

MBA Mención Finanzas de la Empresa

Análisis Financiero: “La Anónima S.A”

Autores:

**Hernández, Gisela
Lascalea, Rodrigo**

Tutor:

Merlo, Mariano

26/11/2013

INDICE

INTRODUCCION Y OBJETIVO GENERAL

PARTE I: MARCO TEORICO

1. INTRODUCCION A LAS METODOLOGIAS DE VALORACION

- 1.1. Enfoque de la valuación.
- 1.2. Metodología utilizada.
 - 1.2.1 Métodos estáticos.
 - 1.2.2 Métodos dinámicos.
 - 1.2.3 Nuevos métodos.

2. METODOLOGIA DCF

- I. Análisis histórico y estratégico de la compañía y la industria.
- II. Proyección de los flujos de fondos futuros.
- III. Estimación del costo del capital.
- IV. Estimación del valor terminal.
- V. Estimación del valor.
- VI. Análisis e interpretación de los resultados.
- 2.1. Tipos de cash flow.
 - 2.1.1 Equity Cash Flow.
 - 2.1.2 Free Cash Flow.
 - 2.1.3 Capital Cash Flow.
- 2.2. Conclusiones: Ventajas y Desventajas de las valoraciones por DCF.

3. EL METODO DE LOS MULTIPLOS DE VALORACION.

- 3.1. Introducción.

3.2. Metodología.

3.2.1 Identificación y selección de compañías comparables.

3.2.2 Calculo de múltiplos.

3.2.3 Valoración.

4. ESTRATEGIA.

4.1 Análisis del entorno competitivo.

4.2 Análisis FODA

5. FUSIONES Y ADQUISICIONES.

5.1 Conceptos básicos

5.2 Motivaciones para llevar adelante una M&A.

5.3 Valuación de empresas en un contexto de fusiones y adquisiciones

PARTE II: Aplicación a un caso práctico “Supermercados La Anónima”

6. APLICACIÓN DE HERRAMIENTAS ESTRATEGICAS

6.1 Coyuntura macroeconómica actual.

6.2 Análisis de la industria.

6.3 Análisis de la empresa.

6.4 FODA.

7. APLICACIÓN DE LA METODOLOGIA DE VALUACION.

7.1 Estados contables históricos.

7.2 Principales índices financieros.

7.2.1 Índices de liquidez.

7.2.2 Índices de rentabilidad.

7.2.3 Índices de endeudamiento.

7.2.4 Índices de actividad.

7.2.5 Índices de cobertura.

7.3 Supuestos utilizados para la proyección de los estados contables.

7.4 Estado contables proyectados.

8. RESULTADOS DE LA VALUACION.

8.1 Por método DCF.

8.2. Por múltiplos

8.2.1 Selección de empresas comparables de la industria.

8.2.2 Selección del múltiplo a utilizar.

9. ANALISIS DE ESCENARIOS FUTUROS.

9.1 Análisis de sensibilidad de los drivers del modelo.

9.2 Evaluación de una posible fusión o adquisición.

9.2.1 Justificación de la propuesta de adquisición

9.2.2 Presentación de la compañía involucrada en la operación
M&A.

9.2.3 Sinergias de la adquisición

9.2.4 Cálculos de sinergias según Damodaran

10. CONCLUSIONES.

11. BIBLIOGRAFIA.

INTRODUCCION Y OBJETIVO GENERAL

El objetivo del presente trabajo es la realización de un análisis económico- financiero integral de la empresa “Supermercados La Anónima”, que opera en el rubro de retails en Argentina, a partir del cual obtendremos el valor de mercado de la acción que nos permitirá emitir una recomendación al inversor acerca de la conveniencia de mantener , vender o adquirir este activo.

Dado este objetivo dividiremos el presente trabajo en dos partes, una teórica y otra práctica.

En la primer parte, presentaremos las distintas metodologías de valuación existentes. Desarrollaremos, en mayor detalle, la metodología DCF y la de múltiplos, que luego serán aplicadas en la segunda parte de esta práctica, al caso en estudio.

Dada la importancia que tiene para la aplicación de la metodología DCF el análisis estratégico y competitivo, es que nos focalizamos en la explicación de algunas herramientas de estrategia que son funcionales para este estudio, aplicando el análisis del entorno competitivo, la matriz FODA (fortalezas, oportunidades, debilidades, amenazas), y una descripción del entorno macro en el que se desarrolla esta actividad.

Por último y en el marco de la interpretación y utilización de los resultados de esta valuación, nos introduciremos en el campo de las fusiones y adquisiciones (M&A) como un posible escenario futuro, desarrollando una simulación de esta operación con una de las compañías que tiene fuerte presencia en el sector y que dada su estrategia de crecimiento, inferimos podría formar parte de una práctica como la descripta.

La aplicación de estas herramientas en su conjunto, aportaran mayor conocimiento de la empresa y su entorno, y ayudaran a lograr una valuación más precisa, a través de los supuestos aplicados a las proyecciones.

Por último se presentaran las conclusiones de acuerdo a los resultados obtenidos y emitiremos nuestras recomendaciones de inversión, objetivo fundamental del presente trabajo.

PARTE I: MARCO TEORICO

En la primer parte de este trabajo desarrollaremos los conceptos técnicos que nos servirán para realizar el análisis financiero y la valuación de la empresa en estudio, y una breve descripción de algunas herramientas estratégicas, lo que en su conjunto será la base para alcanzar el objetivo principal de este trabajo que es obtener el valor de la acción en el mercado de la compañía y emitir una recomendación de inversión.

Comenzaremos esta sección haciendo una breve descripción de las metodologías de valuación para luego introducirnos con mayor detalle en dos de los métodos más utilizados (DCF y múltiplos), los cuales serán aplicados en la segunda parte del trabajo.

Proseguiremos con una breve descripción de herramientas estratégicas, como lo son el análisis del entorno competitivo y un análisis FODA, que nos permitirán poder contextualizar a la compañía analizada y ver sus oportunidades de crecimiento; como así también, adelantarse a las dificultades que puedan surgir. Continuando con este camino de incorporar todos los conceptos teóricos los cuales serán aplicados en la segunda etapa, abordaremos el tema de las fusiones y adquisiciones, que formara parte de un análisis de posibles escenarios futuros.

1. INTRODUCCION A LAS METODOLOGIAS DE VALUACION.

La valuación de una empresa y su valor depende de:

- 1.1. El enfoque de la valuación, con qué fin se realiza la misma.
- 1.2. La metodología utilizada.

1.1. Una valuación puede aplicarse a distintas utilidades dependiendo las necesidades por las que este atravesando compañía y el enfoque que le quiera dar a la misma. Entre los usos más comunes para los que se utiliza esta información, podemos nombrar:

- Operaciones de compra- venta y fusiones.
- Cotización de acciones en bolsa.
- Oferta pública inicial en bolsa.
- Herencias y testamentos.
- Identificación de los drivers que generan valor.
- Planeamiento estratégico.
- Conocer la situación del patrimonio neto y su evolución.
- Establecer políticas de dividendos.
- Conocer y evaluar la capacidad de endeudamiento.
- Ampliación o reestructuración interna de capital, etc.

1.2. Las metodologías utilizadas para realizar una valuación son diversas dependiendo del objetivo de la misma, en principio las podemos clasificar en tres grandes grupos.

- 1.2.1 Métodos estáticos.
- 1.2.2 Métodos dinámicos.
- 1.2.3 Nuevos métodos.

ESTATICOS		DINAM.	NUEVOS METODOS	
Balance	Múltiplos	Flujos de Fondo	Creación de Valor	Opciones
Valor Contable	PER	Beneficios	EVA	Black & Scholes
Valor Contable Ajustado	Ventas	Free Cash Flow	Beneficio Economico	Opción de invertir
Valor de Liquidación	P/EBITDA	Equity Cash Flow	Cash Value Added	Ampliar el proyecto
Valor Sustancial	Otros	Capital Cash Flow	Cash Flow ROI	Aplazar la Inversión
		APV		Otros Usos

CUADRO N°1

Fuente: Mariano Merlo – “Metodos de Valuacion” - 2010

1.2.1 Métodos estáticos: Valoran la situación patrimonial actual de una empresa.

Las ventajas y desventajas de estos métodos son:

Ventajas: Mayor objetividad, mayor exactitud, el valor económico obtenido es más real, se necesita conocer el valor patrimonial para estimar los resultados futuros.

Desventajas: No contempla los bienes intangibles, y no tiene en cuenta los resultados futuros, solo se basa en los resultados pasados y presentes.

