Maestría en Finanzas

Orientación: Finanzas Corporativas

Tesis Profesional de Valuación

Tutor de la tesis profesional: Filippe Goossens

Tesis profesional: “Valuación de TGLT S.A. al 31/12/2011”

Alumna: Luana De Franceschi

e-mail: df.luana@gmail.com

Junio de 2013

1 Tabla de contenidos

1 Tabla de contenidos 2

2 Tabla de ilustraciones 4

3 Introducción 5

4 Situación histórica del sector de bienes raíces 6

4.1.1 Año 2002: Crisis interna del país, salida de la convertibilidad, "corralito" 6
4.1.2 Año 2008: Crisis interna del país, conflicto del gobierno con el campo. 8
4.1.3 Año 2012: Crisis interna del país, restricciones cambiarias 11
4.1.4 Perspectivas para el año 2012/2013 11

5 Descripción de TGLT S.A. 13

5.1.1 Desempeño de la acción de TGLT en la bolsa 14
5.1.2 Accionistas 14
5.1.3 Directorio 15
5.1.4 Antecedentes del Directorio: 15
5.1.5 Comisión Fiscalizadora 16
5.1.6 Política de dividendos 16
5.1.7 Esquema de financiamiento 17
5.1.8 Lanzamientos 19
5.1.9 Emprendimientos 20

6 Análisis del aspecto competitivo de TGLT 23

6.1.1 Situación de PDG Realty en Brasil 24
6.1.2 Indicadores económico-financieros 25
6.1.3 Riesgos relacionados con Argentina 26
6.1.4 Riesgos relacionados con la actividad de la Compañía y los sectores en los que opera 27
6.1.5 Aspectos positivos y negativos de la Compañía bajo análisis: 27

7 Método de valuación 28

7.1.1 Flujos de fondos descontados 28
7.1.2 Valuación por múltiplos 28
7.1.3 Opciones Reales 29

8 Situación actual de TGLT 31

9 Proyecciones 33

9.1.1 Principales factores que afectan la industria de la construcción 33
9.1.2 Flujos futuros de fondos estimados 34
9.1.3 Proyección de ingresos 34
9.1.4 Proyección de costos de construcción 35
9.1.5 Proyección de gastos de administración y comercialización 37
9.1.6 Proyección de Working Capital 37
9.1.7 Estimación de la perpetuidad 40
9.1.8 Variación del Activo no corriente 40
9.1.9 Factor de descuento: WACC (Weighted Average Cost of Capital, en español: Promedio Ponderado del Costo de Capital). 40
9.1.10 Escenario base 43
9.1.11 Análisis de la diferencia obtenida 44

10 Análisis de escenarios 45

10.1.1 Escenario optimista 46
10.1.2 Escenario pesimista 49
10.1.3 Resumen de los escenarios 52

11 Análisis de sensibilidad 54

Universidad de San Andrés

12 Conclusión 56

13 Riegos y alcance de la presente valuación 57

14 Anexo: "Valuación utilizando APV (Adjusted Present Value)" 58

14.1.1 Estimación del K_u 58

14.1.2 Estimación del Tax Shield 59

14.1.3 Resultado de la valuación con el método APV 59

15 Bibliografía 61

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

2 Tabla de ilustraciones

Ilustración 1 - Evolución de la cotización del Dólar 6
Ilustración 2 - Evolución de la construcción y el PBI en USD en moneda constante..... 7
Ilustración 3 - Evolución de la construcción y el PBI en pesos en moneda constante..... 7
Ilustración 4 - Incidencia del PBI en Argentina, Bolivia, Brasil, Chile Paraguay y Uruguay8
Ilustración 5 - Evolución del precio de la soja en USD por tonelada..... 9
Ilustración 6 - Cantidad de actos escriturales y montos promedios por transacción..... 10
Ilustración 7 - Evolución del índice del costo de construcción..... 10
Ilustración 8 - Estructura del grupo económico TGLT 13
Ilustración 9 - Comparación de la performance de la acción de TGLT, su competencia y el Merval..... 14
Ilustración 10 - Préstamos vigentes al 31.12.2011..... 19
Ilustración 11 - Evolución de los lanzamientos..... 20
Ilustración 12 - Posición del grupo IRSA en TGLT 24
Ilustración 13 - Índices económico-financieros del sector real estate 26
Ilustración 14 - Metodología de valuación: DCF..... 28

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

3 Introducción

Desde hace muchos años en nuestro país, el sector de bienes raíces fue una buena reserva de valor ante los contextos de incertidumbre. Por dicho motivo, esta actividad siempre fue muy valorada en Argentina. Ante situaciones de inflación alta, los plazos fijos resultan poco rentables. Ante situaciones de incertidumbre, el resto de los activos tienen mucha volatilidad en comparación a un inmueble.

Ciertamente, luego de las experiencias vividas en Argentina, el sector de bienes raíces, se instaló en la sociedad como una inversión de indiscutida seguridad y rentabilidad, en especial después de las experiencias donde quedaron atrapados los ahorros o simplemente se volatizaron.

"En los últimos meses del año 2012 el Gobierno Argentino ha intensificado las restricciones a los movimientos de capitales entre Argentina y el exterior junto con restricciones a la adquisición de moneda extranjera en modo de divisas. Estas medidas se hicieron sentir en el mercado inmobiliario que históricamente ha sido comercializado en dólares."[1]

Es en dicho contexto en el cual nos interesó abordar este tema y valuar una compañía de este sector que se dedique a construir inmuebles para su posterior venta.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

[1] Memoria IRSA correspondiente al Balance al 30.06.2012

4 Situación histórica del sector de bienes raíces

A lo largo de aproximadamente una década, hemos atravesado diversas crisis. En particular mencionaremos 3 momentos importantes en la historia de los últimos años que se encuentran vinculados con el sector bajo análisis:

a) Año 2002: Crisis interna del país, salida de la convertibilidad, "corralito".
b) Año 2008: Crisis interna del país, conflicto del gobierno con el campo.
c) Año 2012: Crisis interna del país, restricciones cambiarias.

Analizaremos brevemente cada uno de ellos:

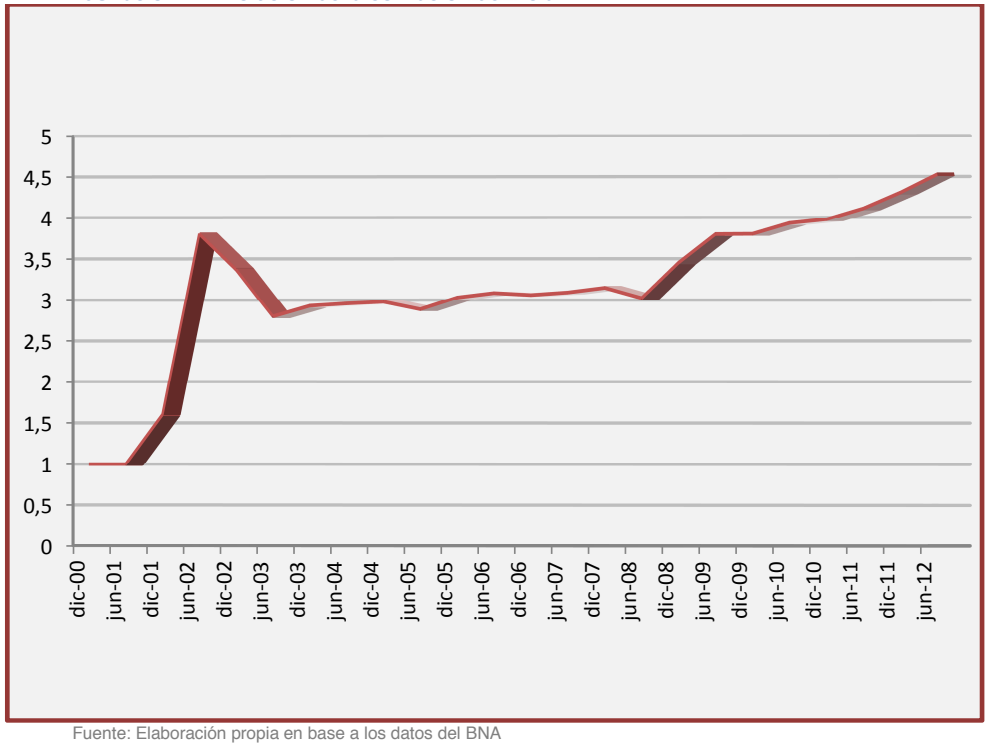
4.1.1 Año 2002: Crisis interna del país, salida de la convertibilidad, "corralito"

Ya finalizando el año 2001 y comenzando el año 2002, el gobierno Argentino tomó 2 medidas que afectaron fuertemente a las economías privadas argentinas. En primer lugar, limitó a un importe máximo diario, el retiro de los depósitos en pesos. En segundo lugar, convirtió obligatoriamente los depósitos en Dólares, a un tipo de cambio $/USD 1,40.

Bajo estas circunstancias, el mercado inmobiliario de intermediación entre compradores y vendedores, comenzó lentamente a activarse, dada la situación de incertidumbre y pérdida de valor del peso argentino.

En la ilustración 1, mostraremos la evolución del Dólar en los años subsiguientes al fin de la convertibilidad (diciembre de 2000 y subsiguientes).

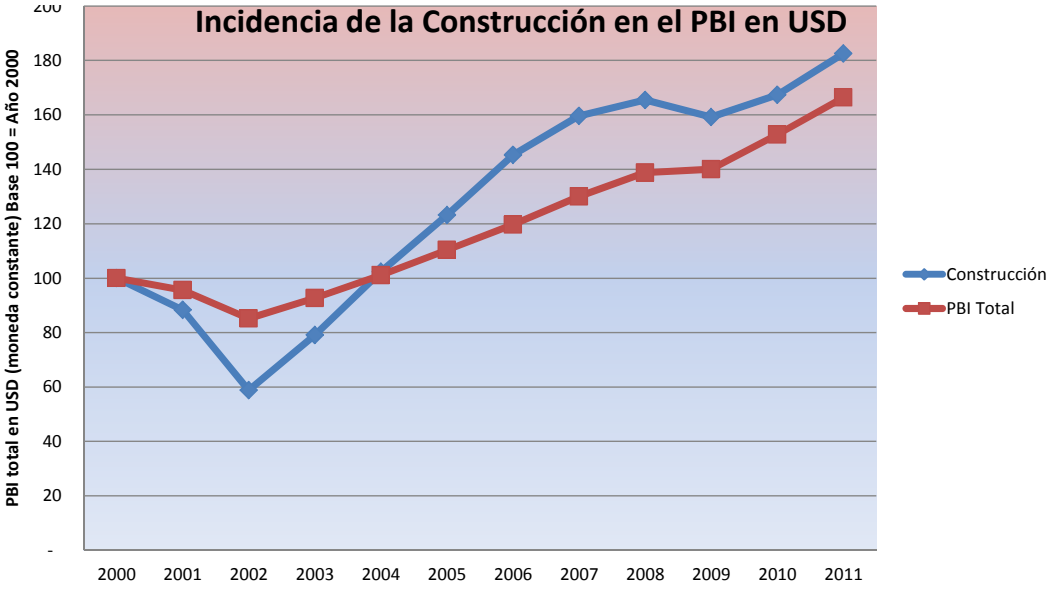
Ilustración 1 - Evolución de la cotización del Dólar



Fuente: Elaboración propia en base a los datos del BNA

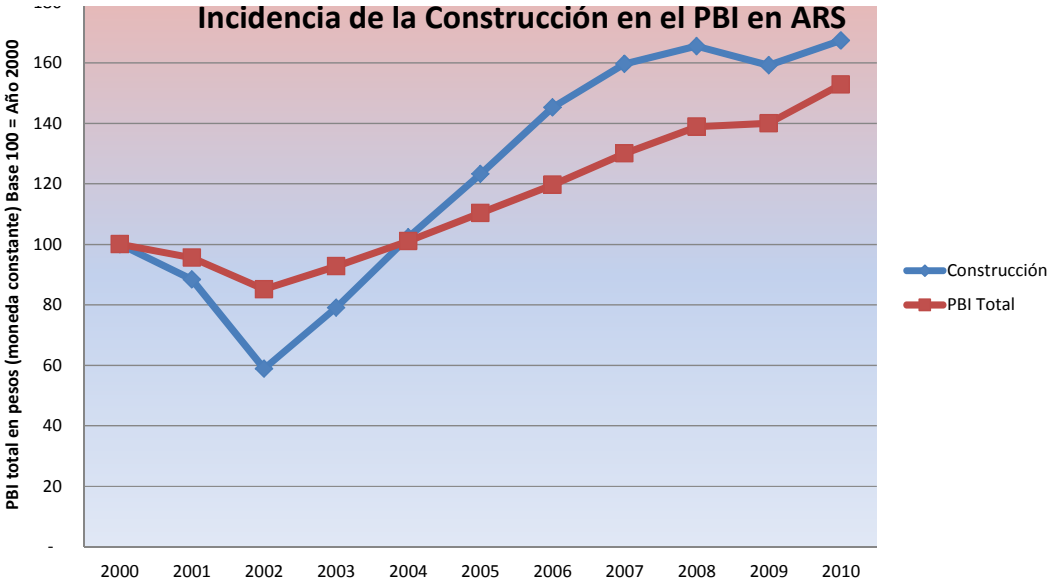
Como consecuencia de la devaluación, Argentina ganó competitividad frente al mercado externo. Gracias a esto, a partir del año 2002 la economía Nacional experimentó una acelerada recuperación a nivel PBI tanto medido en USD como en pesos. Como se puede ver en las Ilustraciones 2 y 3, el crecimiento continuo de alrededor de un 9% se prolongó durante 6 años consecutivos y el sector de la construcción acompañó fuertemente dicha recuperación.

Ilustración 2 - Evolución de la construcción y el PBI en USD en moneda constante



Fuente: Elaboración propia en base a los datos de la CEPAL

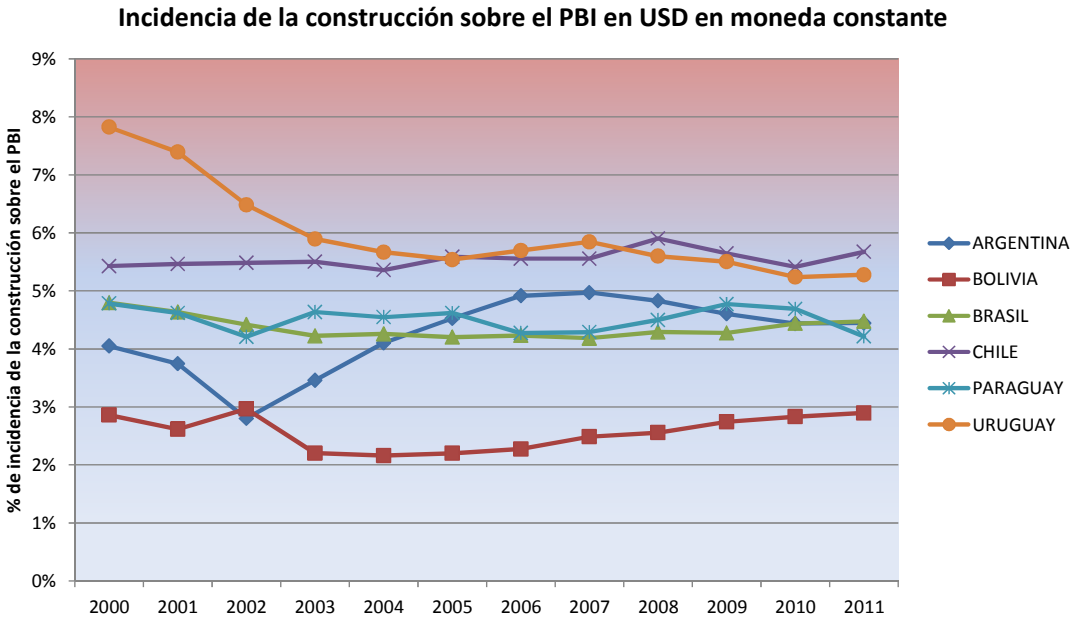
Ilustración 3 - Evolución de la construcción y el PBI en pesos en moneda constante



Fuente: Elaboración propia en base a los datos de la CEPAL

Siguiendo con este análisis, podemos observar en la ilustración 4 que desde el año 2004 (post-crisis) hasta la actualidad la incidencia de la industria de la construcción sobre el PBI Total en USD ha evolucionado de manera similar en Brasil, Argentina y Paraguay, teniendo por el contrario una incidencia mayor sobre el PBI en Uruguay y Chile y menor en Bolivia.

Ilustración 4 - Incidencia del PBI en Argentina, Bolivia, Brasil, Chile Paraguay y Uruguay



Fuente: Elaboración propia en base a los datos de la CEPAL

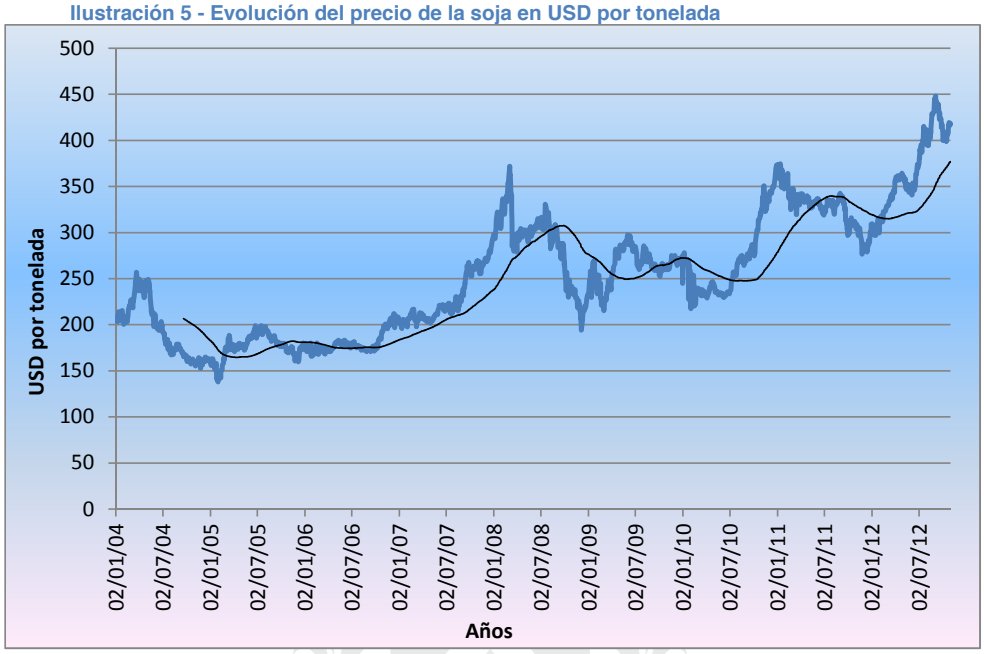
4.1.2 Año 2008: Crisis interna del país, conflicto del gobierno con el campo.

Ya comenzado el año 2008, se produce una nueva crisis interna, pero esta vez como consecuencia de la decisión del poder ejecutivo de incrementar las retenciones a las exportaciones agrarias entre las que se encontraban productos como la soja y el girasol. Ante esta decisión, la situación se volvió tensa entre ambos sectores de poder y se sufrieron diversos paros a lo largo de todo el segundo y parte del tercer trimestre de ese año.

Esta situación se combinó con la baja continua y prolongada del precio de la soja provocando una reducción en la rentabilidad del sector agropecuario, que es uno de los principales inversores en el sector de real estate.

