las variaciones porcentuales de las ventas de la Ciudad de Córdoba (GNC+CL) con las variaciones porcentuales del Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) general, minorista y transporte, en el período 2013 - 2019. El EMAE general es el que mejor explica las ventas, ya que presenta el mayor coeficiente de determinación ($R^2 = 45\%$).

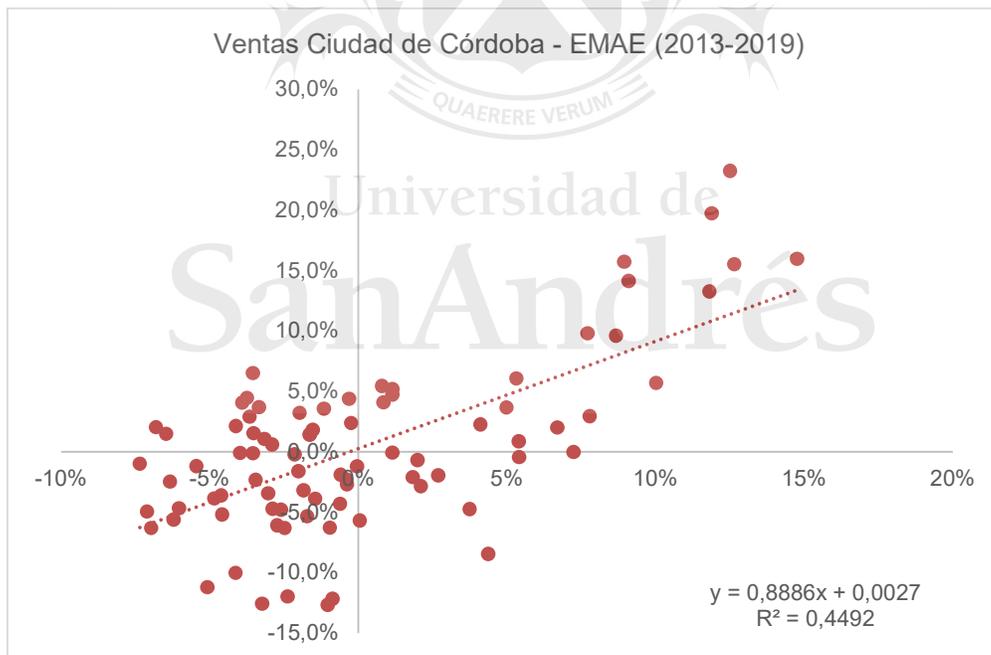


Gráfico 19: mapa de dispersión de variaciones de las ventas totales de la Ciudad de Córdoba y EMAE (2013-2019).
Fuente: elaboración propia con datos mensuales del INDEC y de la Res. 1104 del Ministerio de Energía de la Nación.

²⁷ Para calcular la tasa CAGR de combustibles líquidos y GNC se toma desde el año 2007, cuando la segunda estación de servicio ya se encontraba operativa.

El objetivo perseguido al realizar las regresiones lineales radica en encontrar si existe una relación entre dos variables, a fin de predecir con la variable explicativa (independiente) los resultados de la variable explicada (dependiente). El resultado de la regresión lineal se interpreta a partir de la siguiente fórmula:

$$y = a + b \cdot x$$

Fórmula 11: modelo de regresión lineal.

En donde,

y= variable dependiente

a= valor del intercepto

b= pendiente

x= variable independiente

Los valores obtenidos son los siguientes:

- Una variación del 1% en el nivel de actividad es asociado a un cambio en promedio de 0,8886 x las ventas de combustibles.
- El intercepto u ordenada al origen de 0,0027 implica que, ante un nulo crecimiento del producto bruto, las ventas crecerán en promedio un 0,27%.
- La fórmula modelo de regresión lineal queda establecida de la siguiente manera:
 $y = 0,0027 + 0,8886 \cdot x$

El EMAE es un indicador provisorio de la evolución del PBI, que se calcula con frecuencia mensual, constituyendo así una muy buena aproximación del PBI anual, ya que su método de cálculo es el mismo, difiriendo solamente en la periodicidad.

El cálculo del EMAE se realiza a nivel país, por lo que falta verificar si Córdoba tiene relación o no con el nivel de actividad nacional. La respuesta es afirmativa: La Provincia de Córdoba tiene una participación relativa aproximada del 7%-8% del PBI argentino, siendo la cuarta en importancia (después de Buenos Aires, CABA y Santa Fe). Su PBG (Producto Bruto Geográfico) tiene una correlación directa con el PBI (coeficiente de determinación R^2 del 67%), lo que no es de extrañar, ya que las actividades principales de la provincia son las mismas que las de la región más productiva del país: la región centro, la cual explica más del 70% del producto bruto nacional.

De este modo, el driver utilizado para proyectar las ventas de combustibles de Alfa Sur será el PBI anual, con valores en el escenario base que se desprenden del promedio de las estimaciones (2020-2022) de crecimiento del PBI en Argentina del Banco Mundial y del BCRA. Las estimaciones de crecimiento del PBI para los años 2023 y 2024 son supuestos del autor.