A su vez los métodos estáticos podemos subdividirlos en:

Balance: utilizan información de los estados contables o de mercado,

- Valor contable.
- Valor contable ajustado.
- Valor de liquidación.
- Valor sustancial.
- Valor de mercado.
- Valor relativo.

Múltiplos: se basan en el estado de resultado y tratan de determinar el valor de la empresa de acuerdo a la magnitud de los beneficios, las ventas u otro indicador.

Entre los ejemplos de múltiplos mas utilizados podemos encontrar los siguientes:

- Per (Price earning ratio)
- Valor de la empresa /Ventas
- Valor de la empresa/EBITDA

La aplicación de esta metodología se puede resumir en los siguientes 4 pasos:

- Paso 1* Encontrar compañías similares
- Paso 2* Identificar ratios claves y evaluar (depende del sector)
- Paso 3* Tomar el promedio de los ratios.
- Paso 4* Aplicar el promedio a los negocios a ser evaluados.

Para el cálculo se aplica la siguiente fórmula:

$$\text{Valor_Compañía A} = \text{Ingresos_Compañía A} * \text{Múltiplo_Ingreso_Compañía B}$$

1.2.2 Métodos dinámicos: Valoran los rendimientos futuros que puede tener una empresa.

Las ventajas y desventajas de estos métodos son:

Ventajas: Incorporan la variable riesgo, considera los activos intangibles, basa la valoración en resultados futuros.

Desventajas: Incertidumbre del futuro, los supuestos o drivers utilizados puede dARSe o no.

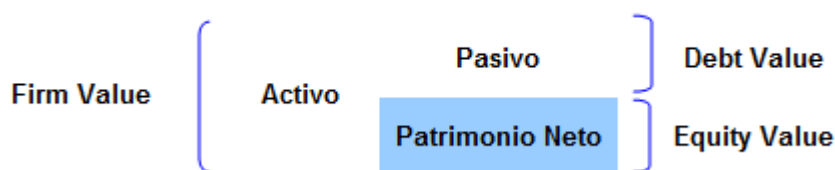
En cuanto a métodos dinámicos, encontramos la metodología de **Flujos de fondos** "DCF" que determina el valor de una empresa a través del valor presente de los flujos de fondos futuros esperados.

El método **DCF** captura el potencial de crecimiento de los ingresos, dado que implica la realización del modelo de valuación y la estimación de los flujos de fondos que se espera

la empresa generará en los próximos años y descontarlos a una tasa adecuada a su riesgo para obtener el valor presente de las operaciones.

Existen dos grandes enfoques dentro de la valuación por DCF:

- Valuar el equity de la compañía (Equity Valuation).



El valor del equity lo obtenemos a partir de descontar el flujo de caja esperado para el accionista al costo del equity (que es la tasa de retorno requerida por los inversores- K_e)

- Valuar el negocio completo, ósea los activos de la compañía (Firm Valuation)



El valor de la firma lo obtenemos a partir de descontar el flujo de caja disponible para los accionistas y el pago de la deuda a la tasa promedio ponderada del costo del capital (WACC).

El método de Firm valuation puede tomar distintas variantes según el cash flow y su forma de cálculo.

Las distintas variantes de cash flow son:

- **Free cash flow (FCF):** En este método la tasa de descuento apropiada resulta ser el WACC (costo promedio ponderado de todas las fuentes e capital).

$$WACC = K_d * (1-t) * D/V + K_e * E/V$$

- **Capital cash flow (CCF):** La tasa de descuento apropiada para este método resulta ser el WACC “desapalancado” (como el ahorro fiscal es incluido en el CCF, a partir de su inclusión en el flujo efectivo del accionista, el WACC desapalancado es la tasa apropiada ya que el ahorro fiscal fue computado en el flujo efectivo y no debe volver a computarse en esta tasa de descuento)

$$WACC_{ai} = K_d * D/V + K_e * E/V$$

- **Equity cash flow (ECF) o valor de las acciones:** En este método la tasa a utilizar es K_e y K_d

$$K_e = K_u + (K_u - K_d) * D (1-t)/E$$

Donde: $K_u = r_f + r_p * \beta_u$

K_u = rendimiento exigido a una empresa no apalancada.

R_p = Premio por riesgo del mercado

R_f = Rendimiento libre de riesgo

β_u (desapalancada) = $\beta_e / 1 + [D(1-t)/E]$ --> Dato obtenido por las estimaciones de Damodaran de la industria del retail store.

- **Valor presente ajustado (APV)**

El presente método estima el valor de la compañía como si no tuviera deuda, es decir, financiada 100% por equity, para luego sumarle los beneficios generados por el endeudamiento.

Para estimar el valor debemos hacer 2 pasos:

- 1) Estimar el valor de la empresa “desapalancada” (sin deuda), esto se estima descontando el valor presente de free cash flow al costo estimado del equity “desapalancado” y lo denominaremos **V_u** .
- 2) Estimar el valor presente del beneficio fiscal, generado por tomar deuda y lo denominaremos “VP tax shield”.

En consecuencia, el valor de la compañía se estima de la siguiente manera:

$$\text{Valor de la compañía} = Vu + VP \text{ tax shield}$$

1.2.3 Nuevos métodos: Creación de valor y opciones.

Medidas de la creación de valor:

- **EVA:** Es una medida de la performance financiera, que mide la diferencia entre el valor creado y la inversión realizada. Este método nos permite medir cuanta riqueza es creada o destruida en cada periodo de la vida de la compañía.

La ecuación que se utiliza para calcular el EVA periódico es:

$$EVA = (ROIC - WACC) * \text{Capital Invertido}$$

- **ROIC:** es el retorno de la inversión realizada y representa el dinero que genera el negocio.
- **NOPAT:** representa el Resultado Operativo después de los impuestos que grava dicho resultado.

$$NOPAT = \text{Ventas} - \text{Gastos Operativos} - \text{Impuestos ajustados}$$

- **Capital Invertido:** Es la suma de los fondos propios y ajenos, excluyendo aquellos que no representan un costo explícito o implícito, como es el caso de las deudas comerciales.

$$CAP. INV = \text{Capital de trabajo} + \text{Activo fijo Neto} - \text{Otros Activos Operativos (Líquidos de otros pasivos)}$$

- **NOF:**

$$(\text{Activo Corriente} - \text{Caja Excedente}) - (\text{Pasivo Corriente} - \text{Deuda Financiera de CP})$$

- **Opciones:**

Los modelos de valoración de empresas enfocados hacia la gestión estratégica basada en valor, son fundamentales para una comprensión profunda de las relaciones entre

estrategia corporativa y valor de la empresa que oriente las decisiones de inversión y financiamiento hacia la generación de valor.

En este sentido, la teoría de opciones reales incorpora a la valuación de empresas la flexibilidad de la gestión ya que utiliza técnicas que permiten valorar, bajo condiciones de incertidumbre, las distintas oportunidades de acción sobre los activos reales de que dispone la empresa.

Los métodos basados en opciones reales, aplican el mismo principio de inversión del valor presente neto y pueden considerarse como una extensión natural del método DCF cuando existen condiciones de flexibilidad e incertidumbre en el curso de acción de los activos reales de la empresa.

El análisis de las opciones reales es fundamental en las siguientes situaciones:

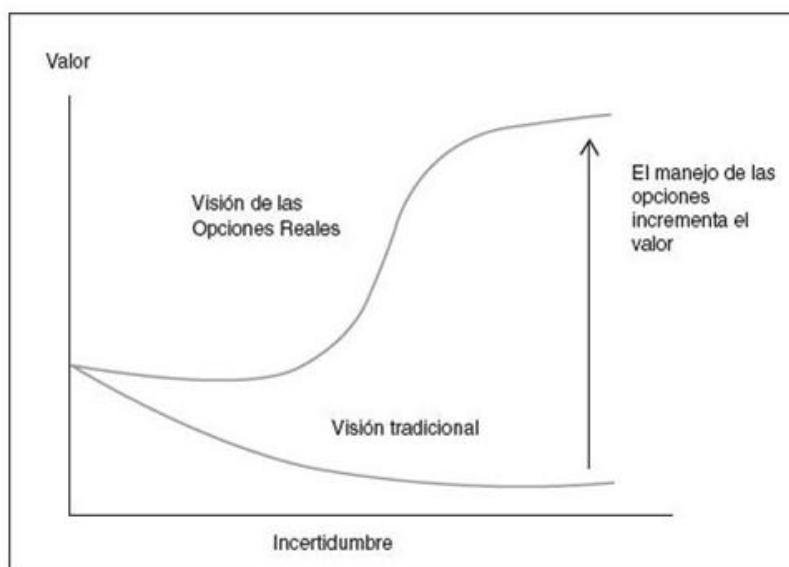
- Cuando hay decisiones de inversión contingentes. Otra clase de enfoques no pueden valorar correctamente este tipo de oportunidades.
- Cuando la incertidumbre es bastante extensa y se torna sensible para esperar más información, evitando arrepentirse de inversiones irreversibles.
- Cuando el valor parece estar capturado en posibilidades para futuras opciones de crecimiento, en vez de actuales flujos de efectivo.
- Cuando la incertidumbre es bastante extensa para tomar la flexibilidad en consideración. Sólo el enfoque de las opciones reales puede corregir el valor de las inversiones en flexibilidad.
- Cuando haya actualización de proyectos y correcciones de estrategias a medio curso.