A continuación en la ilustración 5 mostraremos la evolución del precio de la soja a lo largo de la última década:

Ilustración 5 - Evolución del precio de la soja en USD por tonelada



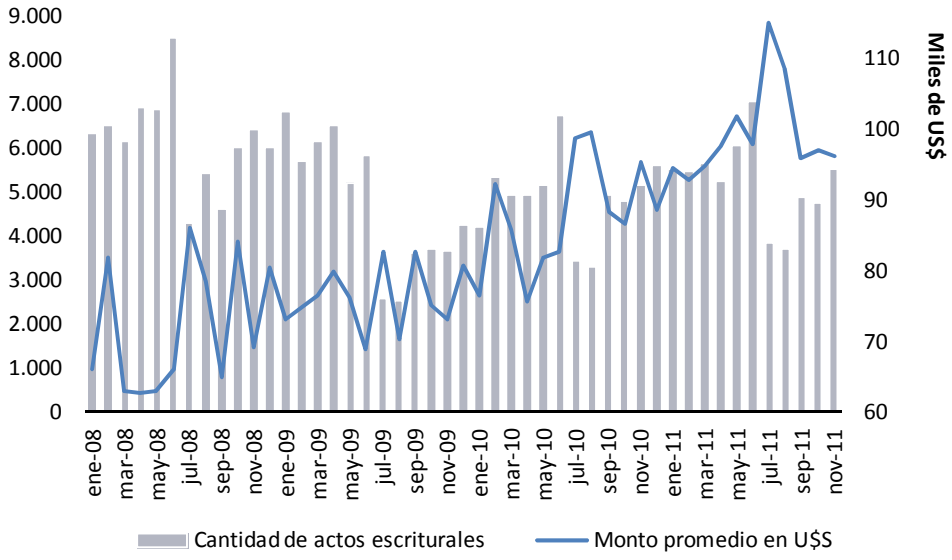
Fuente: Elaboración propia en base a los datos del MATBA

"Es importante mencionar que en el año 2008 aproximadamente, el sector de la construcción encontró un punto de inflexión con respecto a la buena performance de los años anteriores."[2] Sin embargo, se puede vislumbrar un mayor pedido de propiedades inferiores a 100.000 dólares y, en consecuencia, una tendencia inflacionaria mayor en este tipo de propiedades. Es recién a finales del año 2011 cuando esta tendencia se revierte y los importes promedio de las escrituras en USD se incrementan notablemente, como podemos observar en la ilustración 6:

Universidad de SanAndrés

[2] CEIR, En que conviene invertir.

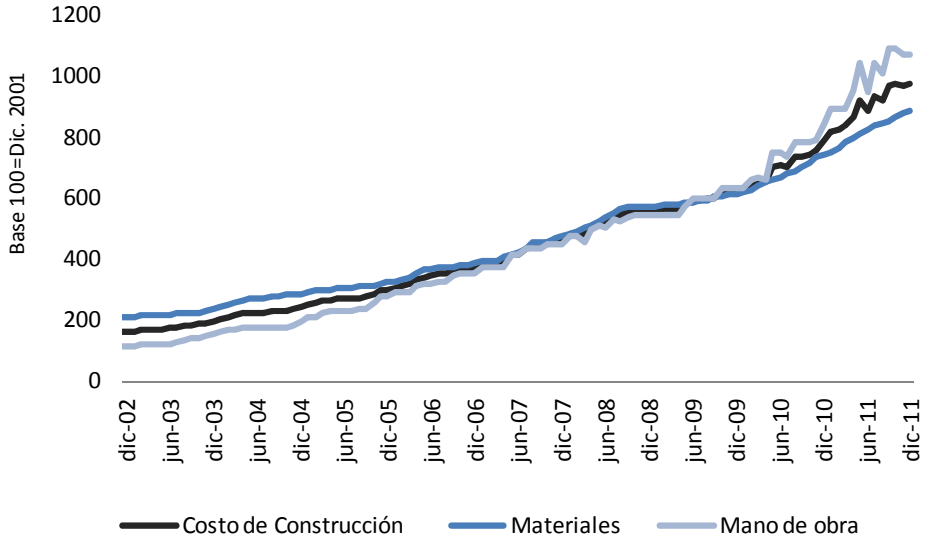
Ilustración 6 - Cantidad de actos escriturales y montos promedios por transacción



Fuente: Colegio de Escribanos de la Ciudad de Buenos Aires

Por último, como podemos ver en el cuadro expuesto a continuación, los costos de la construcción (CAC) cerraron el año 2011 con un alza interanual continua, en línea con el alza en los precios al consumidor. Dicho aumento - como viene sucediendo desde el año 2010 y contrariamente a lo que sucedía hasta el año 2005 - estuvo explicado en mayor medida por un alza en los costos de la mano de obra que por un aumento en los costos de los materiales. A continuación en la ilustración 7 se detalla la evolución de los costos de la construcción desde el año 2002 en adelante:

Ilustración 7 - Evolución del índice del costo de construcción



Fuente: Cámara Argentina de la Construcción

4.1.3 Año 2012: Crisis interna del país, restricciones cambiarias

Desde finales del año 2011 se han implementado en Argentina controles cambiarios cada vez más restrictivos. Cuando se iniciaron dichos controles, los mismos consistían en un trámite personal de aprobación del importe máximo autorizado para la compra de moneda extranjera para ahorro, viaje, etcétera. Transcurridos unos meses, se establecieron controles para el pago de servicios al exterior. Estos controles consisten en declaraciones juradas que se deben presentar ante la AFIP y que deben ser aprobadas para que el pago pueda ser cursado. Adicionalmente, transcurriendo ya el segundo trimestre del año 2012 se quitó la posibilidad de adquirir moneda extranjera con objetivos de ahorro.

"Estas limitaciones a la compra de dólares han generado profundos cambios en la dinámica del mercado inmobiliario y TGLT ha reaccionado a este nuevo contexto, adaptando su estrategia comercial en los siguientes términos:

a) Nueva política de ventas: Se han discontinuado las ventas denominadas en dólares y se han desplazado hacia esquemas de ventas denominadas en pesos ajustables por el costo de la construcción. La nueva política de ventas ha sido acompañada por una agresiva campaña de marketing "Proyectos de Vida 100% en pesos".

b) Pesificación de contratos de compraventa en dólares: Actualmente la compañía se encuentra renegociando los contratos de compraventa en moneda extranjera de manera que los futuros pagos se produzcan en pesos ajustables por el costo de la construcción. Este cambio representa una mejora sobre los márgenes del negocio y elimina el descalce de moneda entre las ventas y la estructura de costos.

c) Revisión de lanzamientos para 2012: Se revisaron los objetivos de lanzamientos para 2012 a US$ 50 millones de VPV, lo cual representa una reducción a lo propuesto hacia principios de año por considerar que el mercado aún no se ha asentado, y consecuentemente que es prudente enfocarse en los proyectos que están en desarrollo y en una menor cantidad de lanzamientos para lo que resta del 2012 – fundamentalmente nuevas etapas de Astor Nuñez, Venice, Forum Puerto del Buceo y FACA, en Rosario. El resto de los lanzamientos previstos para el 2012 fueron pospuestos para el 2013."[3]

4.1.4 Perspectivas para el año 2012/2013

4.1.4.1 *La Economía Mundial*

Durante el año 2012 el FMI mencionaba que la mayor preocupación era que la crisis en Europa motive a los inversores a buscar activos de menor riesgo. Si esto sucedía los países emergentes iban a ver seriamente afectada su economía por una reducción notable en las inversiones externas. Asimismo, un riesgo importante para las economías en desarrollo se derivaba del desaceleramiento de las economías desarrolladas y su consecuencia en el resto de los países.

Finalmente, durante el año 2012 la economía mundial creció a una velocidad inferior que el año 2011, sin embargo es destacable que el impulsor de dicho crecimiento fueron los países emergentes y principalmente EEUU y Japón por el grupo de países desarrollados. Por su parte Europa sobrellevó una gran crisis con una recesión profunda que llevo a un crecimiento cercano a cero o incluso negativo.

"De cara a 2013, parecen haberse disipado los principales miedos relacionados a la recuperación norteamericana y la crisis europea. La sostenida creación de puestos de trabajo y el repunte de los precios de los inmuebles en EEUU parecen confirmar que lo peor ha quedado atrás y que su economía seguirá creciendo (2,0%) este año. En Europa, a pesar de que los fundamentales macroeconómicos no cambiaron, y que aún persisten los problemas de déficit fiscal y de balanza de pagos en varios de los miembros del euro, el Banco Central Europeo ha

[3] Earning Release al 30.06.2012

demostrado que está dispuesto a emitir lo que haga falta para rescatar a bancos y países en problemas.

Los precios de los commodities agrícolas resultarían -en promedio- ligeramente inferiores a los vigentes durante el año 2012, pero seguirán motorizando el crecimiento de los países exportadores de materias primas. En cuanto al precio de la soja, esperamos una caída de entre 5 y 10% vinculada a los mayores volúmenes de cosecha mundial." [4]

4.1.4.2 La Economía Argentina

Con la implementación a finales del año 2011 de los controles de cambio e Intensificado con las fuertes restricciones cambiarias que tuvieron lugar durante el año 2012 el sector de real estate se vio seriamente afectado, deteriorándose el desempeño que había mantenido durante el año 2011 y generando un mayor nivel de incertidumbre en el mercado. No obstante, "creemos que existe un potencial de crecimiento en los valores inmobiliarios a largo plazo, ya que la amplia mayoría de las propiedades de real estate en el país carecen de endeudamiento. Esto se refleja en los números macroeconómicos argentinos: el valor total de las hipotecas representa menos que el 2% del PBI argentino. Además, existe un déficit habitacional en el país mayor a los 4 millones de viviendas. Es por ello que, llegado el caso de un impulso en el mercado de hipotecas, esperamos una mayor demanda que requerirá mayor actividad de parte de la industria." [5]

La actividad comercial fue la que más sufrió el impacto de las restricciones cambiarias, reflejando caídas interanuales en las escrituraciones en todo el país que estuvieron en el rango del 25% al 45%. En efecto, la cantidad de escrituras de compraventa de inmuebles en Ciudad Autónoma de Buenos Aires cerró el año con una caída del 29%, el peor cierre desde diciembre de 2008. Los montos promedios por transacción medidos en dólares promediaron caídas del 10% en la segunda mitad del año (medidos a dólar no oficial los montos promedio cayeron todavía más), demostrando que los precios también ajustaron como consecuencia de la retracción del mercado."[4]

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

[4] TGLT Balance al 31.12.2012
[5] TGLT Balance al 31.12.2011

5 Descripción de TGLT S.A.

"TGLT S.A es una empresa dedicada al desarrollo inmobiliario residencial que opera en Buenos Aires, Rosario y Uruguay. TGLT fue fundada en 2005 por Federico Weil. Inicialmente TGLT se enfocó en emprendimientos para segmentos de altos ingresos y actualmente está expandiendo su oferta de productos para sectores de ingresos medios/altos.

El perfil de crecimiento de TGLT está potenciado por su asociación estratégica con PDG Realty S.A. Emprendimentos e Participações, una de las empresas más grandes de desarrollo inmobiliario de Brasil, que actualmente es titular del 27% del capital accionario de la Compañía.

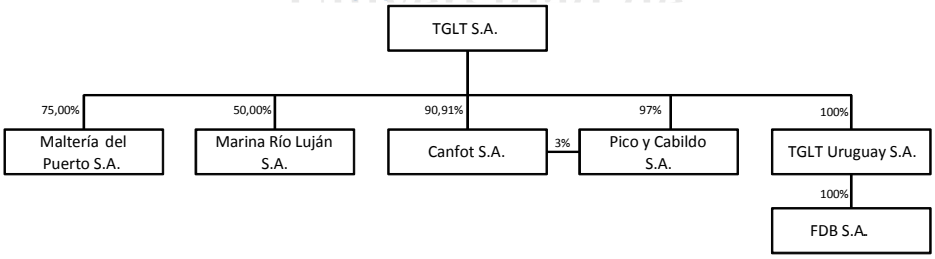
TGLT actualmente está desarrollando 8 proyectos que se encuentran en etapa de diseño de producto y obtención de aprobaciones, pre-construcción y construcción, totalizando aproximadamente 530.000 m2 vendibles y US$ 1.300 millones de valor potencial de ventas ("VPV").

El equipo de TGLT controla y participa en todas las funciones asociadas al desarrollo inmobiliario, desde la búsqueda y adquisición de tierras, el diseño de los productos, marketing, ventas, el gerenciamiento de la construcción, las compras de insumos, los servicios de post-venta y el planeamiento financiero, contando con el asesoramiento de firmas especializadas en cada una de las etapas de desarrollo. Si bien las decisiones y control de estas funciones se mantienen dentro de la organización de TGLT, la ejecución de algunas de las tareas como la arquitectura y la construcción se delega a empresas especializadas, a las que TGLT supervisa.

El modelo de negocios de TGLT prevé una rápida rotación de la tierra. Una vez que la Compañía adquiere el terreno, procura lanzar el proyecto o fases del proyecto dentro del período de tres a seis meses. De esta manera, TGLT procura evitar la inmovilización del capital que significa acumular un banco de tierra para explotación en el largo plazo.

La ilustración 8 muestra la estructura del grupo económico TGLT:

Ilustración 8 - Estructura del grupo económico TGLT



Fuente: Balance de TGLT al 30.09.2012

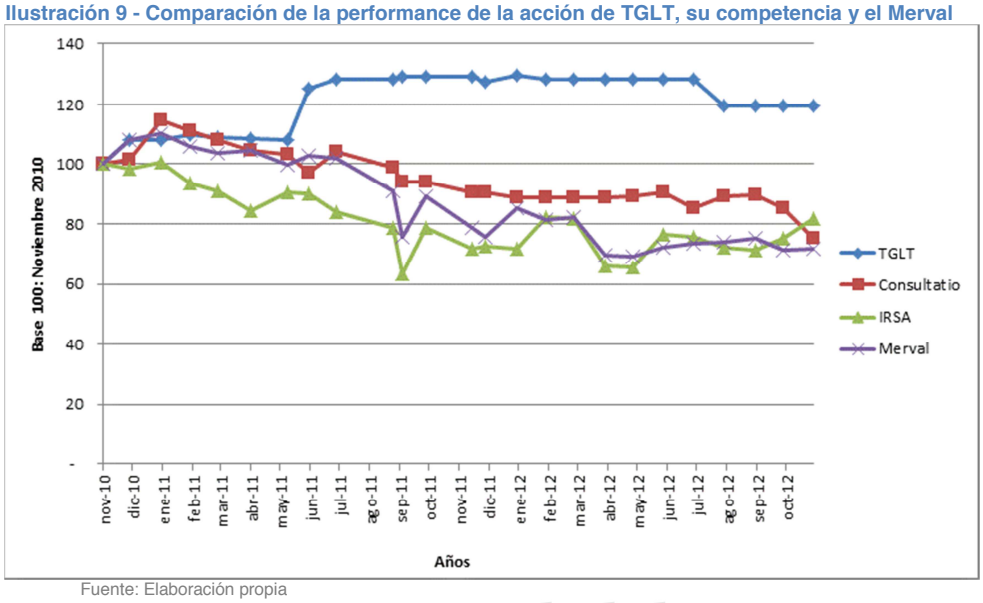
La Compañía lleva a cabo el desarrollo de sus proyectos inmobiliarios a través de TGLT S.A. o de sus subsidiarias. Maltería del Puerto S.A. es propietaria del terreno donde se está llevando a cabo el proyecto Forum Puerto Norte. Marina Río Luján S.A. es propietaria del terreno donde se está llevando a cabo el proyecto Venice. Canfot S.A. es propietaria del terreno donde se está llevando a cabo el proyecto Forum Alcorta. Pico y Cabildo S.A. es propietaria del terreno donde se está llevando a cabo el proyecto "Astor Núñez". TGLT Uruguay S.A. es una sociedad de inversión en Uruguay, y que actuará como compañía holding para los proyectos en ese país. FDB S.A. es una sociedad mercantil domiciliada en Montevideo, República Oriental del Uruguay la cual llevará a cabo el proyecto inmobiliario "Forum Puerto del Buceo" en la localidad de Montevideo, Uruguay. El resto de los proyectos es llevado a cabo directamente por TGLT S.A."[6]

[6] TGLT Balance al 31.12.2011

5.1.1 Desempeño de la acción de TGLT en la bolsa

De acuerdo al Balance y a las presentaciones de resultados trimestrales publicados por la Compañía uno de los objetivos del directorio se encuentra relacionado con mantener el desempeño de la acción de TGLT por encima del desempeño del MERVAL. Como podemos observar en la ilustración 9, hasta la fecha de nuestro análisis, dicho objetivo se encuentra cumplido. Adicionalmente comparamos el desempeño de la acción de TGLT versus sus 2 competidores directos (IRSA y Consultatio):

Ilustración 9 - Comparación de la performance de la acción de TGLT, su competencia y el Merval



Fuente: Elaboración propia

Como podemos observar, el desempeño de la acción de TGLT supera tanto al Merval como a sus competidores. Consideramos que esto se debe a distintos motivos: por un lado, la solidez de los proyectos y el esquema de financiamiento de TGLT podrían estar transmitiendo un mensaje de confianza al mercado; por otro lado, dado que TGLT es una empresa en pleno crecimiento, la participación de su rendimiento en el índice Merval es baja, al igual que la liquidez del instrumento en el mercado. Es decir, consideramos que si la acción tuviera una mayor liquidez y participación en el índice, es probable que su cotización se encuentre más alineada a la tendencia del Merval como se observa en sus competidores directos.

5.1.2 Accionistas

El capital emitido, suscripto e integrado de la Sociedad se compone de la siguiente manera:

	Dic 31, 2011		Dic 31, 2010	
Accionistas	Acciones	Participación	Acciones	Participación
PDG Realty S.A. Empreendimentos e Participações	19.121.667	27 %	19.121.667	27 %
Federico Nicolás Weil	13.549.889	19 %	15.645.000	22 %
Tenedores de certificados de depósito representativos de acciones ordinárias	17.548.905	25 %	16.005.710	23 %
Otros tenedores de acciones ordinarias	20.129.024	29 %	19.577.108	28 %
	70.349.485	100 %	70.349.485	100 %

Fuente: Balance de TGLT al 31.12.2011

5.1.3 Directorio

El directorio se encuentra compuesto de la siguiente manera:

Director	Cargo en TGLT	Vencimiento de mandato	Fecha de designación	Independiente	Carácter
Federico N. Weil	Presidente	31/12/2012	30/10/2009	No	Titular
José Antonio Tornaghi Grabowsky	Vicepresidente	31/12/2012	30/10/2009	No	Titular
Mariano Weil	Director	31/12/2012	30/10/2009	No	Titular
Ezequiel Segal	Director	31/12/2012	30/10/2009	No	Titular
João Miguel Mallet Racy Ferreira	Director	31/12/2012	03/07/2012	No	Titular
Cauê Castello Veiga Innocêncio Cardoso	Director	31/12/2012	30/10/2009	No	Titular
Aldo Raúl Bruzoni	Director	31/12/2012	03/07/2012	Si	Titular
Alejandro Emilio Marchionna Faré	Director	31/12/2012	19/02/2010	Si	Titular
Rodrigo Lores Arnaiz	Director	31/12/2012	20/12/2011	-	Suplente
Saulo de Tarso Alves de Lara	Director	31/12/2012	03/07/2012	-	Suplente
Marcus Vinicius Medeiros Cardoso de Sá	Director	31/12/2012	30/10/2009	-	Suplente
Rafael Ignacio Soto	Director	31/12/2012	17/04/2012	-	Suplente
Pedro Thompson Landeira de Oliveira	Director	31/12/2012	03/07/2012	-	Suplente
Santiago Juan Gallichio	Director	31/12/2012	03/07/2012	-	Suplente
Daniel Alfredo Vicien	Director	31/12/2012	03/07/2012	-	Suplente
Cynthia Lorena Vatrano Natale	Director	31/12/2012	19/02/2010	-	Suplente

Fuente: Balance de TGLT al 30.09.2012

5.1.4 Antecedentes del Directorio[7]:

Federico N. Weil. Nació el 9 de enero de 1973. El Sr. Weil es fundador de TGLT y presidente del directorio desde el año 2005. Asimismo, es presidente de Maltería del Puerto S.A., director titular de Marina Río Luján S.A., socio gerente de Tovleb SRL y director titular de Canfot S.A. Es también presidente de CAP Ventures Compañía Argentina de Participaciones S.A. y director titular de AGL Capital S.A. En 2009 fue nombrado presidente ARCAP (Asociación Argentina de Fondos de Private equity y Venture Capital).

José Antonio Tornaghi Grabowsky. Nació el 8 de marzo de 1963, El Sr. Grabowsky es director titular de TGLT S.A. desde el año 2007. Actualmente, es el director ejecutivo de PDG. Anteriormente, fue el responsable de la coordinación y el desarrollo del departamento de inversión de real estate del Banco Pactual.

Mariano Weil. Nació el 7 de noviembre de 1975. El Sr. Mariano Weil es director titular del directorio de TGLT. El Sr. Mariano Weil es fundador de AGL Capital S.A. Mariano también fue director del Banco HNS Chile, un joint venture de GE Capital con el grupo accionario del Banco Edwards.