Año	Banco Mundial	REM 12/19 del BCRA	Escenario Base
2020	-1,3%	-1,6%	-1,4%
2021	1,4%	1,3%	1,4%
2022	2,3%	2,0%	2,3%
2023	2,5%	2,5%	2,5%
2024	3,0%	3,0%	3,0%

Tabla 12: estimaciones proyectadas de crecimiento del PBI. Fuente: elaboración propia con datos del Global Economics Prospects (enero 2020) del Banco Mundial y del REM diciembre 2019 del BCRA.

Los crecimientos porcentuales anuales proyectados de combustibles en el escenario base son los siguientes:

$y = a + b \cdot x$		
Año	x	y
2020	-1,4%	-0,97%
2021	1,4%	1,51%
2022	2,3%	2,31%
2023	2,5%	2,49%
2024	3,0%	2,94%

Tabla 13: crecimiento proyectado de combustibles. Fuente: elaboración propia.

El primer año proyectado arroja una disminución en Q de CL de -6,9%, debido a la caída del PBI y a la ya mencionada pérdida del principal cliente. Luego crece durante todo el horizonte de valuación. Las Q de GNC también caen durante el primer año por efecto del PBI, pero se desploman un 19,8% durante el segundo año de valuación (2021), debido a que se espera que la estación YPF cercana a la boca Valparaíso comience a vender este producto a fines de 2020, estimando la caída de venta del 30% (lo mismo que cayeron las ventas de líquidos cuando inauguró a fines de 2018). Ya para el tercer año se retomará la senda del crecimiento a las tasas calculadas.

En términos de cantidades de combustibles totales, en el escenario base se proyectan los dos primeros años con caídas en las UC, y crecimiento en los tres años finales del horizonte de valuación, obteniendo una tasa CAGR del 0,62%.

	2020	2021	2022	2023	2024
Subtotal litros	11.743.901	11.921.708	12.197.550	12.501.452	12.868.470
Var % litros CL	-6,9%	1,5%	2,3%	2,5%	2,9%
GNC	4.581.919	3.674.520	3.759.541	3.853.209	3.966.332
Var % m3 GNC	-1,0%	-19,8%	2,3%	2,5%	2,9%
Unidades totales CL+GNC	16.325.820	15.596.228	15.957.090	16.354.661	16.834.802
Var % UC real	-5,3%	-4,5%	2,3%	2,5%	2,9%

Tabla 14: cantidades (Q) proyectadas a vender en el horizonte de valuación del escenario base. Fuente: elaboración propia.

También se tienen en cuenta para el crecimiento de ventas proyectado el mix de productos, que se espera que varíe año a año, dado que cada vez es mayor la cantidad de automoviles que se inclinan por productos premium (evidenciándose esto principalmente en los diesel). Este parámetro se mantendrá para todos los escenarios propuestos.

		2020	2021	2022	2023	2024
Mix Naftas	VPN	23,2%	23,9%	24,5%	25,2%	26,0%
65,6%	NS	42,4%	41,7%	41,1%	40,4%	39,6%
Mix Diesel	VPD	22,3%	22,7%	23,0%	23,4%	23,7%
34,4%	FD	12,1%	11,7%	11,4%	11,0%	10,7%
		100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Tabla 15: mix de ventas proyectadas en el horizonte de valuación. Fuente: elaboración propia con información de Raizen Argentina S.A.

3.3.2 De Horizonte Temporal de Análisis (HTA) u Horizonte de Valuación

La valoración de Alfa Sur S.R.L. se hará de manera explícita en un horizonte de cinco años. La valoración implícita estará contemplada en el valor terminal o valor perpetuo, el cual se calcula sobre el último flujo estabilizado. La razón principal es que la empresa no prevé y no está dentro sus posibilidades físicas, un plan de expansión de inversión y crecimiento más allá de lo que crece el mercado. Como ya se mencionó anteriormente, Alfa Sur S.R.L. es una empresa madura, en donde sus flujos son estables y distribuidos como utilidades para los socios, su tasa de crecimiento acompaña al mercado, por lo que no se considera necesario extender el horizonte de valuación más allá de los cinco años.

3.3.3 De inflación

Para el criterio del autor, proyectar la inflación argentina es lo más complicada e impredecible de todas las variables incorporadas al modelo. Es un deseo más que una proyección que el nivel general de precios tome el sendero descendente, logrando un fortalecimiento de la moneda del país.

Como fuente y sustento se utilizará la estimada por el REM (Relevamiento de Expectativas de Mercado) realizado mensualmente por el Banco Central de la República Argentina (BCRA). El dato de diciembre 2019 sugiere un crecimiento del IPC del 42,2% para el 2020, un 30,1% para 2021 y un 25,5% para 2022²⁸. Para proyectar los dos años faltantes, se tomará la tasa de decrecimiento promedio anual (17,5%) del índice, arrojando un valor del 22,4% para 2023 y del 18,5% para 2022. Esto implica un supuesto de lento decrecimiento de la inflación, incluso de dos dígitos durante todo el horizonte temporal de análisis. La tasa afectará a todos los componentes de las proyecciones en igual proporción.