Las opciones reales son recomendables cuando existe una gran incertidumbre y el equipo directivo puede responder flexiblemente a la nueva información.

En la visión tradicional, un alto nivel de incertidumbre conduce a reducir el valor de los activos. El enfoque de las opciones reales muestra que un incremento de la incertidumbre puede conducir a un alto valor de los activos, si los directivos identifican

y usan sus opciones para responder flexiblemente a los eventos que se desarrollan.

El siguiente grafico se observa, uno de los más importantes cambios en el enfoque de las opciones reales: la incertidumbre crea oportunidades. Repensando las inversiones estratégicas, los tomadores de decisiones deben intentar ver los mercados en términos del origen, dirección y evolución de la incertidumbre, determinando así el grado de exposición de sus inversiones y, entonces, responder para posicionarlas y así obtener un mejor provecho de ellas.



CUADRO N°2

Fuente: Calle Fernández; Ana María – “Decisiones de inversión a través de opciones reales” - 2009

Se hace necesario, la descripción de algunos de los conceptos utilizados en esta metodología para lograr una mayor comprensión, de los Modelos de valoración de opciones reales

Una opción otorga el derecho, más no la obligación, de comprar o vender una cantidad determinada de un activo subyacente (una acción, una mercancía básica, divisa, instrumento financiero, etc.) a un precio preestablecido (el precio de ejercicio) dentro de

un periodo determinado.

Existen dos tipos de opciones: opciones de compra (opciones “call”) y opciones de venta (opciones “put”). La opción de compra u opción call otorga el derecho, más no la obligación, de comprar cierta cantidad de un bien a un determinado precio, para ejercerse durante cierto periodo. Por el contrario, la opción de venta u opción put otorga el derecho, mas no la obligación, pero a vender una cantidad de un bien. En ambos casos, para adquirir este derecho se debe pagar una prima.

Las opciones pueden ser americanas o europeas, la única diferencia es que la opción americana puede ejercerse en cualquier momento durante la vida del contrato, mientras que la opción europea sólo puede ejercerse al vencimiento. La posibilidad de ejercer el derecho a la opción en cualquier momento, hace que las opciones americanas sean más valiosas que las europeas. Sin embargo, esto hace que las opciones americanas sean más difíciles de valorar.

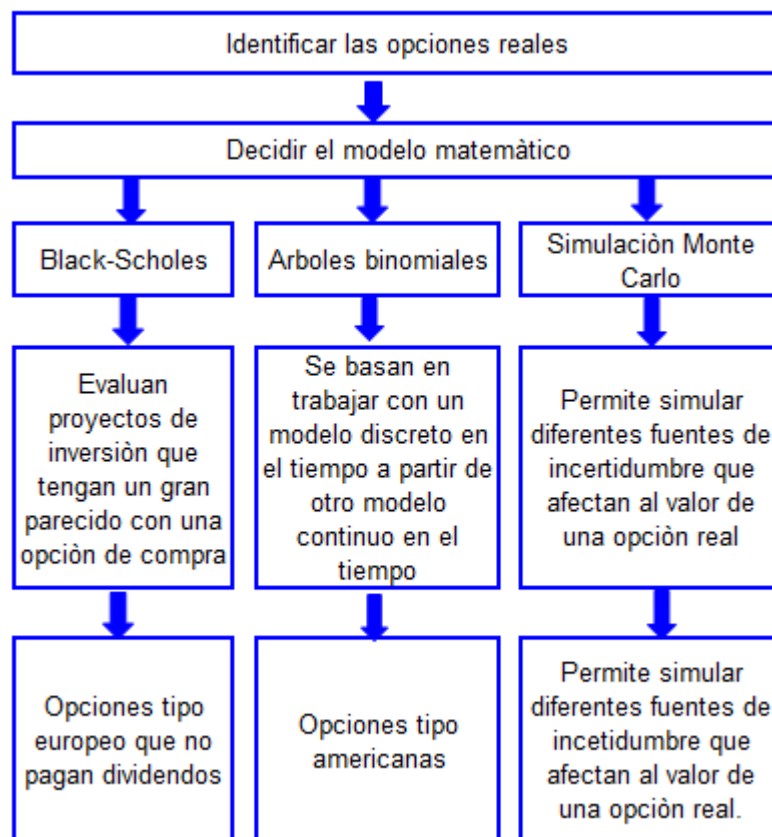
Los modelos de valoración de opciones se basan en la consideración de las siguientes variables: precio del activo subyacente, precio de ejercicio, tiempo hasta la expiración, tipo de interés y volatilidad del mercado.

La existencia de opciones reales aumenta el valor de un proyecto de inversión, el cual puede determinarse como el valor del proyecto sin la opción, calculado de forma acostumbrada (por ejemplo, utilizando el VPN) más el valor de la opción (Mascareñas, 1999):

$$\text{Valor del proyecto} = \text{VPN} + \text{Valor de la operación}$$

La valoración de opciones, es decir, el cálculo del precio, prima o premio que hay que pagar para adquirir o recibir por emitir una opción, se ha convertido en una cuestión

muy importante. En la actualidad hay varios modelos para la determinación del valor teórico de una opción, entre los cuales encontramos:



CUADRO N°3

Fuente: Armando Lenin - " La opciones reales como metodología alternativa en la evaluación de proyectos de inversión" –
Revista: Ecos de Economía - Medellín_Colombia_2012

Los métodos de valuación basados en opciones no son una alternativa totalmente distinta a los métodos de flujo de caja tradicionales sino métodos complementarios.

2. METODOLOGIA DCF

Para la aplicación de la metodología DCF es necesario realizar:

I) Análisis Histórico y estratégico de la compañía y la industria.

Análisis Histórico:

- Evolución de los estados de resultados (EERR) y balances.
- Evolución de los flujos de fondos generados.
- Evolución de las inversiones realizadas.
- Evolución de las fuentes de financiamiento.
- Análisis de márgenes y ratios.
- Determinación de factores que generan valor.

Análisis Estratégico:

- Evolución de la industria.
- Evolución de la posición competitiva de la industria.
- Principales competidores.

II) Proyección de los flujos de fondos futuros.

El flujo de fondos es una medida de caja disponible, a diferencia del estado de resultado que no lo es porque es una medición de lo devengado.

En tal sentido, los ajustes que debemos hacerle al estado de resultado son:

- Tratamiento de las inversiones en capital (CAPEX), que deberán ser consideradas si originan erogaciones de fondos, y que se suelen dividir en dos grupos, **nuevas Inversiones de capital e inversiones de capital por mantenimiento.**
- Necesidades operativas de fondos (Working capital), el dinero invertido en caja operativa, cuentas por cobrar e inventarios representa una erogación de fondos que se ve compensada por los créditos de los proveedores, por lo tanto el Working capital lo podemos medir de la siguiente manera:

Cuentas por cobrar + inventarios - cuentas por pagar = working capital

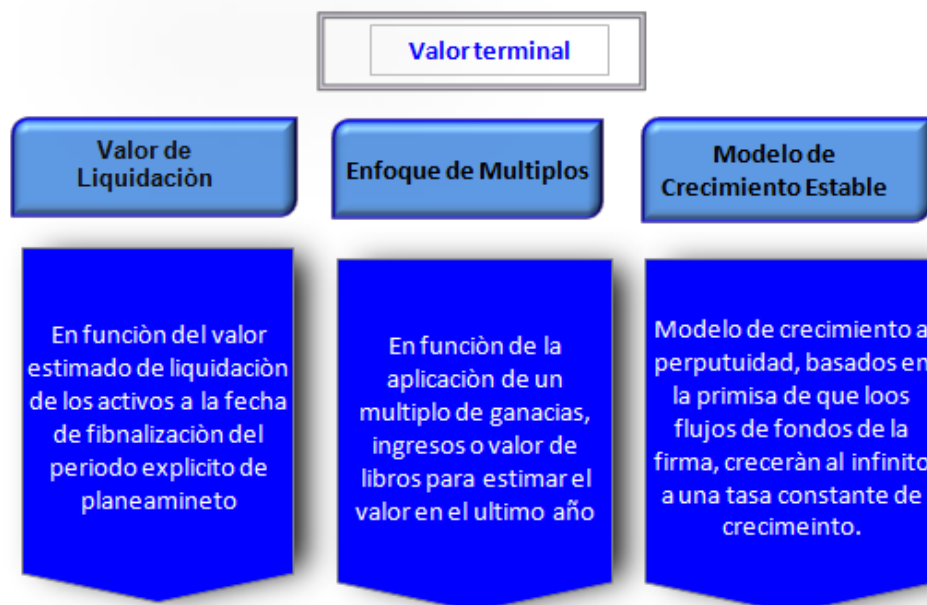
a) Proyecciones financieras en base al punto I: Realizar las proyecciones del EERR y Balance económico.