Ezequiel Segal. Nació el 17 de noviembre de 1971.El Sr. Segal es director titular de TGLT desde 2007. Es abogado y realizó estudios de Postgrado en la Escuela de Derecho y de Negocios de Northwestern University - Kellogg School of Management (Chicago, USA). Asimismo realizó estudios de especialización en la Escuela de Negocios de la City University of Hong Kong.

João Miguel Mallet Racy Ferreira. Nació el 29 de noviembre de 1979. Es gerente de

[7] TGLT Balance al 31.12.2011

finanzas de PDG Realty. También es miembro del Directorio de PDG Securitizadora y socio en el Instituto Brasilero de Ejecutivos de Finanzas – IBEF. Con anterioridad era miembro del equipo de real estate de Banco Pactual, que comenzó PDG, y participó en más de 30 inversiones de Private Equity.

Cauê Castellano Veiga Inocencio Cardoso. El Sr. Cardoso nació el 30 de diciembre de 1982. Es director titular de la comisión fiscalizadora de TGLT. Asimismo, es el responsable del área jurídica de PDG. Anteriormente, formó parte del departamento legal del Banco Pactual.

Aldo Raúl Bruzoni. Nació el 30 de marzo de 1950. Es director suplente de TGLT desde 2009. El Sr. Bruzzoni es director titular de Telecom Personal. Desde 2004, se desempeña como consultor independiente asesorando compañías de la industria automotriz locales y europeas. Asimismo, se desempeña como gerente de marcas part-time de Volvo y Land Rover para Viel Automotores.

Alejandro Emilio Marchionna Faré. Nacido el 1º de febrero de 1957. Es director titular de TGLT desde 2009. Es director de Integra Negocios S.A. y presidente del Consejo de Administración de Fundación Andes. Actualmente, el Sr. Marchionna es consultor independiente y profesor universitario.

5.1.5 Comisión Fiscalizadora

Los miembros de la Comisión Fiscalizadora son designados en la Asamblea General anual Ordinaria de Accionistas por un plazo de tres ejercicios.

La Comisión Fiscalizadora está conformada de la siguiente manera, de conformidad con lo resuelto en la Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas celebrada el 30 de octubre de 2009 y en la Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas celebrada el 19 de febrero de 2010:

Nombre	Cargo	Profesión	Carácter
Ignacio Fabián Gajst	Síndico	Contador público	Titular
Silvana Elisa Celso	Síndico	Contadora pública	Titular
Javier Errecondo	Síndico	Abogado	Titular
Romina Paola Minujin	Síndico	Contadora pública	Suplente
Aurelia Petrona Vargas	Síndico	Contadora Pública	Suplente
Santiago Dellatorre	Síndico	Abogado	Suplente

Los miembros de la Comisión Fiscalizadora califican como independientes de conformidad con las Normas de la CNV.

Fuente: Balance de TGLT al 31.12.2011

5.1.6 Política de dividendos

"La Compañía no tiene y actualmente no prevé establecer, una política de dividendos formal que rija el monto y pago de dividendos u otras distribuciones.

La Compañía no tiene previsto distribuir dividendos dentro de los próximos tres o cuatro años, ya que tiene la intención de reinvertir todas aquellas utilidades que resulten del giro de los negocios para de esta manera financiar el crecimiento de sus utilidades y permitir la generación de valor para sus Accionistas.

De acuerdo con sus Estatutos y la Ley de Sociedades Comerciales, la Compañía puede realizar una o más declaraciones de dividendos en cualquier ejercicio económico, e incluso pagar dividendos anticipados de las ganancias realizadas y líquidas estipulándose que dichos dividendos deberán pagarse en forma proporcional a todos los tenedores de acciones ordinarias de la Compañía a la fecha de registro pertinente. Adicionalmente, todas las acciones

del capital de la Compañía están en pie de igualdad en cuanto al pago de dividendos." [8]

Es importante mencionar que en función de los Balances analizados (ejercicio cerrado al 31.12.2007 y posteriores) la Compañía únicamente distribuyó dividendos en el ejercicio cerrado el 31.12.2007, en cuya oportunidad distribuyó $200.000 en efectivo. Con posterioridad a dicho ejercicio no se contempla la distribución de dividendos ni en efectivo ni en acciones.

5.1.7 Esquema de financiamiento

"TGLT busca minimizar la utilización de efectivo en la financiación de los proyectos inmobiliarios que realiza" [9], es por ello que el esquema de financiamiento de la Compañía se basa principalmente en tres pilares:

a) **Anticipos de clientes:** Dentro de esta categoría encontramos todos aquellos fondos que la Compañía recibe mediante las campañas de comercialización en lo que se denomina "etapa de pre-venta" de un proyecto. Es decir, antes de finalizar el proyecto (incluso antes de comenzar la construcción), la Compañía comienza la etapa de comercialización del mismo. TGLT opera con dos esquemas de financiamiento:

1) El esquema tradicional de financiamiento a los clientes (orientado al segmento de ingresos altos y medios/altos) a partir del segundo trimestre del año 2012 es:

- Un mínimo porcentaje al momento de la reserva del inmueble.
- 30% del precio del inmueble en pesos al momento del Boleto (el comprador cuenta con 3 días a partir de la firma del mismo para depositar el dinero).
- Cuotas mensuales y consecutivas (normalmente entre 25 y 30 cuotas) representativas del 40% del precio total del inmueble.
- Refuerzos semestrales representativos del 20% del precio total del inmueble.
- El saldo, o sea, el 10% del precio del inmueble, al momento de la posesión.

2) El esquema de financiamiento cooperativo o "ahorro previo": Este esquema permite a TGLT comenzar a capturar el segmento de mercado de ingresos medios reduciendo la dependencia de dicho sector con los créditos bancarios tradicionales. Este esquema de financiamiento funciona de manera similar a un plan de ahorro de un automóvil, en el cual los compradores van depositando anticipos a favor de TGLT. Los compradores que deseen podrán competir en una licitación temprana (antes del comienzo de la construcción) y los beneficiados podrán tener posesión de la propiedad con anticipación al resto. De esta manera, la Compañía puede identificar el orden de la construcción de los distintos edificios del complejo y se asegura un mayor margen por metro cuadrado para las primeras unidades vendidas (producto de la competencia que genera la licitación). Los compradores que no quieran competir en la licitación inicial podrán pagar cuota a cuota hasta finalizar el plan de construcción establecido gozando del beneficio de un precio más económico por metro cuadrado. Esta forma de financiamiento le permite a TGLT poder estimar la velocidad de construcción que le puede dar al proyecto y a su vez le permite contar con los fondos anticipadamente para poder cumplir dicha estimación.

[8] TGLT Balance al 31.12.2011
[9] TGLT Balance al 31.12.2010

Es importante mencionar que la totalidad de los saldos pendientes de pago, se ajustarán de acuerdo al índice de la construcción publicado por la Cámara Argentina de Comercio. Esta medida le permite a TGLT minimizar el riesgo de descalce entre los costos y los precios de venta de las unidades.

Al 31/12/2011, los anticipos recibidos de clientes, ascendían a un total de $466 millones y representaban un 70% del pasivo total de la Compañía.

Adicionalmente, dentro de los anticipos de clientes podemos encontrar los canjes efectuados con proveedores. Entre ellos se encuentran:

"Canje de terrenos: En lo posible, la Compañía busca incorporar un elemento de permuta a la compra de terrenos, mediante el cual el propietario de un terreno lo transfiere a TGLT a cambio de unidades futuras a construirse en el mismo. En estos casos suele pactarse la constitución de una hipoteca a favor del dueño del terreno, garantizando la obligación asumida por el desarrollador de construir en tiempo y modo acordados, y de entregar las unidades comprometidas en permuta, previéndose los daños y perjuicios para el caso de incumplimientos. Bajo esta modalidad se suelen acordar también cláusulas de *lock-up* y de fijación de precios para evitar la competencia por ventas de unidades terminadas entre el desarrollador y el dueño del terreno. En ocasiones, en lugar de individualizar unidades a transferir al dueño del terreno al finalizar el proyecto, TGLT se compromete a transferir *pari passu* un porcentaje de sus cobranzas totales, compartiendo en ese caso el riesgo relativo a los precios de venta.

Financiación del vendedor (*Seller Financing*): Alternativamente TGLT obtiene financiamiento por parte del vendedor del terreno que acepta recibir el pago, o una parte del mismo, una vez que la Compañía haya realizado las preventas necesarias para poder afrontar este pago. Al momento de realizar la transferencia, se acuerda un esquema de repago coherente con las proyecciones de preventas y gastos de pre-construcción necesarios para comenzar las mismas.

Canje de materiales y/o servicios de construcción: Bajo este esquema, el proveedor acepta recibir una parte o el total del pago por sus servicios en unidades de vivienda a entregar al finalizar el proyecto. Algunos beneficios de esta metodología de pago incluyen: (i) la aceleración de la velocidad de ventas, especialmente de aquellas unidades de más difícil colocación que son comúnmente destinadas a este tipo de canjes –los canjes se formalizan mediante la firma de boletos de compra-venta, (ii) la alineación de intereses -el contratista está mejor motivado para realizar su trabajo en tiempo y forma, ya que va a ser dueño de ciertas unidades-, (iii) la fijación de costos sin indexación –los contratos de construcción están usualmente indexados-, y (iv) la mejora en los flujos de caja del proyecto." [10]

b) Préstamos y deudas comerciales: Dentro de esta categoría ubicamos aquellos fondos obtenidos por el giro normal y habitual del negocio (deudas comerciales) y aquellos fondos recibidos mediante contratos de préstamo firmados con diversas personas (físicas y jurídicas) y con diversas garantías. En la ilustración 10 se resumen los contratos de préstamo vigentes al 31/12/2011:

[10] TGLT Balance al 31.12.2010

Ilustración 10 - Préstamos vigentes al 31.12.2011

Prestamos vigentes				
Partes involucradas	Importe adeudado en ARS	Tasa	Vencimiento	
a) Malteria del puerto con Sociedad Italiana de S.M.P. en USD	4.378.494	11%	feb-13	(*)
b) Canfot con Banco Hipotecario en pesos (garantia hipotecaria)	15.717.939	Badlar bancos privados corregida + 550 bp	jun-13	
c) Canfot con Banco Hipotecario en USD (garantia hipotecaria)	18.056.078	10%	jun-13	
d) Malteria del puerto con accionistas en USD	11.364.750	9%	abr-13	(**)
d) Marina rio lujan con accionistas en USD	2.839.857	8%	dic-12	(**)
e) TGLT con Sociedad italiana de S.M.P. en USD	4.385.955	10%	jul-12	
Total en ARS	**56.743.073**			

(*) El préstamo fue renegociado durante el ejercicio 2012 pesificando la deuda y acordando un nuevo plazo de pago. El monto total adeudado al 30/09/2012 es de $6.504.803.

(**) El préstamo fue renegociado durante el ejercicio 2012 acordando un nuevo plazo de pago.

Fuente: Elaboración propia, en función al Balance de TGLT al 31.12.2011

De acuerdo al Balance de Publicación al 31/12/2011, las deudas comerciales y préstamos vigentes, ascendían a un total de $195 millones y representaban un 30% del pasivo total de la Compañía.

c) **"Programa de Obligaciones Negociables:** Con fecha 20 de diciembre de 2011, la Asamblea aprobó la creación de un programa global de emisión de obligaciones negociables simples, no convertibles en acciones, por un monto máximo de hasta Dólares Estadounidenses cincuenta millones (U$S50.000.000) o su equivalente en otras monedas en circulación en cualquier momento, bajo el cual se podrán emitir distintas clases y/o series denominadas en Dólares Estadounidenses u otras monedas y re-emitir las sucesivas clases y/o series que se amorticen. El Programa tendrá un plazo de duración de cinco (5) años contados desde su autorización por la CNV, dentro del cual se deberán efectuar todas las emisiones y re-emisiones bajo este Programa.

El 21 de agosto de 2012, se emitieron las Obligaciones Negociables Clases I y II en el marco del Programa. Las Obligaciones Negociables Clase I fueron emitidas por un monto de $ 19.533.207, a tasa variable Badlar Privada más un margen de 5,25% con vencimiento a los 21 meses de su emisión, o sea el 21 de mayo de 2014. El capital será amortizado en pesos mediante tres pagos iguales y consecutivos en los meses 15, 18 y 21 desde la emisión. El interés será pagadero trimestralmente a partir del 21 de noviembre de 2013. Las Obligaciones Negociables Clase II fueron emitidas por un monto de U$S 8.554.320, a una tasa fija de 9,25% con vencimiento a los 24 meses de su emisión, o sea el 21 de agosto de 2014. El capital será amortizado en pesos mediante cuatros pagos iguales y consecutivos en los meses 15, 18, 21 y 24 desde la emisión. El interés será pagadero trimestralmente a partir del 21 de noviembre de 2013. Ambas series se emitieron a la par y tuvieron calificación A por parte de Fitch Ratings. El principal adquirente de estas ON´s fueron los fondos comunes de inversión en primer lugar con el 43% y las compañías de seguros en segundo lugar con el 14%."[11]

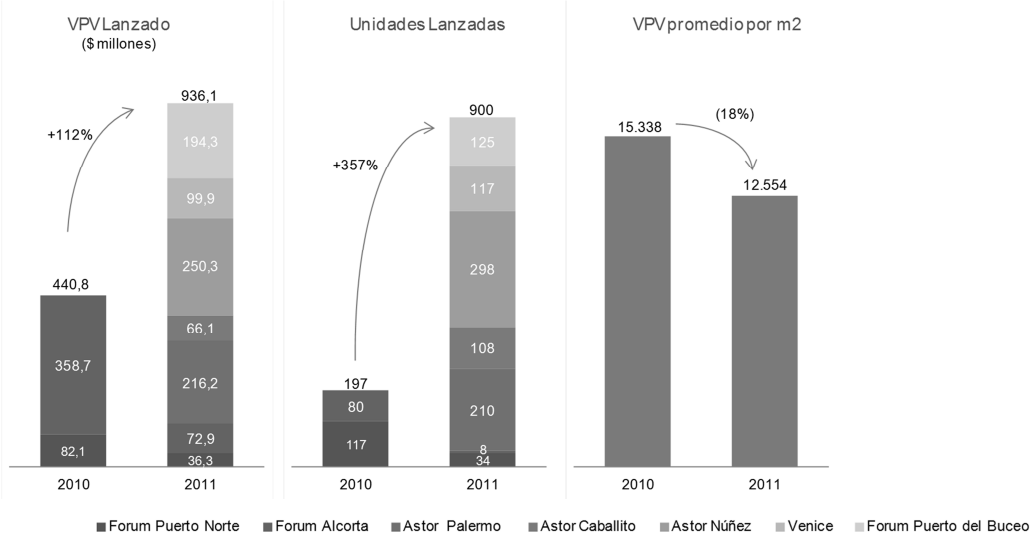
5.1.8 Lanzamientos

"En el año 2011, los lanzamientos totalizaron $936,1 millones en Valor Potencial de Ventas ("VPV"), duplicando los lanzamientos en VPV del año anterior. Los lanzamientos para el año incluyeron el edificio de oficinas Cubo B de "Forum Puerto Norte" ($27,8M), el edificio de

[11] TGLT Balance al 30.09.2012

casas de “Forum Alcorta” ($72,9M), la Torre completa de “Astor Palermo” ($216,2M), la Torre 3 de “Astor Caballito” ($66,1M), los locales comerciales y la Torre residencial de “Astor Núñez” ($250,3M), la primera etapa de “Venice” ($199,8M por el 100%, $99,9M correspondiente al 50% que TGLT consolida proporcionalmente) y la primera fase de “Forum Puerto del Buceo” ($194,3M). El VPV promedio por m2 disminuyó un 18% respecto a 2010 producto del lanzamiento, en 2011, de proyectos de la línea Astor, destinados a clientes de un segmento de ingresos algo menor al de Forum, cuyos lanzamientos habían predominado en 2010. “[12] La ilustración 11 muestra esta variación:

Ilustración 11 - Evolución de los lanzamientos



Fuente: Balance de TGLT al 31.12.2011

5.1.9 Emprendimientos

A continuación detallaremos los emprendimientos que TGLT tiene en cartera a la fecha de nuestro análisis.[13]

5.1.9.1 Forum Puerto Norte

Al 31 de diciembre de 2011, se encontraban vendidas 388 unidades por un total de 43.397 m2 (82% de la superficie vendible total del emprendimiento) por valor de $ 308 millones o 74% del valor potencial de ventas.

Durante el año 2012 se finalizaron los edificios número dos, tres y nueve. Se estima que durante el ejercicio 2012 y la primera mitad del ejercicio 2013 se finalizarán el resto de los edificios.

5.1.9.2 Forum Alcorta

Al 31 de diciembre de 2011, se encontraban vendidas 80 unidades por un total de 23.319 m2 (57% de la superficie vendible total del emprendimiento) por valor de $ 326 millones o 43% del valor potencial de ventas.

La entrega de la Torre Uno se prevé para el segundo semestre de 2013 y la Torre Dos y

[12] TGLT Balance al 31.12.2011

[13] Resumen del estado de los proyectos efectuado a partir de la información contenida en el Balance de TGLT al 31.12.2011 y el Earning Release al 30.06.2012.

las Townhouses para el primer semestre de 2014.

5.1.9.3 Astor Palermo

Durante el año 2012 se levantó la medida precautelar que suspendía la construcción de la obra, con lo cual en Junio 2012 ya finalizaron la demolición de las estructuras previas que se encontraban en el terreno. El re-lanzamiento comercial comenzó a principios de Junio 2012.

El valor potencial de venta estimado del proyecto es de US$52,5 millones, incluyendo las unidades y cocheras que se entregarán como parte de pago al anterior dueño de la tierra.

Al 31 de diciembre de 2011, se encontraban vendidas 101 unidades por un total de 6.882 m2 (48% de la superficie vendible total del emprendimiento) por valor de $91,6 millones o 44% del valor potencial de ventas.

5.1.9.4 Astor Núñez

Al 31 de diciembre de 2011, se encontraban vendidas 25 unidades por un total de 2.143 m2 (11% de la superficie vendible total del emprendimiento) por valor de $ 21,3 millones o 10% del valor potencial de ventas.

Se estima que el lanzamiento de la fase comercial y del showroom será en Octubre 2012. Asimismo de acuerdo a lo planificado la construcción estaría comenzando a principios del año 2013 y las entregas serían para el primer trimestre del año 2015.

5.1.9.5 Astor Caballito

El 30 de junio de 2011, la Sociedad adquirió, mediante un contrato de permuta, un inmueble ubicado en el barrio de Caballito. El terreno se adquirió con planos de obra aprobados para construir tres torres con una superficie vendible total de aprox. 30.000 m2.

Al 31 de diciembre de 2011, se encontraban vendidas 25 unidades por un total de 1.535 m2 (5% de la superficie vendible total del emprendimiento) por valor de $ 10,9 millones o 3% del valor potencial de ventas.

5.1.9.6 Venice

Habiendo finalizado el delineamiento del masterplan definitivo, se lanzó a principios de abril de 2011 un concurso de arquitectura para el diseño de los primeros 40.000 m2 vendibles en edificios multifamiliares que serán lanzados. De las siete propuestas recibidas, resultó ganadora la del estudio McCormack y Asociados de acuerdo a criterios económicos y cualitativos.

Al 31 de diciembre de 2011, se encontraban vendidas 29 unidades y 2 guarderías náuticas, por un total de 1.937 m2 (0,8% de la superficie vendible total del emprendimiento) por valor de $ 16,7 millones o 0,4% del valor potencial de ventas.

El proyecto Venice es un emprendimiento realizado a través de la subsidiaria Marina Río Luján S.A. de la cual TGLT es accionista del 50%.

5.1.9.7 Forum Puerto del Buceo

El emprendimiento, el primero de la Compañía en Uruguay, contempla la construcción de

258 viviendas de 1 a 4 dormitorios, y tiene previsto el lanzamiento comercial al público durante el primer trimestre de 2012.

Durante el cuarto trimestre del año 2012 será inaugurado el showroom en el World Trade Center.

Al 31 de diciembre de 2011, se encontraban vendidas 16 unidades por un total de 3.017 m2 (7% de la superficie vendible total del emprendimiento) por valor de $ 26,5 millones o 4% del valor potencial de ventas.