	2020	2021	2022	2023	2024
Inflación (π) Argentina proyectada	42,2%	30,1%	25,5%	19,9%	15,5%
Inflación (π) Estados Unidos proyectada	2,7%	1,9%	1,8%	2,0%	2,0%

Tabla 16: inflación proyectada. Fuente: elaboración propia con información del REM de diciembre 2019 del BCRA y FED.

Para la construcción de la tasa de descuento K_e en pesos argentinos (capítulo 3 punto 3.2.5) se utilizó la fórmula 11, que emplea como input la información de la tabla 17, que presenta la inflación argentina y la inflación estimada en Estados Unidos para 2020, 2021 y 2022²⁹. Para los años 2023 y 2024 se propone el objetivo de inflación determinado por la FED del 2% anual.

3.3.4 De precios y costos variables

Difícilmente baje el precio en Argentina, ya que el mismo está compuesto por un gran componente impositivo. Si se registra una baja del costo unitario de producción del litro, por caída del precio del petróleo, se estima que el Estado argentino aprovechará esa brecha para aumentar los Impuestos a la Transferencia de Combustibles (ITC) y el Impuesto al Dióxido de Carbono (ICO2). La misma sintonía debería seguir el gas natural,

²⁸ Fuente: REM del BCRA, diciembre de 2019.

²⁹ Fuente: Thomson Reuters

aunque con un componente impositivo mucho menor. Los costos variables se proyectan en base a los precios netos de IVA y costos netos de IVA vigentes al 31/12/2019:

	V-Power Nafta	Nafta Super	V-Power Diesel	Formula Diesel	GNC
Precio al público	\$ 66,49	\$ 59,49	\$ 60,99	\$ 53,69	\$ 25,49
Precio sin IVA	\$ 56,87	\$ 51,09	\$ 51,68	\$ 45,65	\$ 20,32
CV unitario	-\$ 45,96	-\$ 42,41	-\$ 41,34	-\$ 38,06	-\$ 11,12

Tabla 17: precios de venta al público y costos variables unitarios. Fuente: elaboración propia con información interna de Alfa Sur SRL.

3.3.5 De gastos o costos fijos

Se tomó como base el cuadro de gastos del ejercicio contable N° 25, cerrado el 30 de junio de 2019. Todos los rubros fueron actualizados con la inflación acumulada desde julio a diciembre de 2019, según el INDEC es del 24,55%.

Se mantendrá la plantilla de personal durante los dos primeros años, luego se irá incorporando un auxiliar de playa más por año debido al incremento en las ventas, hasta completar los 53 en total en el último año de análisis. Los sueldos y cargas sociales representan el 57% total de los gastos de estructura. Como sucedió en 2017 y 2018, la paritaria anual se negoció con cláusula gatillo, lo que implica que el incremento anual de salarios se equipara al nivel del IPC anual.

Los demás costos fijos seguirán las proporciones promedio que han demostrado en los últimos 5 años de vida de la empresa, con el supuesto que los incrementos nominales serán del mismo porcentaje que la inflación anual estimada

3.3.6 De inversión en Activos fijos (CAPEX, Capital Expenditures)

El ciclo de vida de la empresa determina que su nivel de inversión en activos fijos es mínimo, lo suficiente para mantener su posición competitiva y para reemplazo de bienes de uso obsoletos. Alfa Sur no necesita ni puede ampliar su capacidad, porque se llegó al límite de surtidores de expendio por boca, establecido en el reglamento de uso del suelo por parte de la municipalidad de Córdoba.

Se toma como inversión mínima de CAPEX la tasa de reinversión:

$$\text{Tasa de reinversión} = \frac{\text{Altas de activos fijos}}{\text{Valor de activos fijos al cierre}}$$

Fórmula 12: tasa de reinversión. Fuente: elaboración propia.

La mediana de los últimos cinco ejercicios arroja una tasa de reinversión de 5,1% a la fecha de valuación, luego se irá ajustando anualmente con la tasa real de crecimiento de las unidades de combustible vendidas.

De forma análoga se calculó la tasa anual de amortización del CAPEX, relacionando el monto de amortización anual con el valor residual de los activos fijos:

$$\text{Tasa de amortización} = \frac{\text{Amortización del ejercicio}}{\text{Valor residual de activos fijos}}$$

Fórmula 13: tasa de amortización anual. Fuente: elaboración propia.

La mediana de los últimos cinco ejercicios arroja una tasa de depreciación del activo fijo anual del 6,4%, que luego se irá ajustando con la tasa de crecimiento real de las ventas.

2020	2021	2022	2023	2024
Tasa depreciación al 31/12/2019		6,4%		
6,1%	6,1%	6,6%	6,6%	6,6%

Tabla 18: Tasa de depreciación anual proyectada. Fuente: elaboración propia con información de los estados contables 2015-2019 de Alfa Sur SRL.

Las amortizaciones anuales proyectadas serán el resultante de multiplicar las tasas de la tabla 19 por el monto invertido en CAPEX cada año.

3.3.7 De inversión en Capital de trabajo (WRC)

Se mantendrá la misma política de plazos de cobro, pago y stock que posee actualmente la empresa, con los días de plazo promedio de los últimos cinco años, detallados en el punto 2.6 del capítulo 2. El método de cálculo será el de ciclo de conversión del dinero (Deudores por ventas + Stock de mercaderías – Deuda con proveedores).