- b) Determinar el horizonte de planeamiento: El horizonte explícito de planeamiento hace referencia al periodo en el cual será necesario proyectar los flujos de fondos operativos que generará el negocio.
- c) Estimar Working capital, bienes de uso y CAPEX.
- d) Determinar el flujo de fondos operativo: El flujo de fondos que se computa para estimar el valor de una firma es aquel que se encuentra disponible para todas las fuentes de financiamiento del negocio (deuda y capital invertido).
- e) Establecer escenarios.
- f) Analizar razonabilidad de las proyecciones y coherencia del modelo: Este punto implica que haya consistencia financiera entre las proyecciones, comparar las proyecciones con los históricos, consistencia de la proyección de los flujos de fondos con el análisis estratégico.

III) Estimación del costo del capital: Para llevar adelante este punto es necesario que las tasas de descuentos a utilizar (las mismas tienen un valor fundamental para la estimación de valor de una empresa) sean consistentes con las características del flujo de fondos proyectado (el cual se basa en el análisis histórico y estratégico de la empresa y la industria).

- a) Estimar el costo de los recursos propios (en adelante “ k_e ”).
- b) Estimar el costo de la financiación (en adelante “ k_d ”).
- c) Determinar la ponderación de cada una de las fuentes de financiamiento (equity y deuda) sobre el total de los activos.
- d) Calcular la tasa de descuento.

IV) Estimación del valor terminal: Este valor representa el valor del negocio más allá del horizonte de planeamiento. En el siguiente gráfico podremos observar las tres maneras por las cuales se puede estimar este valor



CUADRO N°4

Fuente: Verónica De Luisa – Material de estudio_ MBA_UB_2011

Técnicamente el modelo de Crecimiento Estable es el método más utilizado. Requiere estimar el momento a partir del cual los flujos de la compañía se estabilizan, y determinar la tasa de crecimiento de esos flujos a perpetuidad.

Es necesario determinar la metodología a utilizar y determinar el valor de la empresa más allá de su horizonte de planeamiento.

V) Estimación de valor:

- a) Elección de la tasa para el flujo de fondos proyectado.
- b) Calcular el valor presente de los flujos de fondos, más el valor terminal.

VI) Análisis e interpretación de resultados:

- a) Interpretación de resultados.
- b) Benchmarking del valor obtenido: Comparación con otras firmas similares.
- c) Análisis de sensibilidad del valor ante cambios en los drivers.

2.1. Tipos de cash flow

2.1.1 Equity valuation- Equity cash flow: Representa el dinero disponible en la empresa para los accionistas que se destinará a distribución de dividendos o recompra de acciones.

El cash flow disponible para el accionista es el dinero que queda disponible en la empresa, después de pagar impuestos, después de haber cubierto las necesidades de inversión y las necesidades operativas de caja (working capital), después de hacer frente al pago del principal de la deuda contraída, las cargas financieras y de haber tomado nuevo financiamiento.

Su cálculo se realiza de la siguiente manera:

EBIT
(+) Amortizaciones
(-) CAPEX (Inversión en activos fijos)
(+/-) Working Capital (Variación en las necesidades operativas de fondos)
(-) Impuestos
(-) Intereses
(-) Cancelación de deuda
(+) Toma de deuda
CASH FLOW DEL ACCIONISTA (EQUITY CASH FLOW- ECF)

2.1.2 Firm Valuation- Free cash flow: Es el flujo de fondos generados por las operaciones después de impuestos, sin considerar el endeudamiento de la empresa (ó sea si el pago de los intereses).

EBIT
(+) Amortizaciones
(-) CAPEX (Inversión en activos fijos)
(+/-) Working Capital (Variación en las necesidades operativas de fondos)
(-) Impuestos ($T \cdot \text{EBIT}$)
FREE CASH FLOW (Flujo de fondos libres - FCF)

Es el dinero que queda en la empresa después de haber cubierto el CAPEX y el Working Capital (suponiendo que no existe deuda).

2.1.3 Firm Valuation- Capital cash flow: Es el flujo disponible para los poseedores de deuda (suma de intereses más devolución del capital) más el flujo disponible para los accionistas.

EBIT
(+) Amortizaciones
(-) CAPEX (Inversión en activos fijos)
(+/-) Working Capital (Variación en las necesidades operativas de fondos)
(-) Impuestos (EBIT - intereses) * T
CAPITAL CASH FLOW (CCF)

Si la empresa no tuviera deuda el CCF y el FCF coinciden.

2.2. Conclusiones: Ventajas y desventajas de la valoración por DCF.

Ventajas:

- El DCF es un método de valoración sofisticado, que toma en consideración variables clave de negocio tales como los flujos de caja, el crecimiento y el riesgo. Con hipótesis precisas un DCF resultaría en mejores estimaciones que cualquier valoración relativa. Incluso (especialmente) en el caso de empresas de reciente creación y de elevado crecimiento e incertidumbre, esta característica supone un punto a favor de esta metodología.
- El DCF estima el valor 'intrínseco' del negocio en términos absolutos. Por consiguiente, la actitud de cada momento del mercado no afecta la valoración tan fuertemente como en el caso de las valoraciones relativas, consiguiendo en principio estimaciones más precisas a largo plazo.

- Basado en flujos de caja y en el valor actual de mercado, el DCF puede ser utilizado para calcular la tasa de descuento implicada en un negocio.
- El DCF proporciona herramientas para mitigar el efecto, también presente en otros métodos de valoración, de la sensibilidad a las suposiciones de crecimiento a largo plazo, permitiendo el uso de suposiciones de crecimiento de valor añadido a largo plazo iguales a cero.
- Utilizando la metodología del DCF, es posible llevar a cabo análisis de escenarios que permitan estudiar el impacto en el valor de la empresa de factores no sistemático y específicos de la compañía. Esto es sin duda una de las herramientas de análisis más poderosas.
- La compañía se ve forzada a predecir explícitamente el perfil de sus flujos de caja, con el fin de localizar y gestionar todos los aspectos del negocio y los factores estratégicos a los que se tendrá que enfrentar en el futuro.

Desventajas:

- Debido a la sofisticación ya mencionada del método DCF, se han de realizar muchos más supuestos (en comparación con los múltiplos de valoración relativos) con el fin de obtener una valoración precisa. Esto incrementa la incertidumbre, particularmente en el caso de compañías con beneficios negativos, sin historia o sin compañías comparables. Sin embargo, la utilización de los múltiplos también requiere consideraciones implícitas de los mismos factores y puede resultar imposible su aplicación en esos casos.
- Las numerosas hipótesis que se hallan tras una valoración por DCF la hacen difícil y obligan a que se necesite tiempo para defenderlas o discutir las con el equipo ejecutivo de la empresa o terceras partes.
- Mientras que antes comentábamos como una ventaja que el DCF estima el valor 'intrínseco' de la empresa y, así, ignora las actitudes actuales del mercado, también es verdad que al valorar una compañía teniendo en la cabeza una transacción de acciones en particular, el precio del mercado es lo que tiende a importar más. Las valoraciones

relativas normalmente producen valores que se acercan más al precio del mercado que las que se realizan a través del método de flujos de caja descontados.

- Las magnitudes y la cronología de los flujos de caja, así como la tasa de descuento, están sujetos a repentinos cambios. Un pequeño error en las predicciones de los atributos de los flujos de caja y de la tasa de descuento tendría un efecto considerable en el valor resultante.
- En muchos casos, alrededor del 80% del valor se encuentra tras el periodo explícito proyectado y ha de ser calculado utilizando técnicas de valor residual. Como ya se explicó antes, estas técnicas normalmente resultan en aproximaciones brutas del valor, y han de ser consideradas como tal.