5.1.9.8 FACA

Con fecha 15 de marzo de 2011 la Sociedad celebró con Servicios Portuarios S.A. un memorando de entendimiento para la adquisición por parte de TGLT S.A. (o una subsidiaria de TGLT S.A. controlada por ella) de un lote de terreno sito en la ciudad de Rosario, Provincia de Santa Fe que es lindero con el terreno en donde se desarrolla el emprendimiento "Forum Puerto Norte".

Hacia el tercer trimestre de 2011, se contrató al reconocido estudio de arquitectos Foster & Partners (Inglaterra) para el diseño del masterplan y la primera fase del proyecto. El emprendimiento contempla una superficie vendible de aproximadamente 121.580 m2 por un total de US$ 250 millones, cuya primera fase se prevé lanzar en el cuarto trimestre de 2012.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

6 Análisis del aspecto competitivo de TGLT

Consideramos que TGLT tiene un modelo de negocio sólido y con variadas oportunidades potenciales de crecimiento derivadas por un lado de su vinculación con PDG Realty y por otro lado de su estrategia de incursionar paulatinamente en segmentos de ingresos cada vez más bajos y en desarrollos internacionales con el objetivo de ampliar el mercado.

PDG Realty es uno de los accionistas principales de TGLT, motivo por el cual potencialmente TGLT podría aprender el modelo de negocio llevado a la práctica por PDG en Brasil, enfocado principalmente en el segmento de ingresos bajos e intentar, junto a PDG, replicarlo en Argentina o en algún otro país donde estratégicamente deseen invertir.

Adicionalmente, TGLT tiene un eficiente esquema de apalancamiento, constituyendo los anticipos de clientes un 70% y las deudas comerciales y fiscales un 20% del total del pasivo al 31.12.2011, ascendiendo en consecuencia el pasivo por préstamos financieros a un 10% del pasivo total. Por lo mencionado precedentemente podemos suponer que TGLT aún tiene un margen amplio para apalancar su crecimiento sin poner en riesgo la continuidad de la Compañía.

Si analizamos la competencia existente en Argentina actualmente, podemos observar que existen muy pocas empresas que se encuentren competitivamente a un nivel similar o superior que TGLT, o bien, que puedan afrontar un crecimiento al ritmo que lo está teniendo TGLT actualmente. Los principales competidores en el país son IRSA, Consultatio y Raghsa.

Por otro lado, notamos una oportunidad potencial para TGLT, derivada de una mayor vinculación y/o adquisición por parte de IRSA. De acuerdo a lo informado en el Balance Consolidado al 30.06.2012 de IRSA, esta última es propietaria directa e indirectamente del 95,61% de Alto Palermo S.A. (APSA) y del 29,77% de Banco Hipotecario S.A.

APSA, a su vez, ha ido adquiriendo paulatinamente acciones de TGLT. De acuerdo a lo mencionado en las notas al Balance Consolidado al 30.06.2012 IRSA posee una tenencia total del 8,45% del paquete accionario de TGLT S.A. considerando la tenencia directa e indirecta a través de APSA. El esquema de adquisición paulatina siguió las siguientes etapas:

a) "El 4 de Noviembre de 2010, APSA adquirió la cantidad de 5.214.662 acciones ordinarias nominativas no endosables, de un voto por acción cada una, emitidas por la sociedad TGLT S.A., por un monto total equivalente a $ 47,1 millones, en el marco de la oferta pública inicial de las acciones de esta última.
b) En diciembre de 2010, IRSA adquirió 9.598 acciones ordinarias nominativas no endosables, de un voto por acción cada una, representativas del 0,01% del paquete accionario de TGLT S.A.
c) Posteriormente, durante el ejercicio 2011, APSA adquirió la cantidad de 1.017.234 acciones adicionales, por un total de $ 9,2 millones, alcanzando así, junto con la tenencia de la Sociedad, un 8,87% del paquete accionario de TGLT S.A., al cierre de dicho ejercicio.
d) Durante el ejercicio finalizado el 30 de junio de 2012, APSA adquirió 262.927acciones adicionales, por un total de $ 2,6 millones."[14]

Asimismo, IRSA y APSA han firmado dos contratos de permuta con TGLT por los terrenos donde se están construyendo Astor Caballito y Astor Palermo respectivamente. A raíz de estos contratos al 31.12.2011 TGLT tiene un pasivo con IRSA y APSA en concepto de "anticipos de clientes" y "deudas comerciales" que asciende a un total de ARS 89 millones aproximadamente. Por otro lado, dicho pasivo es parcialmente neteado por otros créditos que TGLT posee al 31.12.2011 con APSA por un total de ARS 2,5 millones.

[14] IRSA Balance al 30.06.2012

Por último, también hay que tener presente los contratos de mutuo celebrados por Canfot con el Banco Hipotecario (uno en ARS y otro en USD). El pasivo al 31.12.2011 por estos dos contratos, ascendía a ARS 33,7 millones.

Sumando todas las posiciones que tiene directa o indirectamente IRSA en TGLT y prorrateando el pasivo a nombre de BHSA o APSA por el porcentaje de tenencia de IRSA en dichas Compañías, podemos observar en la ilustración 12, que la posición total de IRSA en TGLT se compone de la siguiente manera:

Ilustración 12 - Posición del grupo IRSA en TGLT

Concepto	% aplicable	Total en $	% IRSA	Base de cálculo utilizada
Tenencia accionaria de IRSA al 31/12/11	8,45%	787.914.232	66.578.753	Equity
Pasivo de TGLT con IRSA	100%	54.190.051	54.190.051	Pasivo
Pasivo de TGLT con APSA	95,61%	35.048.466	33.509.838	Pasivo
Crédito de TGLT con APSA	95,61%	-2.480.737	-2.371.833	Otros créditos
Pasivo de TGLT con Banco Hipotecario	29,77%	33.774.017	10.054.525	Pasivo
Posición total en $ de IRSA en TGLT al 31.12.2011			**161.961.334**	

Valor de mercado de las acciones	787.914.232
Total del pasivo	661.676.557
Total Firm Value al 31.12.2011	1.449.590.789
Posición porcentual de IRSA sobre el Firm Value de TGLT	**11,17%**
Posición porcentual de IRSA sobre el Equity Value de TGLT	**17,05%**

Fuente: Elaboración propia.

Si consideramos que el Firm Value de TGLT de acuerdo al valor de mercado de las acciones y al valor de la deuda registrado según Balance consolidado al 31.12.2011, asciende a $1.450 millones de pesos, la posición de IRSA (deuda + participación accionaria) representa un 11,17% de dicho valor. Si adicionalmente sumamos la participación directa e indirecta de IRSA en el capital accionario de TGLT, obtenemos en consecuencia una participación total (deuda + capital) de un 17,05% sobre el equity value (suponiendo una capitalización de la deuda existente al 31.12.2011). Por último, si actualizamos la posición de IRSA al 31.12.2012, podemos ver que este último porcentaje asciende a 27,04%.

Adicionalmente, notamos una amenaza potencial a largo plazo y está relacionada con las tierras disponibles en ubicaciones estratégicas y a precios convenientes para desarrollar los distintos proyectos de TGLT. En la actualidad, TGLT se encuentra invirtiendo capital de trabajo en el crecimiento de la Compañía mediante el desarrollo de distintos proyectos de manera simultánea. Por otro lado, IRSA, se encuentra (entre otras actividades) generando un banco de tierras en Capital Federal, Gran Buenos Aires y en la principales capitales de provincias argentinas. Esto podía ocasionar una futura amenaza para TGLT en la medida que IRSA logre monopolizar las alternativas de inversión estratégicas. De todos modos, entendemos que para que eso suceda falta mucho tiempo aún y en caso que eso ocurra TGLT tendrá la capacidad de encontrar ubicaciones alternativas en otras provincias y/o en otros países.

Por último, entendemos que en el futuro empresas tanto nacionales como extranjeras posiblemente participarán en el mercado de desarrollo inmobiliario de la Argentina, compitiendo con TGLT en las oportunidades de negocios. Además, en el futuro TGLT puede participar en el desarrollo de mercados de bienes inmuebles extranjeros, posiblemente encontrando competidores bien establecidos.

6.1.1 Situación de PDG Realty en Brasil

PDG es una de las compañías de real estate más grande en Brasil y tiene su foco en el

segmento de bajos ingresos. La estrategia de la empresa es crecer a través de inversiones en subsidiarias y a través de inversiones directas en los proyectos. Los proyectos llevados adelante por PDG incluyen proyectos residenciales para diversos segmentos, desde el económico (en el cual hace foco la compañía) hasta el segmento de ingresos altos, desarrollando condominios de lujo.

"En el año 2010 PDG Realty adquirió la Compañía AGRE Empreendimentos Imobiliários S.A., convirtiéndose en la mayor empresa del sector inmobiliario de Brasil y uno de los grupos líderes en América Latina. "[15]

"*A través de esta operación, PDG continuó su camino de expansión en la industria inmobiliaria brasileña. AGRE es una de las compañías inmobiliarias más diversificadas de Brasil, con presencia en todo el territorio. Este acuerdo representa una gran oportunidad que cambiará el concepto de la construcción de viviendas y consolidará, sin dudas, el mercado brasileño*"[16]

Dos años después de dicha adquisición, PDG se constituyó en la compañía más grande del sector de real estate de Brasil en cuanto a ingresos y una de las tres más grandes en cuanto al valor de mercado junto a Cyrela Brazil Realty y MRV.

Un factor importante a tener en cuenta es que Cyrela Brazil Realty se encuentra vinculada con la Compañía desarrolladora más grande de Argentina (competencia directa de TGLT) que es IRSA, dando origen a Cyrsa S.A. de la cual ambas empresas tienen el control conjunto. De acuerdo a la Memoria del Balance de IRSA al 30.06.2012, esta última y Cyrela Brazil Realty S.A. Emprendimentos e Participações han suscripto un acuerdo, por el cual y a través de CYRSA, operarán bajo la denominación IRSA – CYRELA y emprenderán el desarrollo de viviendas en la República Argentina.

Por último, no podemos dejar de mencionar que entre TGLT y PDG existe un acuerdo por el cual toda inversión que PDG realice en Argentina, será a través de TGLT. Asimismo, PDG se comprometió a invertir hasta USD 100 millones en diversos proyectos que TGLT desarrollará en Argentina.

6.1.2 Indicadores económico-financieros

A continuación, detallaremos los principales indicadores económico-financieros de las empresas líderes de bienes raíces de Brasil y Argentina analizados al 31.12.2011 (excepto IRSA cuyos datos corresponden al ejercicio anual cerrado el 30.06.2012). Dichos indicadores pueden ser observados en la ilustración 13.

Como podemos observar, dentro del mercado argentino, TGLT es una empresa en pleno crecimiento. A raíz de ello, es que el resultado final del ejercicio es negativo, sin embargo si observamos el EBITDA de TGLT podemos ver que el mismo asciende a $48,5 millones (positivo). En gran parte, esto se da como consecuencia del incremento del tipo de cambio y los anticipos de clientes que permanecen aún en el pasivo de la Compañía (que se darán de baja al entregarse las unidades terminadas) generando resultados financieros negativos. Asimismo, podemos observar que esto no ocurre con Consultatio, ya que esta última considera las diferencias de cambio de los anticipos de clientes, como un costo del bien vendido, motivo por el cual dichas diferencias de cambio son activadas (siempre que no superen el valor neto de realización del bien) y luego enviadas al costo de producción al momento de la entrega de las unidades. Adicionalmente, el resultado final negativo de TGLT (que no se refleja en el EBITDA) corresponde a la previsión por desvalorización de los bienes de cambio correspondientes al complejo Forum Puerto Norte (Rosario) como consecuencia de los retrasos en la obra producidos por la quiebra del contratista principal que resultó en mayores costos para TGLT.

[15] CEDU (Camara Empresaria de Desarrolladores Urbanos de la República Argentina). Post del día 14.09.2010

[16] Federico Weil – Presidente de TGLT

Adicionalmente, es destacable que TGLT es la Compañía de Argentina con la mayor cotización por acción. Creemos que esto se debe a distintos motivos, entre los cuales podemos destacar: una visión positiva de TGLT a largo plazo en relación al desempeño dentro del sector y a las posibilidades de crecimiento, una menor cantidad de acciones en circulación en comparación a sus competidores directos (permitiendo distribuir el Equity Value entre menos tenedores) y una menor liquidez en el instrumento que no permite ajustar con la misma rapidez la cotización de la acción ante los vaivenes producidos en el mercado.

Asimismo, en escalas de mayor tamaño, podemos observar las empresas líderes del mercado de Brasil, donde se destaca PDG por ser la Compañía de mayores ingresos y EBITDA y mayor cantidad de acciones en circulación. Adicionalmente, podemos observar que el Firm Value tanto para PDG como para Cyrela, ronda los 16 x EBITDA, mientras que para MRV se encuentra alrededor de los 10 x EBITDA. Es destacable la eficiencia de recursos de MRV que siendo la tercera en relación a los ingresos, se encuentra por encima de Cyrela en cuanto al EBITDA y en primer lugar en relación al resultado final (Earnings). En línea con esto último podemos observar que el ROIC se encuentra alrededor de un 12% para PDG y Cyrela mientras que asciende a un 26% para MRV.

Ilustración 13 - Índices económico-financieros del sector real estate

	Ultimo ejercicio anual cerrado									
Indices financieros	Capitalización bursatil (en billions)	Cotiz. al cierre	Q acciones (en billions)	Earning/ Accion	P/E	Firm Value (billions)	FV/EBITDA	Deuda/ EBITDA	ROIC	Earning/ Ingresos
En Pesos Argentinos:										
TGLT	0,79	11,2	0,07	-0,31	N/A	1,44	29,64	13,64	**-4,98%**	-67%
IRSA	2,59	4,48	0,58	0,48	9	6,24	6,13	3,84	**14%**	18%
Consultatio	1,02	2,65	0,38	0,15	17	1,54	12,98	6,92	**7,83%**	69%
En Reales:										
PDG	6,44	5,73	1,12	0,63	9	15,62	15,61	10,81	**12,29%**	10%
Cyrela	6,16	14,57	0,42	1,18	12	14,39	16,16	9,54	**11,26%**	8%
MRV	4,97	10,29	0,48	1,57	7	9,53	10,45	6,02	**26,12%**	19%

	Ultimo ejercicio anual cerrado									
Indices económicos	Ingresos (en billions)	Earning (en billions)	Pasivo total (en billions)	PN	EBITDA (en billions)	Efvo. y equiv.	Solvencia (PN/P)	Endeudamiento (P/PN)	Liquidez corriente	Liquidez acida
En Pesos Argentinos:										
TGLT	0,03	**-0,02**	0,66	0,41	0,05	0,01	0,62	1,60	1,31	0,38
IRSA	1,57	0,28	3,90	2,34	1,02	0,26	0,60	1,67	0,75	0,65
Consultatio	0,09	0,06	0,82	0,81	0,12	0,30	0,99	1,01	1,45	1,16
En Reales:										
PDG	6,88	0,70	10,82	6,44	1,00	1,63	0,60	1,68	2,52	1,78
Cyrela	6,13	0,50	8,49	4,92	0,89	0,27	0,58	1,73	2,19	1,46
MRV	4,02	0,76	5,49	3,67	0,91	0,93	0,67	1,50	2,26	1,56

Fuente: Elaboración propia en función de datos obtenidos de CNV y Bovespa.

6.1.3 Riesgos relacionados con Argentina

Ciertos factores que podrían detener, limitar o revertir el crecimiento o afectar la relativa estabilidad de la economía incluyen[17]:

- Disminución en los precios de la soja: el crecimiento del país en general y del sector de la construcción en particular, se encuentra muy relacionado con la evolución del negocio sojero.
- Continuos aumentos de la inflación: El crecimiento de la inflación por encima del incremento del tipo de cambio, erosiona la competitividad del peso frente al Dólar. Adicionalmente, una tasa de inflación elevada desincentiva a los colocadores de fondos a otorgar financiamiento a largo plazo en cuotas fijas en pesos y a su vez desincentiva a los tomadores de fondos a adquirir inmuebles con planes de pago ajustables por inflación (esquema actual).
- El reducido acceso a fuentes de financiamiento locales afecta a los desarrolladores no permitiendo apalancar la Compañía al nivel deseado para potenciar el crecimiento.

[17] Resumen efectuado de la información contenida en la página web de TGLT – sección "Relación con inversores" (http://www.tglt.com)

- La Existencia de nuevas restricciones cambiarias: Los controles cambiarios y las restricciones sobre las transferencias al exterior y el ingreso de capitales podrían limitar la disponibilidad del crédito internacional y la capacidad de la Compañía de pagar dividendos a los tenedores de sus acciones y de sus bonos (en caso de existir) limitando de esa manera el acceso a fuentes de financiamiento internacionales.
- Dada la situación mundial actual, es posible que los agentes colocadores de fondos, prefieran invertir sus excedentes en activos de menor riesgo, en cuyo caso no estarían eligiendo economías emergentes como Argentina.

6.1.4 Riesgos relacionados con la actividad de la Compañía y los sectores en los que opera

La compañía se encuentra expuesta a riesgos asociados con el desarrollo inmobiliario, la construcción y venta de inmuebles[18]:

- Los incrementos en los costos de construcción y en los costos operativos (seguros, impuesto inmobiliario, servicios públicos) podrían reducir los márgenes de ganancia de la Compañía;
- Falta potencial de predios bien ubicados y económicamente convenientes para desarrollar los proyectos podría ser un limitante al crecimiento dentro de Argentina (a largo plazo). De todos modos, bajo este escenario, consideramos que la Compañía puede efectuar desarrollos en otros países de modo de diversificar el riesgo;
- El retraso en la finalización de cualquiera de las etapas de construcción o la existencia de vicios en la construcción de los proyectos puede originar un incremento de los costos, potenciales reclamos y/o la rescisión de los contratos.

6.1.5 Aspectos positivos y negativos de la Compañía bajo análisis:

Aspectos positivos	Aspectos negativos
Gran velocidad de crecimiento y capacidad de expansión a otros segmentos de mercado y a otros países.	Potencial agotamiento de terrenos.
Solido esquema de financiamiento.	Banco de tierras inexistente.
Accionista mayoritario y socio estratégico (PDG es el desarrollador número 1 en Brasil).	Empresa reciente muy focalizada y con poca experiencia en otros mercados.
Déficit habitacional elevado en LATAM (Argentina: 4 millones de viviendas estimado)	Potencial erosión de márgenes por la inflación.
Potencial vinculación con IRSA (competencia directa de TGLT actualmente).	Potencial escasez de fuentes de financiamiento rentables.
Grupo directivo altamente calificado y experimentado.	Escasez de políticas crediticias favorables al sector de bajos/medios ingresos (limitante al crecimiento).

7 Método de valuación

Antes de enfocarnos puntualmente en el ejercicio de valuación de la empresa bajo análisis, detallaremos los métodos de valuación existentes y explicaremos brevemente cada uno de ellos. Luego procederemos a explicar la metodología que aplicaremos para desarrollar el presente trabajo.

Existen principalmente 3 métodos de valuación posibles:

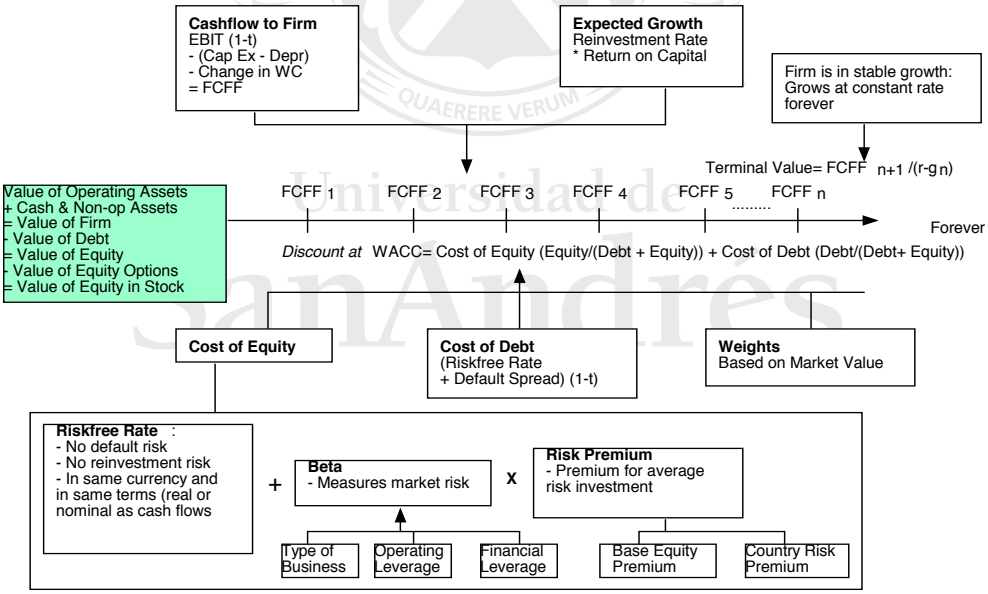
7.1.1 Flujos de fondos descontados

Esta metodología consiste en estimar los flujos de fondos correspondientes a cada período (por lo general se utilizan períodos de 1 año) durante un tiempo prudencial en el cual tenga sentido la división de dichos períodos. Esta razonabilidad se puede deber por ejemplo a que tengo conocimiento de algún hecho puntual que vale la pena discriminar individualmente en los flujos. Adicionalmente, se estima un valor terminal correspondiente a la anualidad de los futuros flujos de fondos. Por último se descuentan todos los períodos al momento cero y de esa manera se obtiene el valor de la empresa por esta metodología.