3.3.8 De financiamiento

La política de financiamiento seguirá siendo la misma: todo con recursos propios y sin participación de terceros.

3.3.9 Valor terminal

Alfa Sur seguirá existiendo más allá del horizonte temporal de análisis, y se espera que siga generando riqueza en el futuro. Su actividad principal no presenta limitaciones, ni síntomas de agotamiento ni tampoco existe un producto sustituto que comprometa en el corto-mediano plazo su existencia. Es por todo ello que se incluye en el cálculo del valor de la compañía una renta perpetua en el último año, que se considera que será estable en el futuro.

Además, se incluirá una tasa de crecimiento g nominal equivalente a 16,2% para el cálculo del valor terminal.

3.4 Escenarios

Se proyectarán tres escenarios (base, optimista y pesimista), en función al nivel de actividad económica del país, que afecta directamente las cantidades vendidas de la empresa. También se contemplará en cada uno de ellos un tratamiento distinto a los márgenes de venta de los CL: en el escenario base se mantendrán los actuales márgenes unitarios, en el pesimista se reducirán producto de una baja en los precios de venta al público, igualando los precios de YPF, mientras que, en el optimista, los precios de venta se incrementarán al punto de recuperar los márgenes unitarios históricos.

3.4.1 Escenario Base

Base	2020	2021	2022	2023	2024
PBI	-1,40%	1,40%	2,30%	2,50%	3,00%
Var % UC	-5,3%	-4,5%	2,3%	2,5%	2,9%
Margen Operativo	7,8%	7,0%	7,2%	7,4%	7,6%
Margen Neto	5,5%	4,9%	5,0%	5,2%	5,4%
Valor empresa ARS	\$ 284.134.555				
Valor empresa USD	\$ 4.895.032				

Tabla 19: resultados del escenario base. Fuente: elaboración propia.

3.4.2 Escenario Optimista

Optimista	2020	2021	2022	2023	2024
PBI	-1,30%	1,50%	2,50%	3,0%	3,5%
Var % UC	-5,2%	-4,4%	2,5%	2,9%	3,4%
Margen Operativo	8,4%	7,6%	7,8%	8,1%	8,4%
Margen Neto	5,9%	5,3%	5,5%	5,6%	5,8%
Valor empresa ARS	\$ 346.437.213				
Valor empresa USD	\$ 5.689.558				

Tabla 20: resultados del escenario optimista. Fuente: elaboración propia.

3.4.3 Escenario Pesimista

Pesimista	2020	2021	2022	2023	2024
PBI	-1,6%	1,3%	2,0%	2,0%	2,0%
Var % UC	-5,5%	-4,6%	2,0%	2,0%	2,0%
Margen Operativo	7,3%	6,5%	6,7%	6,8%	7,0%
Margen Neto	5,1%	4,5%	4,7%	4,8%	4,9%
Valor empresa ARS	\$ 262.531.357				
Valor empresa USD	\$ 4.311.568				

Tabla 21: resultados del escenario pesimista. Fuente: elaboración propia.

3.5 Valor de Alfa Sur S.R.L. por FFL

Del promedio simple de los tres escenarios se estima que el valor presente neto o valor actual de los flujos de fondos libres estimados en pesos (ARS), descontados a la tasa K_e y convertidos a dólares (USD) arrojan un **valor de la firma Alfa Sur S.R.L. de USD 4.965.386**, o un aproximado de 4,9 millones de dólares, con un rango de valores que varía entre los USD 5,7 millones y los USD 4,3 millones.

Escenario	Valor presente neto en USD	Valor presente neto en ARS
Base	\$ 4.895.032	\$ 284.134.555
Optimista	\$ 5.689.558	\$ 346.437.213
Pesimista	\$ 4.311.568	\$ 262.531.357
Valor de la firma Alfa Sur S.R.L.	\$ 4.965.386	\$ 297.701.041

Tabla 22: resumen de valor presente neto de escenarios y valor de la firma Alfa Sur SRL. Fuente: elaboración propia.

Se puede deducir el valor unitario de cada una de las estaciones de servicio, teniendo en cuenta la participación en las ventas de cada sucursal:

Sucursal	% participación ventas totales	Valor EESS USD
O'Higgins	30%	1.489.616
Valparaíso	70%	3.475.770

Tabla 23: valor de cada estación de servicio. Fuente: elaboración propia.

3.6 Valuación por múltiplos

Con este método de valuación se trata de determinar el valor de la empresa a través de coeficientes calculados con beneficios, ventas o cualquier otro indicador relevante de empresas comparables. En el sector retail de venta de combustibles, un indicador rápido que se utiliza para estimar el tamaño (no el valor) de una estación de servicio es la venta mensual de combustibles.

Las compañías que se utilizarán como comparables son las mismas que se emplearon para el cálculo del beta (3.3.2): Vivo Energy plc, TravelCenters of America Inc., CrossAmerica Partners LP, Murphy USA Inc. y Sunoco LP.