3. METODO DE LOS MULTIPLOS DE VALORACION

3.1. Introducción

Los múltiplos de valoración no son una medida de valor absoluto, sino que permiten comparaciones de valor relativo entre compañías similares o comparables. Es la expresión del valor de mercado en relación con una variable operativa asociada a dicho valor.

Este método funciona en realidad bajo la hipótesis de que los mercados son eficientes y de que el valor de las compañías cuyas acciones cotizan en bolsa se encuentra constantemente disponible y es un valor razonable o 'justo'.

Técnicamente, el método en sí mismo no es tan riguroso como el método de los Flujos de Caja Descontados, ya que se requiere frecuentemente ajustes contables y no existen dos compañías exactamente iguales.

Sin embargo, su mejor virtud, la sencillez, hace de este un método universalmente utilizado y aceptado por la mayoría de los analistas de mercados y proveedores de servicios financieros. También se utiliza frecuentemente para contrastar resultados obtenidos a través de otras metodologías. En este apartado generalmente nos referiremos

al los múltiplos de empresas cotizadas, aunque casi todo lo expuesto se puede aplicar exactamente igual a los múltiplos resultantes de transacciones sobre empresas privadas.

3.2. Metodología

El procedimiento seguido para aplicar una Valoración por Múltiplos puede ser dividido en tres pasos:

3.2.1 Identificación y selección de compañías comparables.

En este primer paso, se localizan y seleccionan las compañías que pertenecen al mismo segmento de mercado y/o comparten características de negocio similares con la empresa bajo valoración. Es fundamental analizar sus modelos de negocio y estructuras financieras, así como sus estrategias y posibilidades de crecimiento futuros para poder llegar a la conclusión de que son verdaderamente comparables. Aunque es casi imposible hallar dos compañías perfectamente comparables, es posible alcanzar un grado razonable de comparabilidad.

Primeramente, es necesario determinar los criterios de selección, considerando, entre otros, los siguientes aspectos:

- Sector de mercado y tamaño de la compañía
- Mercado geográfico.
- Cuota de mercado.
- Estructura de la compañía.
- Diversificación de los productos/servicios.
- Expectativas de crecimiento.
- Márgenes, rentabilidad, inversiones requeridas, etc .

Después, a partir de los criterios arriba mencionados, se realiza la selección de compañías comparables. Cuando no existen compañías comparables en un sector de

mercado dado, puede ser posible utilizar compañías que presenten cifras similares (márgenes, crecimiento, tamaño) para una valoración relativa, a pesar de que no pertenezcan al mismo sector de mercado.

3.2.2. Cálculo de múltiplos.

Una vez se hay identificado el grupo de compañías comparables, es necesario decidir qué múltiplos proporcionarán una medida más precisa de valor para las compañías bajo consideración. Con este propósito, es imprescindible entender perfectamente la actividad de todos los negocios e interpretar correctamente sus estados financieros. Frecuentemente, es necesario ajustar la información financiera con el fin de obtener una perspectiva justa y comparable del negocio, debido a diferencias en las políticas contables, diferencias en la operatoria del negocio, la existencia de activos extra operativos, etc.

A la hora de aplicar un múltiplo hay que tener presente que si se busca averiguar el valor del negocio en su conjunto (deuda financiera mas equity) o el valor de las acciones pues según el múltiplo que se utilice es el valor que obtenemos. Por ejemplo, de la aplicación de un múltiplo de ventas obtendremos el valor del negocio, mientras el PER refleja el valor de las acciones o valor de los fondos propios.

La utilización del valor de negocio evita la influencia que ejerce la estructura del pasivo en los múltiplos basados en el valor de la acción, mientras que facilita un enfoque más exhaustivo. Además, presentan una gama de múltiplos más extensa y más sencilla de aplicar a los flujos de caja, que permite la exclusión de los activos no relacionados con la actividad principal de la empresa. Por otra parte, los múltiplos basados en el valor de la acción son más relevantes en la valoración de los recursos propios de una empresa al constituir un enfoque más directo, aparte de resultar más familiares para la mayoría de los inversores.

a) Múltiplos basados en el Valor de Negocio (EV)

Este tipo de múltiplos combinan el Valor de Negocio (EV) de la compañía (capitalización de mercado más deuda neta) con una medida de la actividad relacionada con el valor. Por motivos de consistencia, estos múltiplos han de estar basados en medidas relacionadas con el negocio global (exigencias de los accionistas y acreedores). Los múltiplos basados en el Valor de Negocio (EV) facilitan un enfoque más comprehensivo que los basados en los recursos propios, ya que los primeros se ven menos influenciados por las diferencias en la estructura del pasivo y otras diferencias contables. Los múltiplos obtenidos permiten unas mejores comparaciones entre compañías.

- **EV/ Ventas:** El Valor de Negocio/ Ventas, consiste en multiplicar las ventas anuales de la firma por un múltiplo de ventas. Es una medida bruta pero menos susceptible a diferencias contables y, por consiguiente, permite comparaciones entre países. Las ventas son mas difíciles de manipular y pueden servir para visualizar cambios en la política de precios y otras decisiones estratégicas.

No ha de ser empleado para comparar compañías pertenecientes a diferentes sectores donde los márgenes difieren. No refleja la capacidad de control de costos y márgenes de ganancias.

Esta medida es muy utilizada para compañías de Internet y de crecimiento alto debido a la imposibilidad de aplicar múltiplos más complejos (en parte, debido a la falta de beneficios).

- **EV/ EBITDA:** Consiste en multiplicar el EBITDA de la compañía que estamos valuando por el múltiplo determinado para el grupo de compañías comparables. Los Beneficios Antes de Amortizaciones, Intereses e Impuestos (EBITDA), han llegado a ser una medida muy popular entre inversores, ya que evita los problemas acarreados por diferencias contables en amortizaciones e impuestos devengados. Asimismo, permite

comparaciones entre firmas que presentan pérdidas netas, ya que esta medida puede seguir siendo positiva. Esta medida también facilita comparaciones entre negocios con niveles diferentes de endeudamiento, debido a que se enfoca en datos pre-financieros. Es más cercano a un Flujo de Caja que otras medidas de beneficios, pero no refleja los ajustes por inversiones en capital circulante, ni en activo fijo. Este múltiplo se ve afectado por la intensidad de capital, ya que una intensidad alta resulta en un múltiplo bajo.

- **EV/ EBIT:** Los Beneficios Antes de Intereses e Impuestos (EBIT) son más fáciles de comparar que el EBITDA en aquellos casos en los que la intensidad de capital y/ o el tratamiento de los impuestos devengados difieren. Sin embargo, el EBIT se ve afectado por diferencias en las políticas contables en el tratamiento de las amortizaciones. Por definición, el EBIT es una medida más alejada del cálculo del Flujo de Caja que el EBITDA, proporcionando, así, al último un mayor atractivo para los análisis de inversiones.
- **EV/ NOPLAT:** Los Beneficios Normalizados Operativos Menos Impuestos Ajustados (NOPLAT) consiste en un EBIT después de impuestos. Toma en cuenta las diferencias en la estructura de los impuestos y tasas impositivas. Si las compañías solamente se financiaran por recursos propios, el NOPLAT se igualaría a los beneficios.

b) Múltiplos basados en el valor del equity

Los múltiplos basados en el valor del equity, expresan el valor del equity, en relación con una variable que se relaciona con él.

Generalmente, por el uso de múltiplos basados en el valor de las acciones se pueden obtener unos valores más justos y reales ya que su cálculo es normalmente más objetivo y menos tendente a errores. Sin embargo, en el caso de compañías jóvenes con una alta tasa de crecimiento y un endeudamiento muy bajo o nulo, los dos valores (de negocio y de los recursos propios) son muy parecidos.

- **Precio por acción/ Beneficios por acción (PER, P/E):** Los beneficios por acción se definen como los beneficios divididos entre el número de acciones ordinarias emitidas y han de ser calculados antes de objetos excepcionales y de la amortización del fondo de comercio. Los beneficios por acción (EPS) han de calcularse teniendo en cuenta todos los instrumentos del capital social y similar con el fin de incluirlos en el número total (diluido) de acciones. El precio por acción está relacionado con la capacidad de pago de dividendos de la empresa (beneficios). Se considera que la naturaleza de la relación existente entre el capital social y los beneficios es que los precios son proporcionales tanto a los beneficios como a su crecimiento esperado. Frecuentemente se lo interpreta como la cantidad de veces que la ganancia contable cabe dentro del precio de la acción. Indica el múltiplo sobre el beneficio al que el mercado valora las acciones de una empresa.