Damodaran en el capítulo número 2 de su libro "*The dark side of valuation: valuing old tech, new tech, and new economy companies*" explica detalladamente esta metodología, de la cual, la ilustración 14 resume lo que el autor describe en dicho libro.

Ilustración 14 - Metodología de valuación: DCF

Figure 2.8: Discounted Cash Flow Valuation



Fuente: Damodaran: "The dark side of Valuation"

7.1.2 Valuación por múltiplos

Esta metodología se basa en calcular un conjunto de índices a partir de los cuales por comparación entre compañías similares se puede estimar el valor de la empresa bajo análisis. Hay muchos casos en los cuales esta metodología se encuentra mal utilizada ya que hay que tener mucho cuidado a la hora de hacer comparaciones entre compañías, ya que cualquier

diferencia entre ambas (leverage, estrategia comercial, mayor capacidad de crecimiento, etc) puede llevarnos a cometer errores en nuestra valuación.

De acuerdo a lo escrito por Damodaran en el capítulo número 8 de su libro "*The dark side of valuation: valuing old tech, new tech, and new economy companies*", "En la valuación por flujos de fondos descontados, el objetivo es encontrar el valor de un activo, dados sus flujos de fondos, crecimiento y riesgo. En la valuación por múltiplos, el objetivo es valuar activos basándose en el precio de mercado actual de otros activos similares. Mientras los múltiplos son fáciles de utilizar e intuitivos, también son fáciles de ser mal utilizados. En consecuencia una serie de test fue desarrollada para asegurarse que los múltiplos están siendo correctamente utilizados. Hay dos componentes en la valuación por múltiplos. El primero es que para valuar activos en una base relativa los precios tienen que estar estandarizados, usualmente convirtiendo los precios en múltiplos de ganancias, valor de libros o ventas. El segundo es encontrar empresas similares, lo cual es difícil de hacer dado que no hay dos firmas idénticas e incluso las firmas en la misma industria pueden diferir en riego, en crecimiento potencial y en flujos de fondos. El hecho de controlar dichas diferencias al comparar múltiplos de diversas firmas, se vuelve clave."

De acuerdo a lo escrito por Goedhart, Koller y Wessels, en la publicación del año 2005, llamada "*The right role for multiples in valuation*", "*Los múltiplos son con frecuencia mal entendidos, y con mayor frecuencia aún, mal aplicados. Muchos analistas financieros por ejemplo, calculan un Price-to-earning ratio promedio para la industria y multiplican este por las ganancias de la compañía para establecer una "valuación justa". El uso de promedios de la industria, sin embargo, pasa por alto el hecho que las compañías, incluso en la misma industria, pueden tener tasas de crecimiento esperadas drásticamente diferentes*. (…) *Cuatro principios básicos pueden ayudar a las compañías a aplicar múltiplos correctamente: El uso de pares con ROIC y proyecciones de crecimiento similares, el uso de múltiplos que miren hacia el futuro, el uso de múltiplos que midan el EV (Enterprise value), así como el uso de múltiplos que ajusten el EV midiendo ítems no-operativos*."

7.1.3 Opciones Reales

A diferencia de la metodología de flujos de fondos descontados, este método nos permite contemplar los derechos (y no obligaciones) que pueden existir en algunos proyectos/empresas. Ese derecho de elección, tiene un valor, ya que nos permiten bajo determinadas circunstancias y en función de las decisiones que tomemos ganar más dinero o bien perder menos.

De acuerdo a lo escrito por Damodaran en el capítulo número 11 de su libro "*The dark side of valuation: valuing old tech, new tech, and new economy companies*", "El valor de una firma o de un proyecto de inversión en el modelo tradicional de flujos de fondos descontados, es el valor presente de los flujos de fondos esperados. En el proceso, sin embargo, se pueden ignorar las opciones de retrasar o expandir que pueden estar embebidas en la firma. Hay dos tipos de opciones que pueden influenciar el valor de una empresa. La primera es la opción de retrasar la inversión en una tecnología o en un proyecto. Cuando una firma tiene el derecho exclusivo sobre un proyecto – incluso en uno con VAN negativo – esta puede retener la inversión hasta que el proyecto se vuelva atractivo y en todo caso elegir no invertir si aquello nunca pasa. El segundo tipo de opción es la opción de expandirse en un nuevo producto, mercado o negocio como una consecuencia de una inversión inicial. En este caso el valor de la opción de expansión puede ser estimada basándose en la volatilidad esperada de los flujos de fondos de la expansión y el costo de la expansión. En algunos casos la opción de expansión puede tener suficiente valor para permitir a las empresas invertir en proyectos que tienen VAN negativo. De hecho, este argumento ha sido utilizado por algunos analistas como una justificación para pagar primas sobre el valor de los flujos de fondos descontados. Mientras las opciones reales existan y tengan valor sustancial hay que ser cauto en usarlas como justificación para el pago de grandes primas sobre el valor obtenido por las métricas tradicionales. En particular una opción real sólo tendrá valor sustancial si la primera inversión es un pre-requisito para la segunda y si la primera inversión crea una ventaja competitiva significativa y sustentable en la segunda. Por ejemplo, una compañía de tecnología que tiene la

opción de expandirse en el mercado del comercio por internet, pero que no tiene derechos exclusivos para hacer eso, no tiene ninguna ventaja competitiva significativa y sustentable sobre otras compañías que puedan decidir entrar al mercado después. Consecuentemente, en este ejemplo, la opción real de expansión tiene poco o ningún valor."

Debido a la inexistencia de opciones reales dentro de cada emprendimiento, dicha metodología no será aplicada, dado que ante dicha situación carecería de valor agregado y arrojaría el mismo resultado que el método de flujos de fondos descontados.

Con respecto a la valuación por múltiplos, consideramos que este método se puede aplicar como complemento de un análisis más completo como puede ser la opción a) o c) mencionadas precedentemente. Dado que el objetivo de este trabajo será valuar una compañía y comparar dicha estimación con la cotización de las acciones en la bolsa, consideramos que utilizar la metodología de valuación por índices exclusivamente puede ser, o bien, demasiado simplista (si no se aplicara los índices adecuadamente), o bien, demasiado costosa ya que se debería estimar (en caso de poder hacerlo) todos aquellos factores y circunstancias que afecten el valor de la empresa bajo análisis. Solo a modo de ejemplo de dichos factores, podemos encontrar la cantidad de emprendimientos vigentes, el % de alquiler de cada uno, el % pre-vendido de cada uno, el estado de la obra al momento de la valuación, entre otros. Adicionalmente, para hacer una valuación por múltiplos, es importante notar que TGLT es una empresa que comenzó a operar hace 7 años, pero su mayor crecimiento se produjo a partir del año 2011. Esto puede distorsionar en gran medida los resultados obtenidos mediante esta metodología.

Dado que los flujos de cada uno de los emprendimientos son muy diferentes entre sí, lo ideal es estimar los flujos de cada proyecto individualmente y luego calcular mediante la agregación de cada uno de ellos el valor total de la compañía. Esta metodología se denomina "sum of the parts". Es importante aclarar que a los fines de calcular un valor terminal de la compañía, se tomará el promedio de los años 2012 a 2016 de la proyección de los flujos de cada proyecto agregados. El rango de años fue elegido dado que el 2016 es el año en el cual los ingresos sin ajustar por inflación hacen techo para luego empezar a descender (dados los proyectos que están vigentes actualmente). Entendemos que esto no va a suceder de esta manera sino que la Compañía va a lanzar nuevos proyectos que incrementarán los flujos futuros de fondos con posterioridad al año 2016, por eso consideramos adecuado calcular la estimación de la perpetuidad a partir de dicho año. Como último paso, y para poder comparar dicho valor con la cotización de las acciones en la bolsa, es necesario discriminar el valor que les corresponde a los acreedores para luego poder valuar la parte que corresponde a los accionistas. Cabe aclarar que dentro de la metodología DCF (discounted cashflows), se puede utilizar el criterio de "firm value" o el criterio de "equity value". Los pasos descriptos con anterioridad corresponden a la primera alternativa, ya que el método del equity value consiste en calcular el valor de las acciones a partir de los dividendos cobrados. Dado que TGLT no tiene una política de dividendos establecida ni tampoco tiene intenciones de distribuir dividendos en los próximos 3 o 4 años y dado lo mencionado precedentemente, la metodología que consideramos adecuada para valuar la Compañía consiste en desagregar el análisis en cada uno de sus emprendimientos.

8 Situación actual de TGLT

Como primera aproximación a la situación financiera de TGLT, detallaremos a continuación los principales resultados del ejercicio económico finalizado el 31.12.2011 y 31.12.2010 y sus correspondientes variaciones.

	Dic 31, 2011	Dic 31, 2010	Variación	
	Pesos	Pesos	Pesos	%
Ingresos	32.144.147	206.162	31.937.985	15492%
Costos	-29.819.721	-139.696	-29.680.025	21246%
Resultado bruto	**2.324.426**	**66.466**	**2.257.960**	**3397%**
Resultado del ejercicio antes de IIGG	**-6.361.306**	**-23.694.581**	**17.333.275**	**-73%**
Impuesto a las Ganancias	-10.222.664	3.671.670	-13.894.334	-378%
Participación de terceros en sociedades controladas	-5.095.175	847.117	-5.942.292	-701%
Resultado del ejercicio	-21.679.145	-19.175.794	-2.503.351	13%
EBIT	**12.745.922**	**-10.603.524**	**23.349.446**	**-220%**
EBITDA	**48.523.461**	**-1.984.537**	**50.507.998**	**-2545%**

Como podemos observar, tanto el resultado bruto como el resultado operativo de la compañía son positivos. Esto corresponde principalmente a la valuación de los bienes de cambio a su valor neto de realización. De acuerdo a las normas argentinas, la utilidad bruta de los diferentes proyectos que la compañía desarrolla, se reconoce en resultados mediante el método de avance de obra. Mediante esta metodología, la utilidad bruta, se estaría reconociendo de acuerdo al % de costos incurridos, en relación a los costos totales estimados. A continuación, detallaremos el cálculo efectuado para el ejercicio 2011, donde podremos observar que la utilidad bruta por este concepto asciende a aproximadamente M$64 (64 millones de pesos).

Proyectos	Costos		Ventas			Resultado por valuación de bienes de cambio a VNR		
	Incurridos al 31/12/2011	Avance de obra	Aseguradas al 31/12/2011	Avance de ventas	Gastos de ventas aseguradas	Acumulado al 31/12/2011	Acumulado al 31/12/2010	**Resultado del ejercicio**
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6) = (3) * (2) - (1) * (4) - (5)	(7)	**(8) = (6) - (7)**
Forum "Puerto Norte"	288.189.795	88%	307.718.825	78%	2.248.415	43.020.994	13.848.560	**29.172.434**
Forum "Alcorta"	179.733.046	39%	326.230.819	49%	5.121.775	34.203.790	-	**34.203.790**
"Astor Caballito"	59.058.130	28%	10.942.558	4%	90.551	536.869	-	**536.869**
Totales	**526.980.971**		**644.892.202**		**7.460.741**	**77.761.653**	**13.848.560**	**63.913.093**

Adicionalmente, podemos observar que el resultado antes de impuesto a las ganancias es negativo. La pérdida que provocó el cambio de signo entre el resultado operativo y el resultado antes de IIGG se debe principalmente al resultado financiero generado por los pasivos en moneda extranjera. Estos pasivos corresponden a los anticipos recibidos de clientes que representan fondos recibidos como consecuencia de la comercialización de unidades de los proyectos urbanísticos donde las unidades aún no habían sido entregadas. Por lo mencionado anteriormente, podemos concluir que si bien la pérdida contable es significativa, las obligaciones asociadas a los pasivos por anticipos de clientes, se cancelarán con la entrega futura del bien inmueble adquirido por el cliente, con lo cual, finalmente la obligación no es en

moneda extranjera, sino en bienes inmuebles. Con esta observación, queremos destacar que financieramente la compañía no tuvo una pérdida de M$38 (38 millones de pesos) como así lo exponen los estados contables, sino que dicha pérdida es meramente contable y no implica movimiento de efectivo ni (en principio) pasivos en moneda extranjera reales (salvo que las unidades no se entreguen y el dinero en concepto de anticipo deba ser reintegrado a los clientes).

Es importante mencionar, que a partir del ejercicio 2012, la compañía adoptó las normas internacionales de información financiera (NIIF). Los principales cambios producidos por dicha transición se detallan a continuación:

Ref.	Detalle
(a)	Se procedieron a reclasificar las inversiones corrientes (clasificadas de esa forma de acuerdo a las normas contables profesionales vigentes a dicha fecha) como equivalentes de efectivo, de acuerdo a lo establecido en la NIC 7.
(b)	Al 31 de diciembre de 2011 y 2010, el principal efecto correspondiente a la aplicación de las NIIF obedece a la incorporación en este rubro de los “Anticipos a Proveedores” (clasificados en el rubro “Bienes de Cambio” de acuerdo a las Normas Contables Profesionales) y la exposición en rubro aparte de los saldos por impuestos corrientes e impuestos diferidos (clasificados dentro de este rubro de acuerdo a las Normas Contables Profesionales).
(c)	De acuerdo con la NIC 1, los bienes de cambio (inventarios) forman parte del activo corriente, por consumirse en un ciclo operativo. De esta forma, los bienes de cambio se exponen en el activo corriente de acuerdo con las NIIF. Adicionalmente, y tal como se menciona en el punto (b) los anticipos a proveedores fueron reclasificados a “Otros créditos” de acuerdo con dicho marco normativo. Debido a que la Sociedad debe medir a sus bienes de cambio de acuerdo con la NIC 2, se procedió a dar de baja el importe correspondiente a la valuación de los bienes de cambio a valor neto de realización (de acuerdo al grado de avance de obra y ventas) y de ciertos gastos activados que bajo las NIIF deben imputarse a resultados del ejercicio. Adicionalmente, los conceptos correspondientes a Showroom fueron reclasificados a Bienes de Uso.
(d)	Las combinaciones de negocio anteriores al 31 de diciembre de 2010 se recalcularon, dando origen a nuevas llaves de negocio (Plusvalía). De acuerdo a lo requerido por la NIC 36, se efectuaron los correspondientes test de recuperabilidad, no existiendo ningún deterioro que computar en las unidades generadoras de efectivo (UGE) que incluyen a las plusvalías reconocidas.
(e)	De acuerdo a lo establecido en el párrafo 70 de la NIC 1, la Sociedad ha reclasificado las cuentas por pagar y los anticipos de clientes de rubros no corrientes a corrientes, por tratarse de partidas integrantes del ciclo de operación de la Sociedad.
(f)	De acuerdo a lo requerido por la NIC 1, los saldos por Impuesto Diferido se exponen por separado ya sean de activo o pasivo En relación al Activo por Impuesto Diferido, se compone principalmente por quebrantos impositivos acumulados. En relación al Pasivo por Impuesto Diferido, es efecto impositivo resultante del calculo de las combinaciones de negocios que se efectuó bajo NIIF.

Fuente:: Balance de TGLT al 31.12.2011

9 Proyecciones

9.1.1 Principales factores que afectan la industria de la construcción

Los principales drivers identificados (ordenados alfabéticamente), son:

a) Disponibilidad crediticia y tasas de interés.
b) Evolución del negocio sojero.
c) Inflación (tanto de costos como de precios de venta).
d) Producto Bruto Interno (PBI)
e) Precio de los terrenos.
f) Restricciones del mercado cambiario.

A continuación detallaremos la importancia de los drivers mencionados precedentemente y el impacto que tienen en las proyecciones de fondos estimadas:

9.1.1.1 Disponibilidad crediticia y tasas de interés

Esta variable es sumamente importante en la industria de la construcción en general y específicamente en aquellas compañías orientadas a los segmentos de bajos y medios ingresos y para el mercado secundario de viviendas. TGLT actualmente se encuentra orientada hacia los segmentos de ingresos altos y medios/altos, motivo por el cual con la financiación propia otorgada por la Compañía es suficiente para llevar adelante la comercialización de sus proyectos. Por lo expuesto precedentemente, es que en nuestras proyecciones de los años 2012 a 2016 no tuvimos en cuenta la evolución de esta variable.

9.1.1.2 Evolución del negocio sojero

Dada la magnitud de esta variable, una de las crisis mencionadas al comienzo del presente trabajo correspondía a la crisis del año 2008 originada en el conflicto que tuvo el Gobierno con el campo. En nuestras proyecciones tuvimos en cuenta el escenario reinante en la actualidad en el cual la soja se encuentra en una tendencia alcista con una leve caída en el mes de Septiembre 2012 y con expectativas de prolongar un tiempo más su tendencia bajista para luego revertir al alza nuevamente. Dada la corta temporalidad de nuestras proyecciones anuales esta variable no fue modelada dado que a largo plazo se estima que habrá fluctuaciones que provocarán altibajos en los resultados de TGLT los cuales estimamos tenderán a un crecimiento promedio del 3% anual.

9.1.1.3 Inflación

La inflación es una de las variables más sensibles en la industria de la construcción. Cuando las operaciones de compra-venta se efectuaban en Dólares la Compañía podía ver reducidos sus márgenes de ganancia si las fluctuaciones en el tipo de cambio eran inferiores al incremento de los precios locales (dado que los ingresos de TGLT estaban denominados en moneda extranjera y sus costos en moneda nacional). En la actualidad, donde los contratos de compraventa se denominan en pesos y ajustan en función al índice de la Cámara Argentina de la Construcción (o bien contienen una cláusula por la cual los incrementos en los costos se trasladan 100% a los clientes con un techo muy superior a la inflación esperada), el impacto de esta variable se encuentra sujeta a la capacidad de la Compañía de hacer efectivo el traslado del incremento de costos a los precios de venta por un lado, y de calzar la velocidad de las ventas con la velocidad de la construcción por el otro. A los efectos de estimar nuestras proyecciones utilizamos el incremento producido en el índice del costo de la construcción entre los meses de Agosto 2011 y Agosto 2012 y asumimos para el escenario base que la Compañía lograba ajustar los precios de venta al mismo índice CAC.

9.1.1.4 PBI

En relación al PBI, podemos observar en los gráficos expuestos en la sección 4.1.1 del presente trabajo que el sector de la construcción se encuentra estrechamente relacionado con la evolución del PBI. Por dicho motivo, un escenario optimista para la Compañía, debería coincidir con una etapa próspera para el país y lo mismo sucede con el escenario pesimista.

"De acuerdo al FMI, por el lado de las economías emergentes se proyecta que el crecimiento del PBI real se desacelerará del 6,2% en 2011 al 5,75% en 2012, para después repuntar hasta valores del 6% en 2013"[18]. Por dicho motivo, en nuestras proyecciones estimamos un des-aceleramiento en el ejercicio 2012 para luego repuntar y continuar a un ritmo estable desde el año 2013 al año 2016.