Dentro de esta metodología de valuación se utilizarán 2 indicadores alternativos:

- a) Multiplicador de EBITDA (EV/EBITDA)

Indicador que informa la capacidad de la empresa de generar riqueza con su actividad operativa, sin tener en cuenta su financiamiento ni las amortizaciones.

$$\text{Multiplicador de EBITDA} = \frac{\text{Enterprise value}}{\text{EBITDA}}$$

Fórmula 14: multiplicador de EBITDA. Fuente: FERNANDEZ, Pablo. Métodos de valoración de empresas. 2008.

El ratio obtenido para Alfa Sur es de 5,8x utilizando el EBITDA del ejercicio 2019 convertido a USD. Quitando el outlier de TravelCenters of America de la comparación, se obtiene un promedio aproximado al múltiplo de Alfa Sur, oscilando el valor de la empresa entre los 3,2 millones de USD y los 5,3 millones de USD, y un valor promedio que resulta apenas superior al valor obtenido con la metodología FFL.

Empresa comparable	EV/EBITDA	USD
Vivo Energy	3,8	\$ 3.242.505
CrossAmerica Partners LP	6,3	\$ 5.348.832
Murphy USA Inc.	8,7	\$ 7.393.501
Sunoco LP	3,9	\$ 3.334.504
Promedio	5,7	\$ 4.829.835

Tabla 24: múltiplo de EBITDA de empresas comparables. Fuente: elaboración propia.

Sin embargo, no resulta razonable que una empresa pequeña, que no cotiza en bolsa y que opera en el contexto argentino, obtenga un multiplicador de EBITDA cercano al promedio de grandes empresas americanas, que operan en una realidad económica totalmente opuesta. Es por ello que se le aplicará un descuento al multiplicador, siguiendo el criterio utilizado en la tasa de descuento K_e , en donde aproximadamente un tercio de ella está compuesta por la prima adicional de riesgo país.

El nuevo resultado arroja un multiplicador de EBITDA de 3,8x, ubicándose en el límite inferior del rango de valor de empresa observado en la tabla 24. Comparada con la metodología del descuento de flujo de fondos, la valuación por múltiplos determina que la empresa está subvaluada.

b) Multiplicador de litros

Es un multiplicador de ventas, pero en vez de utilizar el monto de ventas en ARS como input, utilizan las unidades de combustibles vendidas (líquidos más GNC):

$$\text{Multiplicador de litros} = \frac{\text{EBITDA}}{\text{Q ventas}}$$

Fórmula 15: multiplicador EBITDA/Q ventas. Fuente: FERNANDEZ PABLO, *Métodos de valoración de empresas*. 2008.

De la comparación con empresas americanas de la industria surge una gran disparidad, ya que estas empresas poseen otra escala y tamaño imposible de comparar con Alfa Sur. El ratio obtenido de Alfa Sur es más del doble que el de las empresas seleccionadas (0,049), lo que resulta también razonable.

Empresa comparable	EBITDA USD	Q	EBITDA/Q
Vivo Energy	\$ 410.000.000	10.417.000.000	0,039
TravelCenters of America Inc.	\$ 166.424.000	7.299.372.780	0,023
CrossAmerica Partnets LP	\$ 98.878.000	3.780.000.000	0,026
Murphy USA Inc.	\$ 409.500.000	16.632.000.000	0,025
Sunoco LP	\$ 647.000.000	30.996.000.000	0,021
Promedio			0,027
Alfa Sur SRL			0,049

Tabla 26: multiplicador de litros con empresas americanas. Fuente: elaboración propia con información de estados contables de cada empresa.

3.7 Transacciones de empresas

Otra manera de comprobar la consistencia del valor estimado de una compañía es a través de la comparación con transacciones reales que se hayan registrado, en este caso particular, de compraventa de estaciones de servicio:

- En 2018 Shell C.A.P.S.A. vendió su segmento de downstream a Raízen por 950 millones de dólares, entre las que incluía 645 estaciones de servicio de bandera Shell. Haciendo un cálculo relativo sencillo, y suponiendo que el precio pagado fue por la totalidad de las bocas de expendio, el precio de cada una se aproxima a USD 1.500.000.
- En 2017, el grupo japonés 7-Eleven adquirió de Sunoco LP 1030 tiendas de conveniencia con expendio de combustibles, a cambio de 3.300 millones de dólares, arrojando un valor unitario de más de 3,2 millones de USD cada una. Si bien el negocio retail de combustible difiere mucho entre Estados Unidos y Argentina, no deja de ser una buena referencia de comparación.
- A principios de 2018, un grupo empresario del rubro compró una estación de servicio de bandera Axion en pleno centro de la ciudad de Córdoba, pagando por la operación USD 1.100.000. El volumen de venta promedio mensual ronda los 250.000 litros y 100.000 m3 de GNC.
- En julio de 2016, otro grupo empresario del rubro compró una estación de servicio de las mismas características que Mercato S.A., cercano al mercado de Abasto de Córdoba, por dos millones de USD. El volumen de venta promedio mensual ronda los 800.000 litros (casi todo gasoil común) y 120.000 m3 de GNC.
- A fines de 1998, la refinería San Lorenzo, propiedad del grupo Pérez Companc, realizó una oferta de dos millones de pesos/dólares a Alfa Sur, en ese entonces, por su única estación O'Higgins, que vendía 400.000 litros mensuales. La oferta fue rechazada.