A pesar de tratarse de una técnica ampliamente utilizada debido a su simplicidad y a la disponibilidad general de la información requerida, este método implica un riesgo por diferencias contables que puede llevar a resultados imprecisos. Así, se recomienda utilizar un análisis de los beneficios ajustados por acción con el fin de erradicar, en la medida de lo posible, el efecto de elementos excepcionales y aumentar la comparabilidad entre compañías. Sin embargo, este riesgo tiene una recompensa que radica en que el PER tiene en consideración las diferencias en las tasas impositivas de cada país así como en la intensidad de capital, lo que permite comparaciones entre sectores.

- **Precio/ Cash earnings:** Los cash earnings son considerados como los beneficios más amortizaciones (tanto de activos fijos tangibles como intangibles) y provisiones contables (non cash). Se acerca más a un Flujo de Caja que los beneficios, aunque los cash earnings no tienen en cuenta la amortización de activos, ni las inversiones requeridas en activos fijos (CAPEX). Este método es menos susceptible de ser afectado por diferencias contables que el PER.

- **Precio/ Flujo de caja de los recursos propios:** Este análisis no es muy popular ya que los Flujos de Caja pueden ser representados de diversas maneras y los Flujos de caja históricos pueden ser muy volátiles. Sin embargo, si se utiliza bien es un buen indicador del valor.
- **Precio/ Valor en Libros:** El valor en libros suele conducir a resultados erróneos ya que depende mucho de las políticas contables de cada empresa. Sin embargo, el Valor en Libros resulta útil en los casos en que el valor de los bienes es un factor clave en la valoración, y proporciona una medida intuitiva y relativamente estable del valor de una compañía. Aunque el valor contable puede ser utilizado para valorar negocios con beneficios negativos, no suele ser muy útil para las empresas de Internet al tratarse muchas veces de servicios o de empresas que basan su actividad económica en pocos o ningún activo fijo. En la mayor parte de los casos el valor en libros está por debajo del valor de la empresa.
- **Rendimiento de los Dividendos:** Los dividendos son el último beneficio para los accionistas de una compañía, lo que debería hacer de este ratio una medida muy utilizada y representativa. Sin embargo, el rendimiento de los dividendos es altamente dependiente de las políticas de dividendos y estrategias de empresas, por lo que no es en realidad muy utilizado.

La selección de los múltiplos requiere de conocimientos específicos de la compañía bajo valoración, las compañías comparables y el mercado. Podría ocurrir que la naturaleza del negocio a valorar o la disponibilidad de la información limiten el número de opciones de un abanico de múltiplos inicialmente óptimo.

Una vez realizada la selección de las compañías comparables y de los múltiplos adecuados, podría ser necesario ciertos ajustes con el fin de permitir comparaciones entre las diferentes compañías que poseen políticas contables diferentes. Por ejemplo, los resultados de actividades extraordinarias (tanto beneficios como pérdidas) tales como

la venta de un activo fijo, una compensación por un despido puntual, o la amortización activos intangibles, requerirán ajustes y correcciones.

3.2.3 Valoración

Una vez que se han seleccionado las medidas de valor y los ajustes más apropiados con el fin de asegurar la consistencia del proceso, se puede calcular el valor de la compañía multiplicando cada múltiplo por las cifras pertinentes de la compañía (que podrían, a su vez, necesitar ajustes para obtener un valor justo y verdadero de la compañía). La valoración de una compañía se obtiene frecuentemente como la media (ponderada o no) de los valores estimados, resultado de la aplicación de los múltiplos previamente elegidos.

3.3. Ventajas y desventajas de la metodología de múltiplos

Ventajas:

- Simples de calcular.
- Disponibilidad de información objetiva y pública.
- Refleja tendencias de los precios en empresas similares.
- Facilita las comparaciones entre acciones.

Desventajas:

- Las empresas comparables pueden tener diferentes perspectivas del negocio, estrategias, etc.
- Simplista.
- Suponer que eliminan la necesidad de hacer hipótesis sobre riesgo, crecimiento y dividendos.
- Suponer que reflejan mejor las percepciones del mercado.
- Pueden ser influenciados por convenciones contables.

Existen ocasiones donde el método de los múltiplos nos permite valorar empresas que o no pueden ser valoradas por DCF o bien resulta muy difícil hacerlo, proporcionando resultados poco confiables.

Los resultados obtenidos por DCF dependen totalmente de los supuestos que se hayan hecho, mientras que en la valuación por múltiplos no es necesario realizar tantos supuestos.

Se debe intentar que el DCF y el método de los múltiplos sean complementarios y no sustitutos. Por lo general, deben darnos resultados similares.

4. ESTRATEGIA

Se desarrollará un análisis teórico de las herramientas estratégicas, que según nuestro criterio, aportarán precisión a los supuestos utilizados para la valuación y el estudio de los posibles escenarios futuros que se aplicarán en la segunda parte de este trabajo.

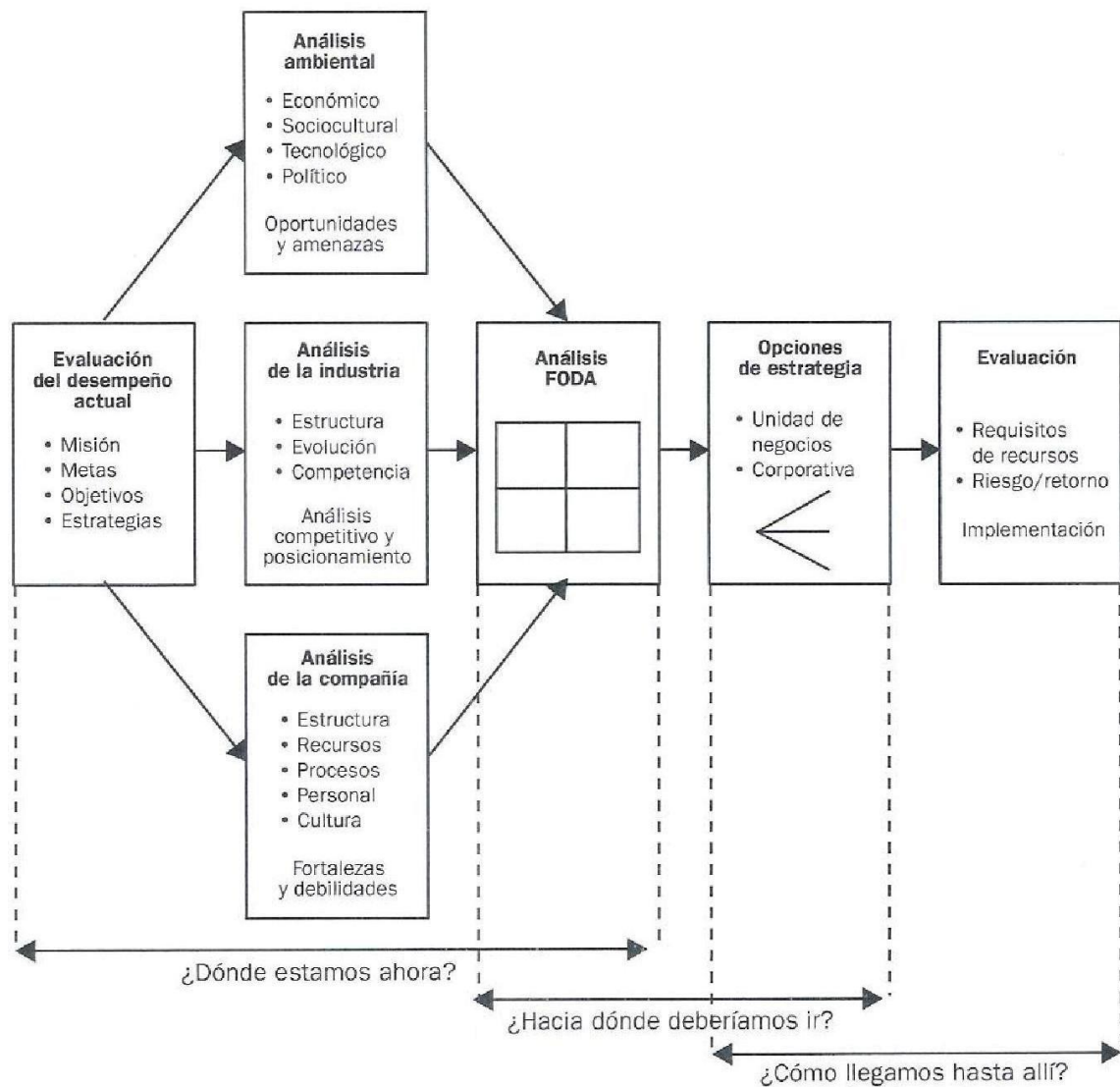
4.1 Análisis del entorno competitivo.