9.1.1.5 Precio de los terrenos

De acuerdo a lo comentado por la Compañía, el costo de los terrenos suele tener una alta incidencia en el costo total del proyecto, oscilando entre un 25-35% en las ubicaciones más caras. Si, por le contrario, la ubicación (o proyectos que puede albergar ese terreno) no son buenas, la incidencia sobre el valor potencial de ventas se reduce a un 5-10% aproximadamente. Si analizamos los terrenos con precio conocido de TGLT podemos observar que la incidencia promedio del costo de los mismos sobre el valor potencial de ventas asciende a 21% siendo FACA el de menor incidencia (12%) y Astor Palermo el de mayor (36%). Dada la corta temporalidad de nuestras proyecciones anuales, no estimamos el lanzamiento de nuevos desarrollos (sino que nos basamos en los desarrollos existentes a la fecha de nuestro análisis). Por dicho motivo, no fue necesario modelar esta variable, sin embargo, entendemos que a largo plazo habrá fluctuaciones que provocarán altibajos en los resultados de TGLT los cuales estimamos tenderán a un crecimiento promedio del 3% anual.

9.1.1.6 Restricciones del mercado cambiario

"Las distintas medidas del Gobierno en relación al llamado "cepo cambiario" generaron inicialmente una parálisis de actividad en los meses de abril y mayo hasta tanto el mercado pudo adaptarse a las nuevas condiciones. Las medidas del "cepo cambiario" provocaron una disminución en la actividad en el mercado secundario de viviendas ya que los oferentes se muestran reacios a recibir otra moneda de pago que no sea el dólar debido principalmente a la reducción de alternativas de inversión o de conservación del capital denominadas en dólares. Si bien la incertidumbre político y macroeconómica reinante han demorado en general las decisiones de largo plazo de la población, en un contexto de pocas alternativas de inversión y conservación de valor, la demanda de inmuebles comercializados en pesos se ha mantenido relativamente estable."[19] En nuestras proyecciones, no se incluye la modelización de esta variable, ya que queda fuera del alcance del presente trabajo los futuros cambios en las reglas de juego que puedan ocurrir.

9.1.2 Flujos futuros de fondos estimados

A continuación detallaremos la metodología utilizada para proyectar los flujos de fondos de TGLT y estimar el factor de descuento:

9.1.3 Proyección de ingresos

A partir del año 2012 y debido a las restricciones cambiarias existentes, TGLT comenzó a utilizar una nueva metodología de venta para sus proyectos en Argentina. Esta nueva metodología se basa en un financiamiento en pesos otorgado por la Compañía ajustando el saldo pendiente de pago por el índice de incremento de precios de la Cámara Argentina de la Construcción. Bajo este esquema de ventas, TGLT estima tener el 100% de las unidades

[18] Memoria IRSA correspondiente al Balance al 30.06.2012
[19] Balance TGLT al 30.09.2012

vendidas al momento de finalizar la construcción. De acuerdo a lo comentado por la Compañía, la duración promedio estándar de un proyecto es de 3 años de construcción. En función de dicha información, proyectamos para la mayoría de los casos un horizonte temporal de 3 a 4 años, dependiendo la magnitud del proyecto y las ventas aseguradas al 31.12.2011 y al 30.06.2012 de acuerdo a lo publicado por TGLT en los Balances respectivos. Para los proyectos FACA y Venice, dado que se trata de desarrollos de mayor envergadura, se estimó una duración total del proyecto de 10 años.

A continuación exponemos los ingresos por emprendimiento estimados del año 2012 al año 2016 inclusive:

Ingresos por venta (en millones de pesos)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	6	114	386			
Forum Alcorta			493	599		
Astor Palermo				311		
Astor Caballito						784
Astor Núñez					501	
Venice (por el 50% de los costos estimados)					304	
Proyecto FACA						303
Proyecto puerto del buceo					756	
Total ingresos por ventas en pesos ajustados	*6*	*114*	*879*	*910*	*1.561*	*1.087*

9.1.4 Proyección de costos de construcción

Actualmente la Compañía tiene 8 proyectos vigentes, 4 de los cuales se encuentran en etapa de construcción y otros 4 se estima que serán lanzados al mercado y se comenzarán a construir en el año 2013.

De acuerdo a lo comentado por la Compañía, la duración promedio estándar de un proyecto es de 3 años de construcción. En función de dicha información, proyectamos para la mayoría de los casos un horizonte temporal de 3 a 4 años, dependiendo la evolución de ventas de los últimos años y la expectativa futura de avance en función de las presentaciones trimestrales efectuadas por la Compañía. Asimismo, dada la envergadura de los proyectos y el esquema de ventas utilizado para Venice y FACA, estimamos un horizonte temporal de 10 años para cada uno de ellos.

En función de la información suministrada por la compañía, se estima que la superficie construible corresponde al 80% de las superficies vendibles, dado que el 20% restante corresponde a espacios comunes. Adicionalmente, cada cochera posee aproximadamente 35 m^2 y se estima que la construcción de las cocheras, es un 60% más barato que la construcción de plantas.

Para estimar el incremento en los costos de construcción, estimamos la inflación utilizando el aumento sufrido según el índice CAC entre agosto 2011 y agosto 2012. (Fuente: Estadística histórica del diario de arquitectura de Clarín del mes de Octubre de 2012.)

A los efectos de calcular el costo promedio de construcción en pesos por metro cuadrado, utilizamos los datos correspondientes a Enero 2012 para Vivienda en altura y Torres de Vivienda informado por Clarín. (Fuente: Estadística histórica del diario de arquitectura de Clarín del mes de Octubre de 2012. Promedio de costos para vivienda en altura ($4.966) y torres de vivienda ($4.497)).

Por último, un tema no menor es incidencia del terreno sobre los metros cuadrados construibles de cada proyecto. En algunos casos, donde teníamos disponibilidad para acceder a la información, se utilizó el precio real de adquisición para los proyectos (caso: Astor

Palermo, Astor Caballito, Astor Núñez, FACA y Puerto del Buceo). Luego, en función de los precios reales que teníamos a disposición calculamos un promedio en USD por metro cuadrado construible y utilizamos dicho promedio para estimar el costo del terreno en los otros 3 proyectos. A los efectos de calcular la incidencia en pesos se tomó el TC según el BNA al cierre de cada uno de los años de adquisición de los respectivos terrenos.

A continuación detallamos el análisis de incidencia efectuado para los 8 proyectos:

Costos reales							Costos estimados		
Astor Caballito	Astor Núñez	Forum Puerto del Buceo	Astor Palermo	Proyecto FACA	promedio		Forum Puerto Norte	Forum Alcorta	Venice
12.700.000	12.600.000	24.000.000	18.800.000	29.955.512		**Costo en USD**	30.236.631	22.977.233	130.706.157
55.080	33.481	60.920	30.871	197.720		**Sup. construible**	85.834	65.226	371.040
231	376	394	609	152	352	**Incidencia promedio por m2 construible**	352	352	352
74	54	130	52,5	250		**Vpv en usd**	97,2	174,6	540
17%	23%	18%	36%	12%	21%	**Incidencia promedio sobre el vpv en usd**	31%	13%	24%

A continuación se detalla el análisis efectuado para cada uno de los proyectos:

Proyecto	Forum Puerto Norte	Forum Alcorta	Astor Palermo	Astor Caballito	Astor Núñez	Venice	Forum Puerto del Buceo	Proyecto FACA
Superficie vendible (m2)	52.707	40.981	14.449	30.064	20.317	212.300	40.000	121.580
Otras unidades vendibles: Cocheras (unidades)	570	400	366	500	231	3.019	312	1.307
Otras unidades vendibles: Guarderías naúticas y marinas (unidades)	96					182		
Superficie construible edificios (m2) **(A)**	65.884	51.226	18.061	37.580	25.396	265.375	50.000	151.975
Superficie construible cocheras (m2) **(B)**	19.950	14.000	12.810	17.500	8.085	105.665	10.920	45.745
m2 estandarizados en función de su costo **(A) + (B)*0,4**	73.864	56.826	23.185	44.580	28.630	307.641	54.368	170.273
Costo unitario de construccion por m2 de edificios en pesos	***4.732***	***4.732***	***4.732***	***4.732***	***4.732***	***4.732***	***4.732***	***4.732***
Costos totales estimados por proyecto sin ajustar (en millones de pesos)	**455**	**349**	**185**	**266**	**190**	**934**	**348**	**934**

En función del análisis efectuado previamente, se procedió a calcular el costo ajustado por inflación de cada uno de los proyectos, en función de una distribución de los mismos en forma de campana a lo largo del proyecto. Es importante recordar que contablemente los costos se reconocen cuando se entregan las unidades terminadas, por dicho motivo en el cuadro a continuación no se observará la evolución de los costos sino el importe total ajustado por inflación que la Compañía finalmente asumió por cada uno de los emprendimientos. A continuación exponemos el análisis efectuado para los años 2012 a 2016 inclusive:

Costos ajustados (en millones de pesos)	Costos proyectados				
	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	119	362			
Forum Alcorta		175	257		
Astor Palermo			253		
Astor Caballito					507
Astor Núñez				328	
Venice (por el 50% de los costos estimados)				138	
Proyecto puerto del buceo				348	
Proyecto FACA					208
Total costos ajustados	119	537	509	814	715

9.1.5 Proyección de gastos de administración y comercialización

A continuación se podrán encontrar las premisas utilizadas para estimar los gastos de administración y comercialización para el ejercicio 2012. Para los ejercicios 2013 a 2016, estimamos que se incrementarán un 29% anual estimado por inflación y un 10% estimado por crecimiento.

Cuenta	Totales al Dic 31, 2011	Totales al Jun 30, 2012	Totales al Dic 31, 2012 Proy.	Observaciones
Sueldos y cargas sociales	18.573.109	9.836.345	24.590.863	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos. Adicionalmente se considera un incremento del gasto por sueldos de un 25% (para considerar posibles incrementos de dotaciones en la segunda mitad del ejercicio así como incremento en los salarios por el ajuste de la inflación)
Otros gastos del personal	543.051	26.662	298.188	Por existir una variación significativa entre un ejercicio y otro , se toma un promedio de lo gastado en 2011 y en 2012.
Alquileres y expensas	1.655.656	981.810	1.963.620	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Honorarios profesionales	4.193.409	2.876.470	5.752.940	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Honorarios al Directorio	180.000	78.000	156.000	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Honorarios a la Sindicatura	324.750	154.150	308.300	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Gastos de oferta pública	1.275.884	191.764	0	
Impuestos, tasas y contribuciones	5.219.861	5.699.256	11.398.512	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Movilidad y viáticos	597.170	410.023	820.046	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Gastos de computación y servicios	837.134	412.362	824.724	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Gastos de oficina	414.966	417.572	835.144	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Gastos de representación	3.853		0	
Seguros	578.765	542.283	1.084.566	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Gastos de ventas	58.041	175.282	350.564	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Gastos de publicidad	925.012	1.566.372	3.132.744	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Gastos generales	1.539.175	700.875	1.401.750	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Donaciones	53.595	137.000	274.000	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Depreciaciones de bienes de uso	352.385	937.707	1.875.414	se toma lo devengado hasta junio 2012 (durante el ejercicio) y se multiplica por dos
Totales	***36.973.431***	***24.206.226***	***55.067.374***	

9.1.6 Proyección de Working Capital

9.1.6.1 Bienes de cambio

A los efectos de calcular la distribución de las erogaciones por proyecto en el tiempo, estimamos una distribución de campana y asignamos un porcentaje de las erogaciones totales a cada año. Por último, al finalizar el tiempo estimado de ejecución del proyecto se da de baja el inventario de productos terminados y los anticipos de clientes y el efecto en el working capital termina siendo neutro.

9.1.6.2 Anticipos de clientes

A partir del año 2012 y debido a las restricciones cambiarias existentes, TGLT comenzó a utilizar una nueva metodología de venta para sus proyectos en Argentina. Esta nueva metodología se basa en un financiamiento en pesos otorgado por la Compañía ajustando el saldo pendiente de pago por el índice de incremento de precios de la Cámara Argentina de la Construcción. Bajo este esquema de financiamiento normal, las cobranzas en su mayoría se distribuyen de la siguiente manera:

a) Con la firma del Boleto de Compra-Venta los clientes deben abonar el 30% del precio del inmueble adquirido.
b) El 40% del precio del inmueble es financiado en 12 cuotas que se devengan a partir de la firma del Boleto mencionado en el punto a).
c) El 20% del precio del inmueble es financiado en 4 refuerzos semestrales contados a partir de la firma del Boleto mencionado en el punto a).
d) El 10% restante, se abona con la posesión del inmueble (y su correspondiente escritura).

Tomando como base de cálculo las ventas aseguradas hasta el 31 de Diciembre del 2011 y el avance de ventas estimado para cada uno de los proyectos proyectamos un horizonte temporal de cobranzas entre 5 y 6 años por proyecto (3/4 años de construcción promedio + dos años para cobrar las cuotas y refuerzos pendientes al finalizar la obra).

Para estimar el incremento en las cuotas pendiente de pago por los clientes, estimamos la inflación utilizando el aumento sufrido según el índice CAC entre agosto 2011 y agosto 2012. (Fuente: Estadística histórica del diario de arquitectura de Clarin del mes de Octubre de 2012.). De dicho análisis se desprende una inflación en pesos estimada de un 24,36 % anual.

Como mencionamos anteriormente, en el caso del proyecto Puerto del Buceo, que se encuentra ubicado en Uruguay, la Compañía mantiene sus proyecciones en Dólares. A los efectos de nuestra proyección se convirtieron dichos saldos a pesos utilizando para el año 2012 el Dólar utilizado por la Compañía para replantear el esquema de ventas 100% en pesos; para el año 2013 el Dólar Futuro de Junio-2013[20]; los subsiguientes años, fueron estimados en función a un 10% anual de incremento correspondiente al incremento esperado del tipo de cambio oficial en función de la inflación oficial esperada para los próximos años.

9.1.6.3 Créditos por ventas

La ganancia por la construcción y venta de las unidades se reconoce cuando las mismas son entregadas. En dicho momento se dan de baja los anticipos de clientes (pasivo) y se dan de baja los inventarios (bienes de cambio). En el caso que los clientes no hayan finalizado de abonar el 100% del precio pactado antes de la entrega de la unidad adquirida, se genera para la Compañía un crédito (Créditos por ventas) por el saldo de precio aún no cancelado. A los efectos de nuestro análisis hemos estimado el saldo de créditos por ventas año a año en función a la evolución de ventas proyectada y al horizonte temporal previsto para la construcción y entrega de los distintos emprendimientos.

La proyección de los saldos de anticipos de clientes al cierre de cada ejercicio se detalla a continuación:

[20] Fuente: Rofex

Cobros de anticipos de clientes	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	237	128	99			
Forum Alcorta	163	138	258	347		
Astor Palermo	47	121	72	61		
Astor Caballito	11	43	110	159	198	204
Astor Núñez	8	24	76	125	182	
Venice (por el 50% de los costos estimados)	2	15	86	154	233	310
Proyecto FACA			89	175	259	352
Proyecto puerto del buceo		52	142	194	250	
Total anticipos cobrados ajustados en pesos	*468*	*521*	*932*	*1.214*	*1.122*	*866*

Bajas de anticipos cobrados ajustado	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	-6	-114	-345			
Forum Alcorta			-492,80	-414		
Astor Palermo				-302		
Astor Caballito						-724
Astor Núñez					-415	
Venice (por el 50% de los costos estimados)					-304	
Proyecto FACA						-303
Proyecto puerto del buceo					-638	
Total anticipos dados de baja ajustados	*-6*	*-114*	*-838*	*-715*	*-1.356*	*-1.028*
Saldo de anticipos ajustados estimados	***462***	***869***	***964***	***1.463***	***1.229***	***1.067***

La proyección de los saldos de créditos por ventas al cierre de cada ejercicio se detalla a continuación:

Créditos por ventas	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte			41,14	-32,08	-9,05	
Forum Alcorta				185,47	-138,26	-47,21
Astor Palermo				9,91	-7,56	-2,35
Astor Caballito						59,54
Astor Núñez					85,98	-65,35
Venice (por el 50% de los costos estimados)						
Proyecto FACA						
Proyecto puerto del buceo					118	-95
Total anticipos cobrados sin ajustar	-	-	41	163	49	-151
Total saldo de créditos por ventas ajustados	*-*	*-*	*41*	*204*	*254*	*103*

La proyección de los saldos de bienes de cambio al cierre de cada ejercicio se detalla a continuación:

Incremento de bienes de cambio	Al 2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	362	77	48			
Forum Alcorta	195	58	119	59		
Astor Palermo	80	14	88	71		
Astor Caballito	59	26	32	119	148	123
Astor Núñez	57	1	21	137	112	
Venice (por el 50% de los costos estimados)	71	35	44	65	116	229
Proyecto FACA	-	-	47	59	87	156
Proyecto puerto del buceo	1	9	164	164	10	
Total bienes de cambio ajustados en pesos	*825*	*219*	*565*	*675*	*472*	*507*

Bajas de bienes de cambio por entregas ajustado	Al 2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	-6	-119	-362			
Forum Alcorta			-175	-257		
Astor Palermo				-253		
Astor Caballito						-507
Astor Núñez					-328	
Venice (por el 50% de los costos estimados)					-138	
Proyecto FACA						-208
Proyecto puerto del buceo					-348	
Total bienes de cambio ajustados	*-6*	*-119*	*-537*	*-509*	*-814*	*-715*
Saldo de bienes de cambio estimado	***819***	***919***	***947***	***1.113***	***771***	***563***

WC proyectado	*357*	*50*	*25*	*-146*	*-204*	*-402*
Variación del WC proyectado		*-307*	*-25*	*-170*	*-58*	*-197*

9.1.7 Estimación de la perpetuidad

A los efectos de calcular la perpetuidad se consideró una tasa de crecimiento conservadora del 3%.

9.1.8 Variación del Activo no corriente

Dentro del activo no corriente la variación del CAPEX no es significativa.

9.1.9 Factor de descuento: WACC (Weighted Average Cost of Capital, en español: Promedio Ponderado del Costo de Capital).

La fórmula aplicada para calcular el WACC se detalla a continuación:

WACC: Equity/(Deuda + Equity) * Ke + Deuda/(Deuda + Equity)* Kd

Con respecto a los datos de Deuda, utilizaremos los datos publicados en el Balance al 31.12.2011 por la Compañía. Respecto a los datos de Equity, dado que el valor de mercado de las acciones es público, obtendremos el dato de la cotización al 31/12/2011 de las acciones de TGLT.

9.1.9.1 Estimación del Kd

En relación al cálculo del Kd se tomó la tasa de interés pagada por las obligaciones negociables emitidas por la Compañía en el mes de Agosto de 2012. Dicha tasa corresponde a la tasa de interés Badlar privada + 525 puntos básicos. Las obligaciones negociables fueron emitidas a la par, en pesos y con vencimiento en mayo de 2014. Adicionalmente, se multiplicó la mencionada tasa por (1-T), donde T es la tasa impositiva vigente en Argentina.

En consecuencia, el Kd a utilizar en el cálculo del WACC se estimó de la siguiente manera:

Promedio de la tasa Badlar corregida entre Enero 2011 y Octubre 2012: 13,40%[21]

Kd: Promedio Badlar corregida + 525 puntos básicos * (1-T) = 12,12%

9.1.9.2 Estimación del Ke

Respecto al costo de capital propio (Ke) utilizaremos el método CAPM para estimarlo.

De acuerdo al CAPM, el Ke se calcula de la siguiente manera:

Ke: Rf + Beta * (Rm-Rf) + riesgo país.

Dado que el método CAPM es muy amplio en cuanto a los datos que te permite utilizar para calcular el Ke y debido a las sugerencias recibidas de los evaluadores, se efectuó el cálculo del Ke en función a dos mercados diferentes, para luego escoger la tasa que sea más representativa del rendimiento exigido por el mercado al equity de TGLT en Argentina. Por dicho motivo, a continuación se detallan:

a) El cálculo del Ke tomando como base datos provenientes del mercado de EEUU.
b) El cálculo del Ke tomando como base datos provenientes del mercado de Brasil.

A los efectos del presente trabajo, se utilizará para descontar los flujos de fondos proyectados, la segunda opción, es decir el Ke calculado tomando como base datos provenientes del mercado de Brasil. Esta elección tiene principalmente tres fundamentos:

a) Brasil es un país comparativamente más similar a Argentina que Estados Unidos.
b) Se intentó calcular el Ke tomando como base datos provenientes del mercado argentino pero dado que las acciones de las empresas argentinas líderes del mercado de Real Estate cotizan muy pocos días en relación al Merval no se pudieron obtener resultados consistentes de las regresiones efectuadas, motivo por el cual los evaluadores sugirieron desestimar este método de cálculo.
c) El accionista principal de la empresa bajo análisis es líder en el mercado de Real Estate de Brasil.