Todos estos datos son de utilidad para vislumbrar lo que se paga por una estación de servicio, y confirman que los valores obtenidos en la valuación de Alfa Sur están dentro de los parámetros razonables.



Universidad de
SanAndrés

Bibliografía

Libros:

- AMAT, Oriol. *Valoración de empresas*. Profit, 2019.
- BREALEY, Richard A., et al. *Principios de finanzas corporativas*. McGraw-Hill Interamericana, 2015.
- DAMODARAN, Aswath. *Investment valuation*. 2016.
- FERNÁNDEZ, Pablo. *Valoración de Empresas: Cómo medir y gestionar valor*. Gestión 2000, 2002.

Papers y publicaciones:

- ACCID. Ratios sectoriales 2018. Cuentas anuales, balances y cuentas resultados de 178 sectores. Barcelona, 2018.
- ÁMBITO BIZ. Vaca Muerta recargada. Diario Ámbito Financiero, julio de 2019.
- ASQUITH, Paul y MULLINS, David. La beta apalancada y el coste de los recursos. Harvard Business School, 1993, 205-S04.
- DAMODARAN, Aswath. Marketability and value: Measuring the illiquidity discount. *Available at SSRN 841484*, 2005.
- DAMODARAN, Aswath. Volatility rules: Valuing emerging market companies. *Available at SSRN 1609797*, 2009.
- FERNÁNDEZ, Pablo, et al. Métodos de valoración de empresas. *Consultado el*, 2008, vol. 10.
- KENNEDY, Robert E. Evaluación de proyectos en mercados emergentes. Harvard Business School, 2002, 708-S27.
- MILANESI, Gastón Silverio. Valuación de empresas: enfoque integral para mercados emergentes e inflacionarios. *Estudios gerenciales*, 2017, vol. 33, no 145, p. 377-390.
- PAREJA, Ignacio Vélez. Evaluación de proyectos en inflación. *Cuadernos de Administración*, 2001, vol. 14, no 23, p. 107-130.
- PEREIRO, Luis y GALLI, María. La determinación del costo del capital en la valuación de empresas de capital cerrado: una guía práctica. Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas, Universidad Torcuato di Tella, 2001, p 1-65.

Documentación contable:

- Estados contables de Alfa Sur S.R.L. correspondientes a los ejercicios económicos N° 1 a N° 25 (1994 – 2019).
- Información interna de Alfa Sur S.R.L. del sistema de gestión Calden Oil y WinPetro.

Sitios Web:

- Banco Mundial www.bancomundial.org
- Secretaría de Energía de la Nación www.argentina.gob.ar/produccion/energia
- INDEC www.indec.gob.ar
- Damodaran pages.stern.nyu.edu/~damodaran
- Shell www.shell.com.ar
- Surtidores, el portal líder de las estaciones de servicio www.surtidores.com.ar
- Ente Nacional Regulador del Gas (ENARGAS) www.enargas.gob.ar
- Federación de Expendedores de Combustibles y Afines del Centro de la República (FECAC) www.fecac.org.ar
- Yahoo Finanzas es-us.finanzas.yahoo.com
- Investing es.investing.com

Otras fuentes de consulta:

- ARICCIO, Federico Andrés. Valuación de Mercado S.A. Trabajo final de graduación, Universidad de San Andrés, 2019.
- BLANCO, Javier. Valuación de Pan American Energy. Trabajo final de graduación, Universidad de San Andrés, 2013.
- BERTONI, Martín. Valuación de YPF Bahía Blanca, 2018.

Anexos

Anexo I: Aproximación del Beta

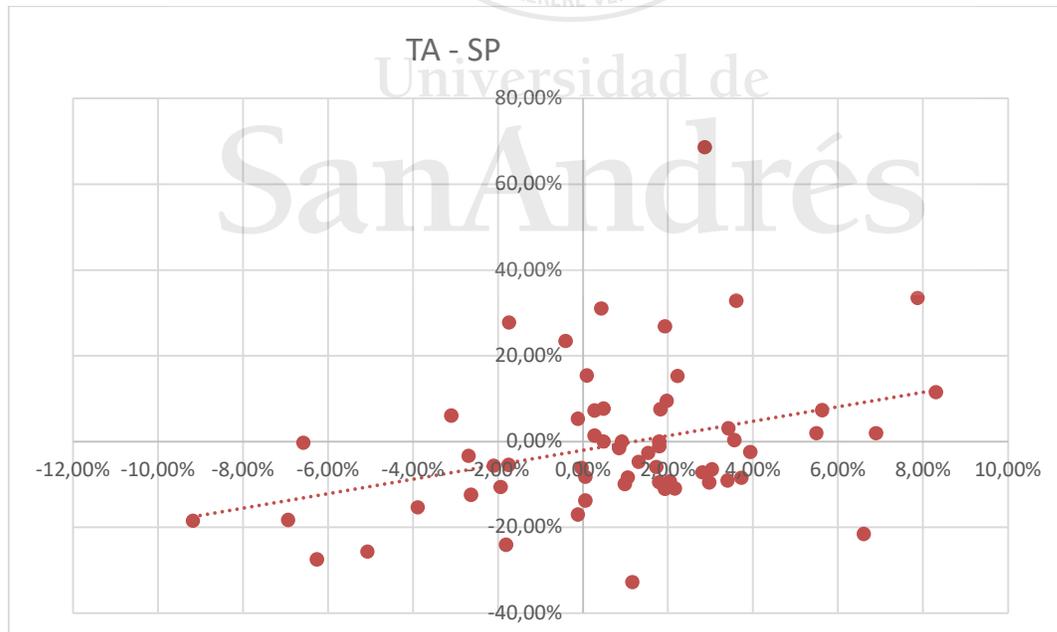
Para calcular los betas de las empresas comparables a la fecha de valuación, se tomaron los retornos mensuales de los últimos 5 años de cada una de ellas y los del mercado eficiente (S&P500), desde enero de 2015 hasta diciembre de 2019. Luego se obtuvieron los betas apalancados utilizando la siguiente fórmula:

$$\beta = \text{COV}(R_a, R_m) / \text{VAR}(R_m)$$

Var S&P500 = 0,0012 (misma para todos los cálculos)

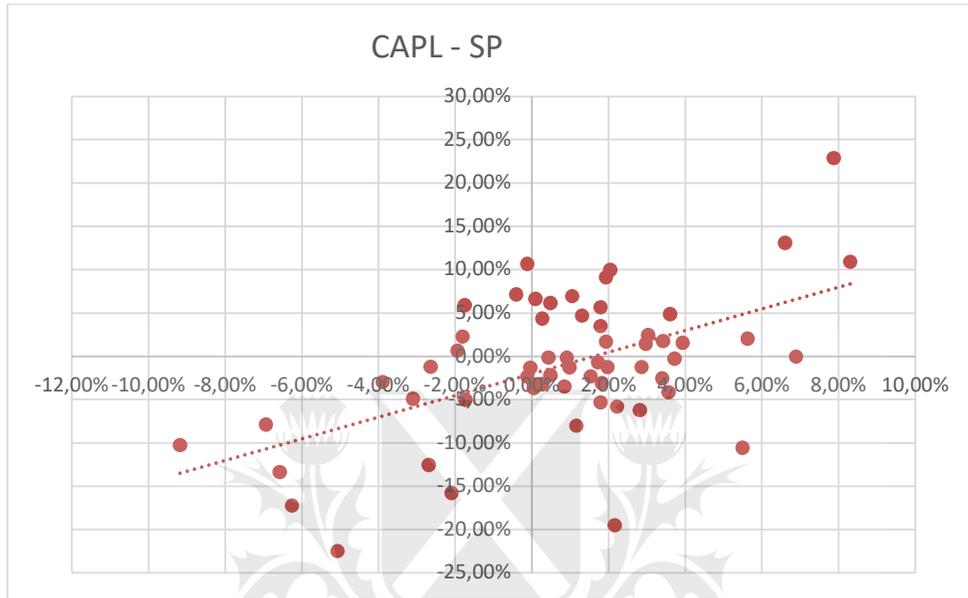
- Empresa comparable: TravelCenters of America Inc. (TA)

COV(TA,SP)	0,0020
VAR(SP)	0,0012
Beta TA	1,6597



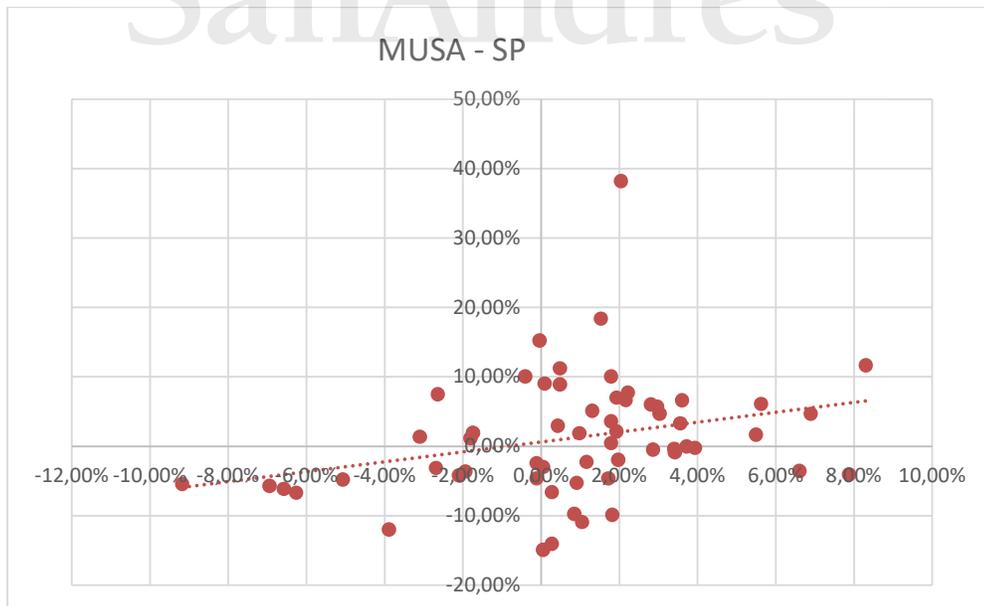
- Empresa comparable: CrossAmerica Partners LP (CALP)