La estrategia es un proceso recursivo que requiere reevaluar la situación de la empresa formulándose los siguientes aspectos:

- **¿Dónde estamos ahora?** Es decir dónde está el negocio o la empresa en su conjunto hoy; comenzando con una evaluación exhaustiva de su desempeño actual, que tiene que ver con la visión, la misión, los objetivos a lograr y la determinación de cuáles son las partes interesadas. En este análisis es importante considerar las tendencias del entorno sociopolítico, económico, legal y tecnológico dentro del cual se desarrolla la operatoria de la empresa.
- **¿Hacia dónde vamos?** Comprende la evaluación de alternativas estratégicas basadas en la evaluación de las tendencias ambientales y competitivas, en la consideración de las fuerzas del cambio y en el análisis de la sustentabilidad del posicionamiento competitivo actual.

- **¿Cómo llegamos hasta allí?** Consiste en determinar cómo logramos los objetivos planteados. Uno de los objetivos más importantes de esta etapa es establecer la forma de saltar la brecha de las capacidades que separan las habilidades actuales de la organización de las necesarias para alcanzar el propósito estratégico que se formula. Apuntando al desarrollo de las capacidades centrales y a la identificación de los factores considerados claves para el éxito.

El resultado final de esta evaluación es un conjunto de estrategias que constituyen la base para comunicar el rumbo elegido a toda la organización así como para formular las metas y planes necesarios para alcanzarlos.



Cuadro N°5

Fuente: A.C Kluyver (2001) - Pensamiento estratégico, PeAR\$on – Prentice Hall, Buenos Aires

Desarrollo de la misión y la visión

Determinar la misión significa establecer la razón de ser de una empresa, su propósito y su filosofía; es una declaración que define el negocio, lo que la empresa quiere hacer y a quien quiere servir.

La misión debe tener las como principales características:

- Ser una declaración de actitud
- Ser amplia
- Orientada hacia el cliente
- Ser una declaración de la política social.

La visión representa el propósito estratégico, es decir, una descripción de la posición competitiva que la empresa desea alcanzar durante un periodo determinado de tiempo y de las capacidades centrales para llegar hasta allí. Resume en una frase y con sentido amplio qué aspira ser la empresa en el futuro.

John Kotter (1990) sostiene que una buena visión brinda tanto una guía estratégica como un enfoco motivacional y debe cumplir con los siguientes tres criterios:

- Ser clara pero o tan limitativa que inhiba la iniciativa
- Ser deseable en el sentido que satisface los legítimos intereses y valores de todas las partes interesadas
- Ser factible, es decir, que se pueda implementar.

Los objetivos a largo plazo

Los objetivos de una empresa se fijan en función de las declaraciones de misión y visión. Se definen como resultados específicos que una empresa intenta lograr para cumplir con su misión básica.

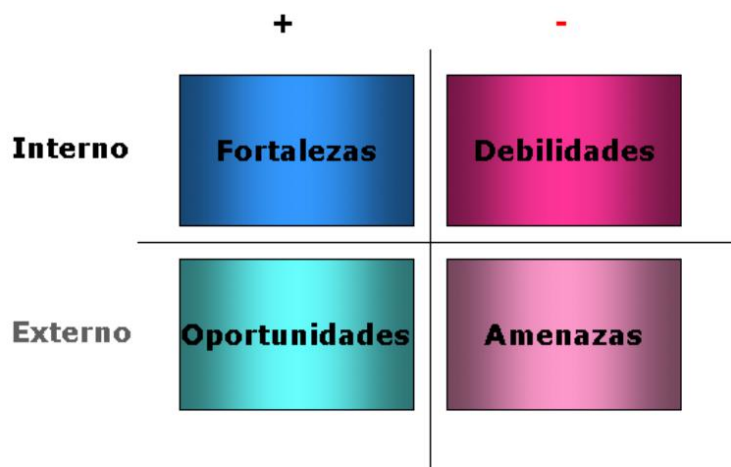
Largo plazo significa más de un año en la mayoría de las empresas. El periodo considerado debe concordar para los objetivos y las estrategias y, por lo general es de dos a cinco años.

Los objetivos a largo plazo representan los resultados a alcanzar en la aplicación de estrategias, las cuales constituyen las acciones que se llevaran a cabo para lograr esos objetivos.

4.2 Análisis FODA

Es una metodología utilizada para determinar la evaluación de las fuerzas externas e internas de una empresa. El “FODA” constituye una herramienta de análisis cualitativo útil que considera variables expresadas en términos de oportunidades y amenazas para el primer tipo de fuerzas y fortalezas y debilidades relacionadas con el segundo tipo de fuerzas.

Significado de las siglas FODA



- **Fortalezas:** Son los puntos fuertes en los que se distingue la empresa y que la diferencian de sus competidoras. Pueden incluir aspectos tales como: relación con los clientes, precio, calidad, marca, etc.
- **Debilidades:** Son aquellas características en que la empresa se encuentra en problemas o dificultades y que generan una desventaja competitiva. Es decir, sus falencias, aquellos aspectos sobre los cuales habrá que actuar rápidamente para no quedar en una situación crítica. Por ejemplo pérdida de participación en el mercado, etc.
- **Oportunidades:** Son las posibilidades que le brinda el entorno en que actúa, condiciones económicas favorables, apertura de nuevos mercados, exenciones impositivas, etc. que podrá aprovechar a la medida en que cuente con fortalezas para ello y neutralice sus debilidades.

- **Amenazas:** Son aquellos aspectos del entorno que se manifiestan como especialmente perjudiciales para la empresa, como por ejemplo, cambio en las reglas de juego políticas, económicas o legales, cambio en los ámbitos socioculturales que afecten la oferta empresaria, tipo de cambio, retenciones, inflación, recesión, etc.

Esta valoración del presente no solo toma en cuenta la trayectoria anterior que ha situado a la empresa en el lugar que se encuentra actualmente, sino que trata de proyectar esa trayectoria hacia el futuro, pues es en el futuro donde se producirán las consecuencias de las decisiones que se tomen a raíz de la situación diagnosticada.

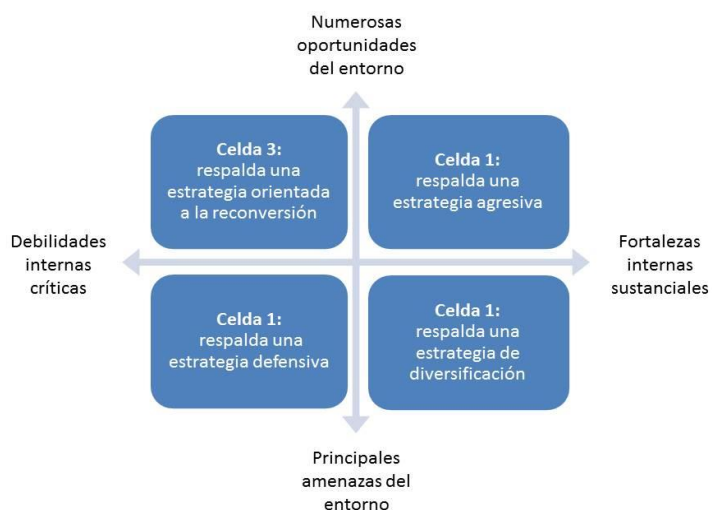


CUADRO N°6

Fuente: J. Tena Millan (1992), el entorno de la empresa, ediciones Gestión 2000, Barcelona

Una vez que se han identificado los puntos fuertes y débiles y las oportunidades y las amenazas que resulta del análisis interno y externo llamado FODA se estará en mejores condiciones para formular una estrategia que permita determinar el camino a seguir. De esta manera la estrategia deberá tender a mantener y/o incrementar las fortalezas, explorar y aprovechar las oportunidades, corregir las debilidades y afrontar y contrarrestar las amenazas.

En el siguiente gráfico podemos observar las distintas posturas estratégicas en función del resultado obtenido en el análisis FODA.



CUADRO N°7

Fuente: A.C. Kluyver (2001), Pensamiento estratégico, Pearson – Prentice Hall- Buenos Aires

5. FUSIONES Y ADQUISICIONES.

Uno de los posibles usos de las valuaciones que se realizan en una compañías son justamente para evaluar la factibilidad de llevar adelante un proceso de M&A.

Debido a que en la parte práctica de este trabajo vamos a evaluar como un posible escenario futuro que la compañía seleccionada se vea involucrada en un proceso de esta

naturaleza, es que en esta instancia abordaremos el tema desde un punto de vista conceptual.