Base: Estados Unidos

Tasa libre de riesgo: Se tomaron los bonos de EEUU de 10 años. Es importante aclarar que no tomamos los bonos a 30 años dado que actualmente están perdiendo liquidez en el mercado, lo que puede ocasionar un incremento en el rendimiento requerido por el mercado.

Beta: Se utilizó la Beta de IRSA (Principal empresa del mercado de Real Estate argentino que cotiza en la bolsa de Estados Unidos).

Tasa de mercado: La prima por riesgo de mercado de acuerdo al cálculo efectuado por Ibbotson para el período 1926- 2007 asciende a 7,1%[22]. En consecuencia, el rendimiento requerido al mercado, asciende a un 8,78%

[21] Fuente: BCRA - Estadistica: Tasas de interés de bancos privados por depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días y de más de un millón de pesos en % n.a.

[22] Pearl J. and J. Rosenbaum, 2009, Investment Banking: Valuation, Leveraged, Buyouts, and Mergers and Acquisitions, John Wiley & Sons, Inc., New Jersey

Riesgo País: En relación al factor de riesgo asociado al país en el cual la empresa bajo análisis desarrolla sus funciones, utilizaré el índice EMBI para incrementar la tasa de descuento en los puntos básicos indicados por dicho índice. Al 31.12.2011 el riesgo país de Argentina era del 9,25% (Fuente: Ámbito financiero, elaborado por JP-Morgan)

A continuación se detalla el cálculo del WACC calculado en base a los datos del mercado estadounidense:

Cálculo del Ke		
Ke= Rf + B * (Rm-Rf) + sigma lp		
Rf=	1,68%	10 year treasury bond
B=	1,2	Beta de IRSA en EEUU
Rm=	8,78%	7,1% Rf premium
Rc=	9,25%	Riesgo País
Ke=	**19,45%**	
Kd:	**12,12%**	Tasa promedio de prestamos * (1-T)

WACC (Weighted Average Cost of Capital, en español: Promedio Ponderado del Costo de Capital)	
Ke=	19%
Kd=	12%
Deuda/(Deuda + Equity)	8%
Equity/(Deuda + Equity)	92%
WACC = Equity/(Deuda + Equity) * Ke + Deuda/(Deuda + Equity)* Kd =	**18,90%**

Base: Brasil

Tasa libre de riesgo: En el mercado brasilero existen diferentes títulos emitidos por el gobierno y el índice IMA agrupa dichos titulos de acuerdo al plazo, cupones y tipo de tasa pagada. Dentro de las diferentes categorías existentes, consideramos que la más adecuada es la denominada IMA B5+ que agrupa los titulos que tienen un plazo mayor a 5 años con cupones pagaderos semestralmente y ajustados al indice de precios al consumidor. La duration promedio de los titulos de esta categoria es de 11,21 y el rendimiento anual es del 14,48% .[23]

Beta: Las 3 principales empresas del sector de real estate en Brasil son PDG (accionista mayoritario de la compañía), MRV y Cyrela. En función de las cotizaciones mensuales desde enero del 2009 hasta enero 2012 de las 3 empresas se efectuaron las regresiones respecto al índice Bovespa (índice utilizado para calcular la tasa de rentabilidad del mercado). La Beta des-apalancada de las empresas mencionadas precedentemente oscila entre 1,77 y 1,85 aproximadamente. A los efectos del presente trabajo se utilizará el promedio de las 3 Betas apalancado por el % de deuda/equity de TGLT (8%).

Tasa de mercado: A los efectos de calcular la tasa de mercado utilizaremos la rentabilidad anual exigida por el mercado al Bovespa. Dicho rendimiento arroja un resultado del 21%.

[23] Boletín ANBIMA – Mercado de renta fija – Año III N° 26 – Enero 2012.

Riesgo país: A los efectos de estimar la rentabilidad adicional requerida por efectuar la inversión en Argentina en lugar de Brasil se calculará la diferencia entre el riesgo país de Argentina y el riesgo país de Brasil, es decir: 9,25% - 2,23% = 7,02%.

Cálculo del Ke		
Ke= Rf + B * (Rm-Rf) + prima por riesgo país		
Rf=	14,48%	Retorno anual esperado del IMA-B 5+
B=	1,92	Promedio de las Betas de Brasil apalancadas con el % de deuda de TGLT
Rm=	21%	Rendimiento Bovespa
Rc=	7,02%	EMBI+ Argentina - EMBI+ Brasil
Ke=	**33,30%**	
Kd:	**12,12%**	Tasa promedio de prestamos * (1-T)

WACC (Weighted Average Cost of Capital, en español: Promedio Ponderado del Costo de Capital)	
Ke=	33%
Kd=	12%
Deuda/(Deuda + Equity)	8%
Equity/(Deuda + Equity)	92%
WACC = Equity/(Deuda + Equity) * Ke + Deuda/(Deuda + Equity)* Kd =	**31,70%**

9.1.10 Escenario base

A continuación, se resume la información detallada precedentemente, a los efectos de calcular mediante el modelo de DCF el valor de la acción de TGLT. Es importante recordar que por los motivos expuestos precedentemente, los flujos de fondos se encuentran descontados al WACC calculado en función de los datos de Brasil.

Proyección de flujos de fondos	2012	2013	2014	2015	2016	Estimación de la perpetuidad
Ingresos (en millones de pesos)	114	879	910	1.561	1.087	
Costos (en millones de pesos)	-119	-537	-509	-814	-715	
Resultado bruto (en millones de pesos)	*-6*	*342*	*401*	*746*	*372*	
Otros gastos:						
Gastos de administracion y comercializacion	-55	-77	-106	-148	-206	
EBIT	***-61***	***265***	***295***	***599***	***166***	
Amortizaciones	2	3	3	5	6	
EBITDA	***-59***	***268***	***298***	***603***	***173***	
Tasa impositiva	35%	35%	35%	35%	35%	
EBIT * (1-T)	***-39***	***173***	***192***	***389***	***108***	
Variación del WC y del ANC	-307	-25	-170	-58	-197	
FFL=(EBIT)(1 - T) + A – Delta CT - Delta ANC*	*269*	*200*	*365*	*452*	*312*	*1.148*
Perpetuidad descontada al año 2016					1.148	
Flujos de fondos incluyendo perpetuidad	***269***	***200***	***365***	***452***	***1.459***	

Flujos de fondos descontados al WACC en millones de pesos	***999***	
Saldo de caja al cierre	12	
Saldo de deuda	-64	
Total flujos de fondos descontados (equity value) en millones de pesos	946	
Cantidad de acciones en circulación	70.349.485	
Equity Value por accion	**13,45**	
Cotización de la acción al 31.12.2011 en pesos	***11,20***	
Diferencia entre valuación y cotización	2,25	16,71%

9.1.11 Análisis de la diferencia obtenida

Consideramos que en condiciones normales la acción de TGLT debería encontrarse sub-valuada respecto al valor obtenido por la metodología DCF debido a la falta de liquidez de la acción en el mercado, motivo por el cual incrementando esta última, el ajuste debería disminuir o tender a desaparecer incrementando el precio de la acción. Es importante recordar que durante el ejercicio 2012 la calificadora de riesgos Fitch Ratings bajó la calificación de las acciones de TGLT de 2 a 3 por esta causa. De acuerdo a lo mencionado en el informe de dicha calificadora, la calificación se basa en una buena capacidad de generación de fondos esperada y en la liquidez media estimada para la acción en el mercado.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

10 Análisis de escenarios

Es importante mencionar, que durante el año 2012 la compañía ha efectuado una transición de su esquema de ventas para poder afrontar las restricciones del mercado cambiario argentino.

Si bien desde el punto de vista de la estrategia de la compañía, este cambio implicó dejar de fijar sus ingresos contra una moneda considerada segura por el mercado como es el Dólar, desde el punto de vista de los resultados financieros de la compañía, este cambio favoreció a TGLT frente a posibles descalces entre sus costos medidos en pesos argentinos (bienes construidos o en construcción, vendidos o no) y sus pasivos medidos hasta el momento en divisas. Es importante recordar que las variaciones en el tipo de cambio eran uno de los principales factores que generaban resultados negativos de gran magnitud para la compañía en sus estados contables.

En una economía más estable la importancia relativa de las distintas variables que afectan a la industria, probablemente difiera del presente análisis. Sin embargo, dado el contexto en el cual nos encontramos, considero que los principales factores que estarían afectando a la industria bajo análisis son:

a) Inflación.
b) PBI

En relación al PBI, podemos observar en los gráficos expuestos en la primera sección del presente trabajo que el mismo se encuentra estrechamente relacionado con la evolución del sector de la construcción. Por dicho motivo, un escenario positivo para la Compañía, debería coincidir con una etapa próspera para el país y lo mismo sucede con el escenario pesimista.

En este contexto, la mayor o menor duración de los distintos desarrollos juega un rol clave en la generación de resultados positivos por parte de la compañía.

En consecuencia, a continuación realizaremos el análisis del efecto que tiene sobre el valor de la acción de TGLT un aceleramiento (escenario positivo) y un des-aceleramiento (escenario negativo) de la velocidad de ventas y entrega de los emprendimientos.

Es importante destacar, que en los 3 escenarios, tanto los ingresos como los egresos de fondos sin ajustar por el transcurso del tiempo se mantuvieron constantes. La diferencia reside en la distribución de los mismos a lo largo del tiempo. Asimismo en los 3 escenarios se asume que la tasa de inflación aplicada a los costos es igual a la tasa de inflación aplicada a los ingresos (es decir, que la Compañía logra ajustar el 100% de sus ventas al índice de la Cámara Argentina de la Construcción).

Por último haremos una breve descripción de los escenarios analizados:

Escenario optimista: Bajo este supuesto, el precio de la soja se mantiene elevado y se cumplen las expectativas de una buena cosecha generando un escenario próspero para el país. Bajo esas condiciones, debería generarse un incremento en la demanda del sector de real estate y en consecuencia la Compañía se vería en condiciones óptimas para incrementar la velocidad de venta y de entrega de sus desarrollos.

Bajo este escenario, la Compañía logra construir y comercializar sus emprendimientos un año antes que el escenario base utilizado para nuestra valuación.

Escenario base: Este sería el escenario más esperable, y coincide con el escenario utilizado para realizar la valuación de la acción de TGLT.

Escenario pesimista: Bajo este supuesto los precios de la soja se reducen significativamente, provocando (o induciendo) recesión en la economía argentina que provoca

un estancamiento en la industria, con el consecuente efecto negativo para los ingresos de la compañía.

Bajo este escenario, la Compañía no lograría el objetivo de ventas y entregas previsto y los proyectos se extenderían un año más del horizonte temporal planificado. Adicionalmente los proyectos de larga duración (FACA y Venice) se extenderían dos años más de la duración proyectada.

10.1.1 Escenario optimista

Se detallan a continuación los ingresos y costos de la compañía bajo este escenario:

Ingresos por ventas (en millones de pesos)	2011	2012	2013	2014	2015
Forum Puerto Norte	6	484			
Forum Alcorta			963		
Astor Palermo			297		
Astor Caballito				616	
Astor Núñez				416	
Venice (por el 50% de los costos estimados)					719
Proyecto FACA					801
Proyecto puerto del buceo				712	
Total ingresos por ventas en pesos ajustados	*6*	*484*	*1.260*	*1.743*	*1.520*

	Costos proyectados			
Costos ajustados (en millones de pesos)	**2012**	**2013**	**2014**	**2015**
Forum Puerto Norte	465	-		
Forum Alcorta		409	-	
Astor Palermo		230		
Astor Caballito			399	
Astor Núñez			276	
Venice (por el 50% de los costos estimados)				478
Proyecto puerto del buceo			348	
Proyecto FACA				650
Total costos ajustados	465	638	1.023	1.128

Se detalla a continuación la evolución del working capital bajo el escenario optimista:

Universidad de SanAndrés

Cobros de anticipos de clientes	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	237	163	-			
Forum Alcorta	163	240	378	-		
Astor Palermo	47	121	81	-		
Astor Caballito	11	85	166	236	-	-
Astor Núñez	8	65	117	153	-	
Venice (por el 50% de los costos estimados)	2	92	176	262	361	451
Proyecto FACA		101	200	297	408	512
Proyecto puerto del buceo		115	205	254	-	
Total anticipos cobrados ajustados en pesos	*468*	*983*	*1.322*	*1.203*	*770*	*963*

Bajas de anticipos cobrados ajustado	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	-6	-406				
Forum Alcorta			-781			
Astor Palermo			-249			
Astor Caballito				-497		
Astor Núñez				-343		
Venice (por el 50% de los costos estimados)					-719	
Proyecto FACA					-801	
Proyecto puerto del buceo				-574		
Total anticipos dados de baja ajustados	*-6*	*-406*	*-1.030*	*-1.414*	*-1.520*	*-*
Saldo de anticipos ajustados estimados	***462***	***1.039***	***1.331***	***1.119***	***369***	***1.332***

Créditos por ventas	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte		77,94	-58,63	-19,30		
Forum Alcorta			181,75	-136,53	-45,22	
Astor Palermo			48,13	-43,88	-4,24	
Astor Caballito				118,37	-89,01	-29,36
Astor Núñez				72,97	-55,53	-17,44
Venice (por el 50% de los costos estimados)						
Proyecto FACA						
Proyecto puerto del buceo				138	-111	-27
Total anticipos cobrados sin ajustar	-	78	171	130	-305	-74
Total saldo de créditos por ventas ajustados	*-*	*78*	*249*	*379*	*74*	*-*

QUAERERE VERUM
Universidad de
San Andrés

Incremento de bienes de cambio	Al 2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	362	109	-			
Forum Alcorta	195	75	139	-		
Astor Palermo	80	52	97	-		
Astor Caballito	59	27	174	140	-	-
Astor Núñez	57	17	112	90	-	
Venice (por el 50% de los costos estimados)	71	37	64	122	227	398
Proyecto FACA	-	48	82	175	398	480
Proyecto puerto del buceo	1	35	190	123	-	
Total bienes de cambio ajustados en pesos	*825*	*400*	*858*	*650*	*625*	*878*

Bajas de bienes de cambio por entregas ajustado	Al 2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	-6	-465				
Forum Alcorta			-409			
Astor Palermo			-230			
Astor Caballito				-399		
Astor Núñez				-276		
Venice (por el 50% de los costos estimados)					-478	
Proyecto FACA					-650	
Proyecto puerto del buceo				-348		
Total bienes de cambio ajustados	*-6*	*-465*	*-638*	*-1.023*	*-1.128*	*-*
Saldo de bienes de cambio estimado	***819***	***754***	***974***	***600***	***97***	***975***

WC proyectado	*357*	*-206*	*-108*	*-140*	*-198*	*-357*
Variación del WC proyectado		*-563*	*98*	*-32*	*-58*	*-159*

Finalmente se resumen los cuadros detallados precedentemente en la siguiente proyección de flujos de fondos y en la subsiguiente valuación de la Compañía:

Proyección de flujos de fondos	2012	2013	2014	2015	Estimación de la perpetuidad
Ingresos (en millones de pesos)	484	1.260	1.743	1.520	
Costos (en millones de pesos)	-465	-638	-1.023	-1.128	
Resultado bruto (en millones de pesos)	*19*	*622*	*720*	*392*	
Otros gastos:					
Gastos de administracion y comercializacion	-55	-77	-106	-148	
EBIT	***-36***	***545***	***614***	***244***	
Amortizaciones	2	3	3	5	
EBITDA	***-34***	***548***	***617***	***249***	
Tasa impositiva	35%	35%	35%	35%	
EBIT * (1-T)	***-23***	***354***	***399***	***159***	
Variación del WC y del ANC	-563	98	-32	-58	
FFL=(EBIT)(1 - T) + A – Delta CT - Delta ANC*	*542*	*259*	*435*	*221*	*1.306*
Perpetuidad descontada al año 2015				1.306	
Flujos de fondos incluyendo perpetuidad	***542***	***259***	***435***	***1.527***	

WACC (Weighted Average Cost of Capital, en español: Promedio Ponderado del Costo de Capital)	
Ke=	33%
Kd=	12%
Deuda/(Deuda + Equity)	8%
Equity/(Deuda + Equity)	92%
WACC = Equity/(Deuda + Equity) * Ke + Deuda/(Deuda + Equity)* Kd =	**31,70%**

Flujos de fondos descontados al WACC en millones de pesos	***1.258***	
Saldo de caja al cierre	12	
Saldo de deuda	-64	
Total flujos de fondos descontados (equity value) en millones de pesos	1.206	
Cantidad de acciones en circulación	70.349.485	
Equity Value por accion	**17,14**	
Cotización de la acción al 31.12.2011 en pesos	***11,20***	
Diferencia entre valuación y cotización	5,94	34,65%

10.1.2 Escenario pesimista

Se detallan a continuación los ingresos y costos de la compañía bajo este escenario:

Ingresos por ventas (en millones de pesos)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	6			648		
Forum Alcorta					1.143	
Astor Palermo					331	
Astor Caballito						
Astor Núñez						532
Venice (por el 50% de los costos estimados)						178
Proyecto FACA						204
Proyecto puerto del buceo						796
Total ingresos por ventas en pesos ajustados	*6*	*-*	*-*	*648*	*1.474*	*1.709*

Costos ajustados (en millones de pesos)	Costos proyectados				
	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte			490		
Forum Alcorta				448	
Astor Palermo				274	
Astor Caballito					
Astor Núñez					362
Venice (por el 50% de los costos estimados)					107
Proyecto puerto del buceo					348
Proyecto FACA					187
Total costos ajustados	-	-	490	722	1.005

Se detalla a continuación la evolución del working capital bajo el escenario pesimista:

Cobros de anticipos de clientes	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	237	91	63	228		
Forum Alcorta	163	138	163	220	315	
Astor Palermo	47	96	64	34	70	
Astor Caballito	11	43	79	101	126	157
Astor Núñez	8	24	60	95	118	151
Venice (por el 50% de los costos estimados)	2	15	72	126	185	254
Proyecto FACA			73	143	210	281
Proyecto puerto del buceo		52	114	147	162	228
Total anticipos cobrados ajustados en pesos	*468*	*459*	*687*	*1.094*	*1.185*	*1.071*

Bajas de anticipos cobrados ajustado	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	-6			-619		
Forum Alcorta					-1.000	
Astor Palermo					-311	
Astor Caballito						
Astor Núñez						-455
Venice (por el 50% de los costos estimados)						-178
Proyecto FACA						-204
Proyecto puerto del buceo						-703
Total anticipos dados de baja ajustados	*-6*	*-*	*-*	*-619*	*-1.311*	*-1.539*

Saldo de anticipos ajustados estimados	***462***	***921***	***1.609***	***2.084***	***1.958***	***1.489***

Créditos por ventas	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte				28,70	-22,10	-6,59
Forum Alcorta					142,85	-107,91
Astor Palermo					19,71	-15,04
Astor Caballito						
Astor Núñez						76,60
Venice (por el 50% de los costos estimados)						
Proyecto FACA						
Proyecto puerto del buceo						93
Total anticipos cobrados sin ajustar	-	-	-	29	140	40
Total saldo de créditos por ventas ajustados	*-*	*-*	*-*	*29*	*169*	*209*

Incremento de bienes de cambio	Al 2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	362	33	68	34		
Forum Alcorta	195	37	93	87	36	
Astor Palermo	80	7	55	82	50	
Astor Caballito	59	26	32	119	148	123
Astor Núñez	57	1	11	84	129	78
Venice (por el 50% de los costos estimados)	71	35	43	64	114	226
Proyecto FACA	-	-	55	69	102	181
Proyecto puerto del buceo	1	4	97	145	33	69
Total bienes de cambio ajustados en pesos	*825*	*143*	*454*	*684*	*611*	*678*

Bajas de bienes de cambio por entregas ajustado	Al 2011	2012	2013	2014	2015	2016
Forum Puerto Norte	-6			-490		
Forum Alcorta					-448	
Astor Palermo					-274	
Astor Caballito						
Astor Núñez						-362
Venice (por el 50% de los costos estimados)						-107
Proyecto FACA						-187
Proyecto puerto del buceo						-348
Total bienes de cambio ajustados	*-6*	*-*	*-*	*-490*	*-722*	*-1.005*