COV(CAPL,SP)	0,0015
VAR(SP)	0,0012
Beta CAPL	1,2301



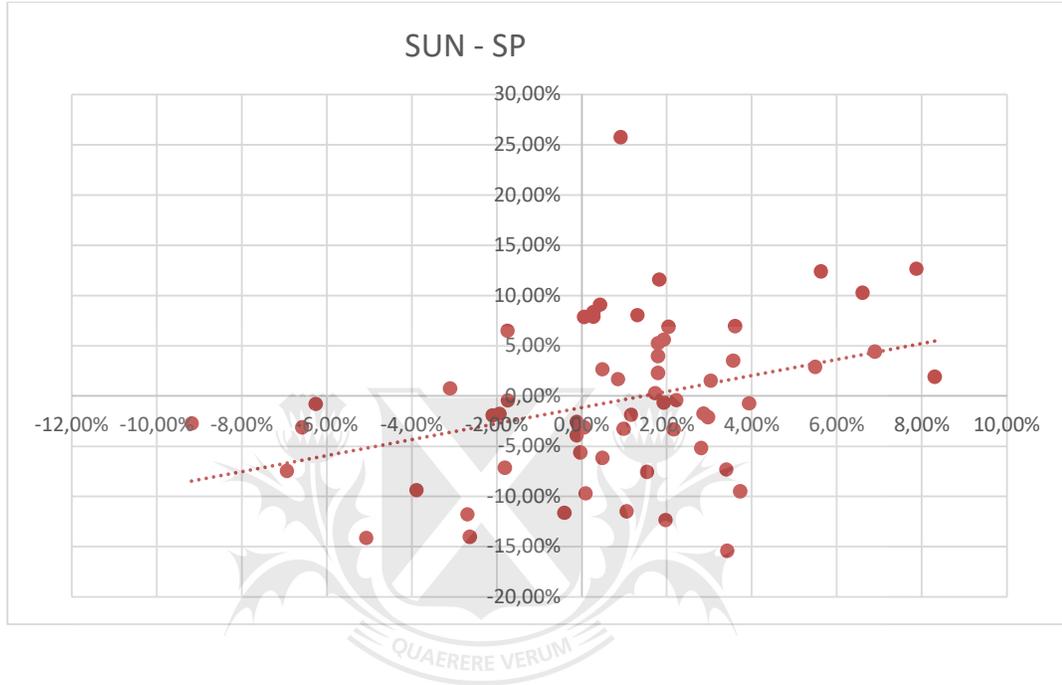
- Empresa comparable: Murphy USA Inc. (MUSA)

COV(MUSA,SP)	0,0008
VAR(SP)	0,0012
Beta MUSA	0,7033



- Empresa comparable: Sunoco LP (SUN)

COV(SUN,SP)	0,0009
VAR(SP)	0,0012
Beta SUN	0,7842

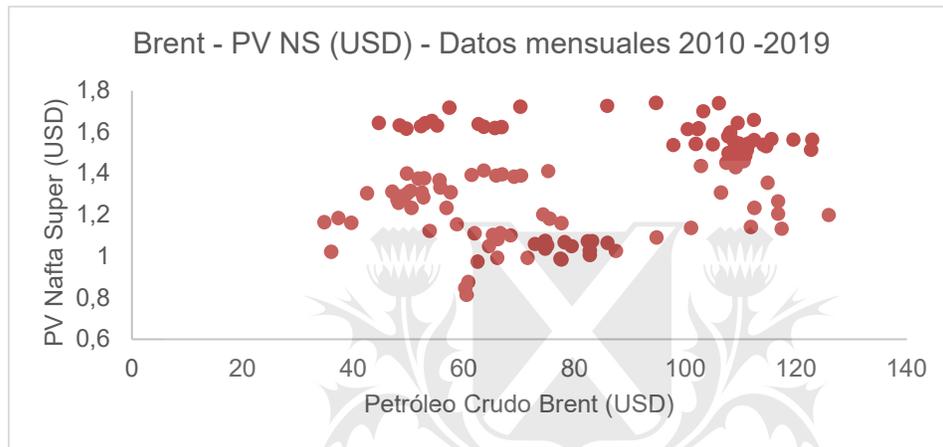


Universidad de
San Andrés

Anexo II: regresiones lineales

- Regresión lineal entre Petróleo Curdo Brent y Precio de venta de la Nafta Super:

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,2983
Coefficiente de determinación R ²	0,0890
R ² ajustado	0,0813
Error típico	0,2260
Observaciones	120



- Regresión lineal entre EMAE y Ventas de combustibles de la Ciudad de Córdoba

<i>Estadísticas de la regresión</i>	
Coefficiente de correlación múltiple	0,67022135
Coefficiente de determinación R ²	0,44919665
R ² ajustado	0,44239661
Error típico	0,05234286
Observaciones	83