Saldo de bienes de cambio estimado	***819***	***962***	***1.416***	***1.610***	***1.500***	***1.173***

WC proyectado	*357*	*41*	*-193*	*-445*	*-289*	*-107*
Variación del WC proyectado		*-316*	*-233*	*-252*	*156*	*182*

Finalmente se resumen los cuadros detallados precedentemente en la siguiente proyección de flujos de fondos y en la subsiguiente valuación de la Compañía:

Proyección de flujos de fondos	2012	2013	2014	2015	2016	Estimación de la perpetuidad
Ingresos (en millones de pesos)	-	-	648	1.474	1.709	
Costos (en millones de pesos)	-	-	-490	-722	-1.005	
Resultado bruto (en millones de pesos)	-	-	*158*	*752*	*705*	
Otros gastos:						
Gastos de administracion y comercializacion	-55	-77	-106	-148	-206	
EBIT	***-55***	***-77***	***51***	***604***	***499***	
Amortizaciones	2	3	3	5	6	
EBITDA	***-53***	***-74***	***55***	***609***	***505***	
Tasa impositiva	35%	35%	35%	35%	35%	
EBIT * (1-T)	***-36***	***-50***	***33***	***393***	***324***	
Variación del WC y del ANC	-316	-233	-252	156	182	
FFL=(EBIT)(1 - T) + A – Delta CT - Delta ANC*	*282*	*186*	*289*	*241*	*149*	*824*
Perpetuidad descontada al año 2016					824	
Flujos de fondos incluyendo perpetuidad	***282***	***186***	***289***	***241***	***972***	

WACC (Weighted Average Cost of Capital, en español: Promedio Ponderado del Costo de Capital)	
Ke=	33%
Kd=	12%
Deuda/(Deuda + Equity)	8%
Equity/(Deuda + Equity)	92%
WACC = Equity/(Deuda + Equity) * Ke + Deuda/(Deuda + Equity)* Kd =	**31,70%**

Flujos de fondos descontados al WACC en millones de pesos	***774***	
Saldo de caja al cierre	12	
Saldo de deuda	-64	
Total flujos de fondos descontados (equity value) en millones de pesos	721	
Cantidad de acciones en circulación	70.349.485	
Equity Value por accion	**10,25**	
Cotización de la acción al 31.12.2011 en pesos	***11,20***	
Diferencia entre valuación y cotización	-0,95	-9,27%

10.1.3 Resumen de los escenarios

Se detalla a continuación el resumen de los 3 escenarios analizados en el presente trabajo y su efecto sobre la valuación de la acción de TGLT:

Optimista	Proyección de flujos de fondos	2012	2013	2014	2015	2016
	Ingresos (en millones de pesos)	484	1.260	1.743	1.520	N/A
	Costos (en millones de pesos)	-465	-638	-1.023	-1.128	N/A
	Variación del WC y del ANC	-563	98	-32	-58	N/A
	Flujos de fondos incluyendo perpetuidad	***542***	***259***	***435***	***1.527***	***N/A***

Base	Proyección de flujos de fondos	2012	2013	2014	2015	2016
	Ingresos (en millones de pesos)	114	879	910	1.561	1.087
	Costos (en millones de pesos)	-119	-537	-509	-814	-715
	Variación del WC y del ANC	-307	-25	-170	-58	-197
	Flujos de fondos incluyendo perpetuidad	***269***	***200***	***365***	***452***	***1.459***

Pesimista	Proyección de flujos de fondos	2012	2013	2014	2015	2016
	Ingresos (en millones de pesos)	0	-	648	1.474	1.709
	Costos (en millones de pesos)	0	-	-490	-722	-1.005
	Variación del WC y del ANC	-316	-233	-252	156	182
	Flujos de fondos incluyendo perpetuidad	***282***	***186***	***289***	***241***	***972***

	DCF	*Cotización al 31.12.11*	Diferencia	
Optimista	17,14	11,2	5,94	53%
Base	13,45	11,2	2,25	20%
Pesimista	10,25	11,2	-0,95	-8%

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

11 Análisis de sensibilidad

Teniendo en cuenta que un desafío permanente de la Compañía es poder trasladar el incremento de sus costos a los precios de venta de las unidades y dada la significatividad de dichos drivers en los flujos de fondos libres obtenidos, para efectuar el análisis de sensibilidad, estudiaré los siguientes escenarios:

a) Escenario optimista: Bajo este escenario, los costos se incrementan al ritmo de la inflación y la Compañía consigue aumentar los precios de venta a una tasa superior a la misma.

b) Escenario conservador: Bajo este escenario, los costos se incrementan al ritmo de la inflación y la Compañía consigue trasladar dicho aumento a los precios de venta.

c) Escenario pesimista: Bajo este escenario recesivo, tomamos como supuesto, que dado que los proyectos ya se encuentran en su etapa de construcción, la Compañía optará por finalizar y entregar los mismos, para evitar mayores y potenciales consecuencias legales y financieras. Esto llevaría a TGLT a continuar el proceso de construcción aún cuando no pueda trasladar al precio de venta la totalidad del incremento de sus costos.

En el cuadro que podemos observar a continuación, se analizará la variación del valor de la acción de TGLT para una variación de 100 puntos básicos en la inflación y en el WACC *(suponiendo que el incremento de precios repercute en igual medida tanto a los precios de venta como a los costos, es decir encontrándonos en un escenario conservador).*

Inflación esperada	WACC							Variación por cambios en el % de incremento del precio de venta
	28,70%	**29,70%**	**30,70%**	**31,70%**	**32,70%**	**33,70%**	**34,70%**	
19,36%	13,36	12,83	12,34	11,88	11,45	11,05	10,68	
20,36%	13,70	13,16	12,65	12,18	11,74	11,33	10,95	-2%
21,36%	14,05	13,49	12,97	12,49	12,04	11,61	11,22	-2%
22,36%	14,41	13,83	13,30	12,80	12,34	11,90	11,50	-2%
23,36%	14,77	14,18	13,63	13,12	12,64	12,20	11,78	-2%
24,36%	15,14	14,53	13,97	**13,45**	12,96	12,50	12,07	2%
25,36%	15,52	14,90	14,32	13,78	13,28	12,81	12,37	2%
26,36%	15,90	15,26	14,67	14,12	13,60	13,12	12,67	2%
27,36%	16,30	15,64	15,03	14,46	13,93	13,44	12,97	2%
28,36%	16,70	16,02	15,40	14,82	14,27	13,76	13,29	2%
Variación por cambios en el WACC		4%	4%	4%	-4%	-4%	-3%	

Como se puede observar, ante una variación en la inflación de 100 puntos básicos, el valor de la acción aumenta (disminuye) un 2% aproximadamente. Asimismo podemos observar que la mayor variación en el precio de la acción se origina ante un cambio en el WACC (tasa que se utiliza para descontar los flujos de fondos libres estimados). El valor de la acción ante un cambio de 100 puntos básicos en el WACC produce una variación del valor de la acción de un 4%.

Asimismo, en el cuadro que podemos observar a continuación, se analizará la variación del valor de la acción de TGLT para una variación de 100 puntos básicos en la inflación y en el WACC *(suponiendo que los costos se incrementan a una tasa constante del 24,36% aprox. y lo que varía es la capacidad de la Compañía de trasladar el incremento a los precios de venta).*

% de incremento del precio de venta	WACC							Variación por cambios en el % de incremento del precio de venta
	28,70%	**29,70%**	**30,70%**	**31,70%**	**32,70%**	**33,70%**	**34,70%**	
19,36%	12,87	12,36	11,89	11,45	11,03	10,65	10,29	
20,36%	13,31	12,78	12,29	11,83	11,41	11,01	10,63	-3%
21,36%	13,75	13,20	12,70	12,22	11,78	11,37	10,98	-3%
22,36%	14,21	13,64	13,11	12,62	12,17	11,74	11,34	-3%
23,36%	14,67	14,08	13,54	13,03	12,56	12,12	11,70	-3%
24,36%	15,14	14,53	13,97	**13,45**	12,96	12,50	12,07	3%
25,36%	15,62	14,99	14,41	13,87	13,36	12,89	12,45	3%
26,36%	16,11	15,46	14,86	14,30	13,78	13,29	12,83	3%
27,36%	16,61	15,94	15,32	14,74	14,20	13,69	13,22	3%
28,36%	17,11	16,42	15,78	15,18	14,63	14,11	13,62	3%
Variación por cambios en el WACC		4%	4%	4%	-4%	-4%	-3%	

Bajo estos supuestos las variaciones del precio de la acción ante un cambio en los precios de venta, son mayores que en el cuadro anterior. Como podemos observar, en los 3 escenarios analizados, la variación del precio de la acción es bastante similar ante un cambio en los precios de venta de la Compañía que ante un cambio de igual magnitud porcentual en el WACC.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

12 Conclusión

En el presente trabajo se ha utilizado la metodología de flujo de Fondos Descontados (DCF) para valuar a la compañía TGLT. Dada la característica principal de la industria de administrar una gran diversidad de proyectos, se utilizó la metodología de suma de las partes. Es decir, que los diferentes proyectos que tiene la Compañía en ejecución fueron valuados separadamente, y luego sumados una vez realizada la proyección. Dado que la valuación se efectúa a un momento determinado (en nuestro caso al 31.12.2011) en los flujos por proyecto no se encuentran incluidos los futuros proyectos potenciales que TGLT vaya desarrollando. Con el objetivo de reflejar esta potencialidad en los flujos de fondos, calculamos la perpetuidad a partir del año 5 de las proyecciones (en nuestro caso 2016). Esto nos permitió tomar como base de cálculo para la perpetuidad los años en los cuales la empresa se encuentra desarrollando proyectos de manera activa y suponer que dicha tendencia se va a mantener e incluso incrementar a un ritmo del 3% anual.

Es así como se obtuvo el valor actual de la compañía, el cual fue sometido a un análisis de sensibilidad, observando como reaccionaría frente a variaciones en la inflación. A su vez analizamos dos escenarios distintos: el primero de ellos considerando que la velocidad de venta y entrega de los emprendimientos de la Compañía se reduce un año por proyecto (y dos años para los proyectos de larga duración) y el segundo de ellos en el cual sucede lo contrario (es decir, se acelera la velocidad de venta y entrega de las unidades en igual medida).

Se observó que cuando la Compañía logra trasladar el incremento de costos a los precios de venta en un 100%, los cambios en el WACC (tasa de descuento utilizada para descontar los flujos de fondos) poseen mayor impacto sobre el valor de la acción, que aquellos originados por variaciones en la inflación. Sin embargo, pudimos observar que cuando TGLT no tiene esa capacidad, las variaciones en el valor de la acción causadas por la inflación tienen un impacto muy similar a las causadas por variaciones en el WACC.

Adicionalmente, en función de los análisis de escenarios efectuados, se puede observar que la rentabilidad de la Compañía depende de manera significativa de la velocidad de venta y entrega de los emprendimientos.

Siguiendo con el análisis, se comparó el valor obtenido de acuerdo a la valuación realizada, con el precio de mercado al 31 de Diciembre de 2011. Consideramos que la diferencia entre la cotización y el resultado de nuestra valuación se debe principalmente a la falta de liquidez del instrumento en el mercado. Es importante mencionar que en condiciones normales la acción de TGLT debería encontrarse sub-valuada respecto al valor obtenido por la metodología DCF debido a la falta de liquidez de la acción, motivo por el cual incrementando esta última, el ajuste debería disminuir o tender a desaparecer incrementando el precio de la acción. Es importante recordar que durante el ejercicio 2012 la calificadora de riesgos Fitch Ratings bajó la calificación de las acciones de TGLT de 2 a 3 por esta causa.

Adicionalmente, podemos observar que a finales del mes de Diciembre 2012, el precio de cotización de la acción de TGLT se redujo hasta llegar a un mínimo de $6,50 para luego incrementarse nuevamente y estabilizarse en $8 aproximadamente. Esto se relaciona con el fuerte des-aceleramiento de la actividad ocurrido durante el ejercicio 2012. Como vimos en el análisis de escenarios, esta cotización de la acción de TGLT se encuentra estrechamente relacionada con el escenario pesimista analizado previamente en este trabajo.

Por último, en el Anexo de este trabajo, hemos efectuado la valuación de la Compañía en su escenario base mediante el método de valuación APV (Adjusted Present Value), llegando a conclusiones similares a las obtenidas mediante la utilización del WACC.

13 Riegos y alcance de la presente valuación

La presente valuación se encuentra alcanzada por los siguientes riesgos:

- Reducción brusca en la demanda.
- Inflación por encima de lo previsto.
- Nuevas o mayores restricciones cambiarias.
- Futuras variaciones en el Dólar paralelo.
- Retracción del financiamiento para la Compañía y para los potenciales clientes.
- Retraso en alguna etapa o vicios en la construcción de los proyectos.
- Decisiones de la gerencia y/o de los accionistas no contempladas en esta valuación.
- Nuevos o mayores cambios en las reglas de juego.
- La presente valuación se realizó al 31/12/2011 estimando los flujos de efectivo del ejercicio 2012 a partir de los Balances de publicación trimestrales hasta Septiembre 2012 (publicado en el mes de Noviembre). Asimismo, se analizó el contexto macroeconómico de dicho momento con el objetivo de poder interpretar adecuadamente la valuación bajo análisis.

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

14 Anexo: "Valuación utilizando APV (Adjusted Present Value)"

A continuación desarrollaremos la valuación de TGLT mediante el método de valuación APV.

14.1.1 Estimación del K_u

A los efectos de utilizar este método de valuación procedimos a calcular la tasa de descuento apropiada para descontar los flujos de fondos libres (o free cashflow), denominada K_u. Por lo explicado precedentemente en el acápite 9.1.9.2 – "Estimación del K_e" del presente trabajo, calcularemos el K_u en función de los datos obtenidos del mercado de Brasil.

Calcularemos el Ku de la siguiente manera:

Ku: Rf + $Beta_u$ (beta desapalancada) * (Rm-Rf) + riesgo país.

14.1.1.1 Tasa libre de riesgo

En el mercado brasilero existen diferentes títulos emitidos por el gobierno y el índice IMA agrupa dichos titulos de acuerdo al plazo, cupones y tipo de tasa pagada. Dentro de las diferentes categorías existentes, consideramos que la más adecuada es la denominada IMA B5+ que agrupa los titulos que tienen un plazo mayor a 5 años con cupones pagaderos semestralmente y ajustados al indice de precios al consumidor. La duration promedio de los titulos de esta categoria es de 11,21 y el rendimiento anual es del 14,48% .[24]

14.1.1.2 Beta

Las 3 principales empresas del sector de real estate en Brasil son PDG (accionista mayoritario de la compañía), MRV y Cyrela. En función de las cotizaciones mensuales desde enero del 2009 hasta enero 2012 de las 3 empresas se efectuaron las regresiones respecto al indice IMOB (índice utilizado para calcular la tasa de rentabilidad del mercado). La Beta des-apalancada de las empresas mencionadas precedentemente oscila entre 1,77 y 1,85 aproximadamente.

14.1.1.3 Tasa de mercado

A los efectos de calcular la tasa de mercado utilizaremos la rentabilidad anual exigida por el mercado al Bovespa. Dicho rendimiento arroja un resultado del 21%.

14.1.1.4 Riesgo país

A los efectos de estimar la rentabilidad adicional requerida por efectuar la inversión en Argentina en lugar de Brasil se calculará la diferencia entre el riesgo país de Argentina y el riesgo país de Brasil, es decir: 9,25% - 2,23% = 7,02%.

[24] Boletín ANBIMA – Mercado de renta fija – Año III N° 26 – Enero 2012.

Cálculo del Ku		
Ku= Rf + B_u * (Rm-Rf) + EMBI		
Rf=	14%	Retorno anual esperado del IMA-B 5+
B_u=	1,82	Prom. de las Betas desapalancadas de Brasil
Rm=	21%	Rendimiento BOVESPA
Rc=	7%	EMBI+ Argentina - EMBI+ Brasil
Ku=	**33%**	

14.1.2 Estimación del Tax Shield

A los efectos de estimar el Tax Shield haremos el supuesto que el nivel de deuda de la empresa se mantendrá en el futuro ya que de acuerdo a nuestras proyecciones el capital de trabajo da normalmente negativo (ya que la empresa se financia principalmente con los anticipos de los clientes y con canje de terrenos/trabajos por unidades terminadas). De esta forma, los intereses serán constantes año a año. A los fines de efectuar la valuación mediante APV calcularemos la perpetuidad de los intereses utilizando la tasa K_d calculada en el apartado 9.1.9.1 – "Estimación del K_d" del presente trabajo.

Los intereses de la deuda se calculan de la siguiente manera:

Deuda = 64,26 millones de pesos
Tasa de interés = 18,65%
Tasa del impuesto = 35%

Deuda * Tasa de interes * Tasa del Impuesto= 4,19 millones de pesos.

14.1.3 Resultado de la valuación con el método APV

Mediante esta metodología los flujos de fondos libres se descuentan a la tasa K_u calculada anteriormente en el punto 14.1.1 – "Estimación del K_u" del presente trabajo y el Tax Shield se descuenta al K_d (costo de la deuda).

A continuación expondremos los flujos de fondos libres incluyendo la perpetuidad descontada a la tasa Ku y efectuaremos la valuación de la Compañía de acuerdo al método APV. La única diferencia que podemos encontrar en comparación a los flujos de fondos libres calculados en el punto 9.1.10 "Escenario Base" del presente trabajo, corresponde al cálculo de la perpetuidad mencionado recientemente.

Proyección de flujos de fondos	2012	2013	2014	2015	2016	Estimación de la perpetuidad
FFL=(EBIT)(1 - T) + A – Delta CT - Delta ANC*	*269*	*200*	*365*	*452*	*312*	*1.109*
Perpetuidad descontada al año 2016					1.109	
Flujos de fondos incluyendo perpetuidad	***269***	***200***	***365***	***452***	***1.421***	

Flujos de fondos descontados al K_u en millones (	***999***
Saldo de caja al cierre	12
Saldo de deuda	-64
Total flujos de fondos descontados (equity valu	946

Cantidad de acciones en circulación	70.349.485
Equity Value por accion	**13,45**

Cotización de la acción al 31.12.2011 en pesos	***11,20***

Diferencia entre valuación y cotización	2,25	16,72%

QUAERERE VERUM
Universidad de
SanAndrés

15 Bibliografía

Brealey, R., Myers, S. and Allen, F., 2006, Principles of Corporate Finance, Irwin-Mc Graw Hill, USA, 8th Edition.

Coremberg, A., 2000, El precio de la vivienda en argentina: un análisis econométrico de sus determinantes fundamentales. *Papeles de población Universidad autónoma del Estado de Mexico*, Vol 23, pg 93-125.

Corporación de Empresas Inmobiliarias de Rosario, 2011, En que conviene invertir, CEIR

Cristini, M. y Moya, R., 2004, Las instituciones del financiamiento de la vivienda en Argentina. *Banco Interamericano de Desarrollo*, documento de trabajo N. 498.

Damodaran, A., 2001, The dark side of valuation: valuing old tech, new tech, and new economy companies, Financial Times Prentice Hall, USA

EECC de TGLT S.A.

EECC de IRSA Inversiones y Representaciones S.A.

Goedhart, M., Koller, T. and Wessels, D., 2005, The right role for multiples in valuation, *McKinsey on Finance,* Spring 2005

Hlaczik, M., sin año, Tiempo en el mercado y precio de venta, *Tesis de la Universidad Nacional de La Plata*.

Luehrman, T., 1997, Using APV: a better tool for valuing operations, *Harvard Business Review*, Reprint 97306.

Poder Ejecutivo Nacional, Decreto 1295/2002.

UADE, 2012, Informe de la construcción y el mercado inmobiliario, *Informe de la UADE.*

Wilhelm Schovelin Surhoff, R., 2004, Modelo de maximización de ingresos de proyectos inmobiliarios de departamentos, mediante selección de características en el gran concepción, Chile, *Universidad del Bio Bio de Chile*, V. 13.

Páginas de internet:

http://www.cepal.org
http://www.cnv.gob.ar
http://www.indec.gob.ar
http://www.google.com/finance
http://www.yahoo.com/finance
http://www.matba.com.ar
http://www.reporteinmobiliario.com
http://www.tglt.com
http://www.bcra.gov.ar
http://www.bna.com.ar
http://www.rofex.com.ar/cem/