5.1 Conceptos básicos

Primeramente comenzaremos realizando una breve descripción de los conceptos más importantes con relación al M&A.

La actividad de M&A implica la compra, venta o fusión de una participación o la totalidad accionaria de un negocio o empresa.

La adquisición y la fusión son dos formas usadas comúnmente para seguir estrategias de crecimiento frente a la alternativa de enfocarse en una estrategia de crecimiento orgánico.

Una adquisición ocurre cuando una empresa grande adquiere una pequeña o viceversa. Una fusión ocurre cuando dos empresas de tamaño similar se unen para formar otra empresa.

La decisión de llevar adelante un proceso de M&A tiene como objetivo principal la búsqueda de sinergias, pero también existen factores económicos y estratégicos que conlleva esta decisión, como son:

- Apreciación de un valor conjunto mayor al valor de pre adquisición/fusión.
- Apreciación del valor desde el punto de vista del vendedor.
- Apreciación del valor según el análisis del comprador.
- La competencia y su influencia en la determinación de un precio de compra venta.

La diferencia substancial que separa a las adquisiciones de las subsidiarias, se basa en que, en este último caso implica comenzar de cero: construir instalaciones o alquilarlas, adquirir equipos, contratar personal, abrir agencias de distribución.

La selección entre ambas como estrategia preferida se encuentra influenciada por varios factores. Entre ellos:

- Barreras a la entrada.
- Afinidad del nuevo negocio con las operaciones existentes.
- Velocidad comparativa y los costos de desarrollo de los dos modos de ingresos.
- Los riesgos que involucran cada uno de estos modos.
- Los factores del ciclo de vida industrial, etc.

¿En resumen, que es la actividad del M&A?

Toda actividad que implique la:

- Compra
- Venta
- Fusión (o Joint Venture o Alianza Estratégica) de una participación o la totalidad accionaria de un Negocio o Empresa (un activo que implica un flujo futuro de fondos que tiene un riesgo y un retorno esperado).

Como hicimos alusión anteriormente las estrategias de crecimiento pueden ser externas, esto significa iniciarse en un proceso de M&A con sus distintas alternativas u orgánicas. En el siguiente cuadro podemos observar a grandes rasgos, las ventajas y desventajas de las distintas opciones:

		Ventajas	Desventajas
Externas	Orgánicas	• Mínima interferencia con el transcurso normal del negocio.	• Horizonte de tiempo más largo; Barreras de entrada.
	Joint Venture	• Contribución de activos al Joint Venture, asociación o mera sociedad.	• Competencia; conflicto de intereses.
	Adquisición Estratégica	• Sinergias de ventas y beneficios; ahorro de costos.	• Pago de un premium por control y problemas de integración.
	Fusión Estratégica	• Sinergias de ventas y beneficios; ahorro de costos.	• Potencial pérdida de control, de cultura, complejidad estructural, riesgo de ejecución.

CUADRO N°8

Fuente: Lic. Patricio Rotman, Lic. Federico Mc Dougall – Material de estudio_MBA_UB_2011

5.2 Motivaciones para llevar adelante una M&A

- Acelerar el crecimiento de la compañía, con esto queremos decir ganar market share, y lograr economías de escala ahorrando costos y aumentando la eficiencia en los procesos.
- Ampliar modelos de negocios , con este punto nos referimos a la posibilidad de acceder a nuevos mercados y/o productos, aprovechando la red comercial, aprovechar el apalancamiento de la red comercial, complementar fuerzas de venta, redistribuir fondos excedentes, entre otras cosas.
- Fortalecer la competitividad, aumentando la diversidad de clientes y proveedores (integración vertical), aumentando la producción y la base de clientes, y fortaleciendo las capacidades de producción.
- Obtener capital adicional, obteniendo mayor capacidad de caja, fortaleciendo la cartera de créditos y aumentando la capacidad de compra con proveedores.
- Consolidar el mercado, acelerando el tiempo de entrada a un nuevo mercado.

- Combinar recursos, combinar el managment interno y la cultura de la organización, ya sean I&D, técnicos, de ventas y administrativos con el fin de incrementar las eficiencias.
- Aprovechar ventajas impositivas

5.3 Valuación de empresas en un contexto de Fusiones y Adquisiciones

Para poder llevar adelante un proceso de M&A es indispensable realizar la valuación de la compañía, con el fin de llegar a un acuerdo entre el valor estimado por el comprador y el valor estimado por el vendedor.

Para poder realizar esta valuación los métodos comúnmente utilizados son los de “Discount cash flow model”, múltiplos de mercado y transacciones recientes, los cuales fueron profundizados al principio de este trabajo.

En base a los resultados se determina un rango subjetivo de valor en base a supuestos utilizados, intervalos y escenarios.

El siguiente cuadro muestra los componentes de determinación del valor de mercado de la empresa que forma parte de un proceso de M&A.



CUADRO N°9

Fuente: Lic. Patricio Rotman, Lic. Federico Mc Dougall – Material de estudio_MBA_UB_2011

En la Argentina los procesos de fusiones y adquisiciones, tienen las siguientes características:

- Baja utilización como herramienta de gestión.
- Dificultad de planificación.
- Carencia de financiación bancaria y mercado de capitales.
- Mercado más concentrado en compras y ventas que en fusiones.
- Actividad determinada por la oportunidad y motivaciones de venta y no por la estrategia.
- Actividad potenciada por clima de inversión.

PARTE II: APLICACIÓN A UN CASO PRÁCTICO

En esta segunda etapa del trabajo, aplicaremos los conceptos más relevantes de la teoría antes expuesta a un caso particular. La empresa seleccionada para tal fin se denomina ***Importadora y Exportadora de la Patagonia S.A (PATA)*** comercialmente conocida como, Supermercados “***La Anónima*”**.

Iniciaremos con una breve presentación de la compañía, y analizaremos la coyuntura macroeconómica que nos permitirá contextualizar el entorno en que se desarrolla la actividad de la misma.

En una próxima instancia analizaremos la industria para conocer los competidores y el lugar que ocupa PATA en el mercado, para luego analizar a la empresa seleccionada con mayor detalle.

El análisis realizado nos servirá para poder desarrollar una matriz FODA, la identificación de los drivers y riesgos del negocio como fundamento para los supuestos utilizados en la valuación, y así poder analizar la evolución de los escenarios futuros.

Luego de realizado este análisis, pro seguiremos con la aplicación de las metodologías de valuación presentadas en la primer parte del presente trabajo, DCF y múltiplos. Seguidamente presentaremos y desarrollaremos los principales índices financieros, tanto los correspondientes a liquidez, rentabilidad como así también, los de endeudamiento, actividad y cobertura.

Para concluir el análisis y poder abordar las conclusiones, realizaremos un análisis de escenarios futuros. Comenzaremos con un análisis de sensibilidad basándonos en los drivers del negocio, y luego continuaremos con la simulación de una posible fusión o adquisición como una de las alternativas de escenario futuro.

Por último se presentaran las conclusiones fundamentadas en el desarrollo de todo lo expuesto, lo cual nos permitirá emitir una opinión acerca de la conveniencia o no de

inversión en la compañía seleccionada, que servirá de ayuda para la toma de decisión del inversor.

Breve historia de la compañía

Supermercados “*La Anónima*” nace en 1908, cuando las empresas de José Menéndez y Mauricio Braun se unieron dando lugar a la sociedad que comenzó con almacenes de ramos generales, estancias y una flota naviera propia.

A mediados de la década de los setenta, en medio de una difícil situación económica y financiera, la sociedad toma una serie de medidas como la liquidación de la flota naviera, la venta de campos e inmuebles y la transformación de los almacenes de ramos generales en supermercados.

En 1979, se revierte la dispersión del capital social y el paquete accionario se concentra nuevamente en la familia Braun. Quien asume la conducción de la sociedad y centra su estrategia en la obtención del liderazgo del sector supermercadista en la región patagónica mediante una política de crecimiento, renovación tecnológica e informática y la instauración de una nueva política corporativa.

Desde 1942 abrió su capital a la oferta pública, cotizando desde entonces en la bolsa de comercio de Buenos Aires.

Actualmente “Supermercados La Anónima” es líder absoluto en el mercado de venta de productos masivos en la Patagonia, tanto por el número de locales que opera como por su nivel de ventas.

Presente en 68 ciudades del interior del país. Opera con tres unidades de negocios en su actividad principal, y cuenta con un total de 119 sucursales, las cuales se encuentran distribuidas en las provincias de Buenos Aires, Corrientes, La Pampa, Santa Cruz, Chubut, Neuquén, Santa Fe, Córdoba, Río Negro y Tierra del Fuego.

Los locales son renovados periódicamente y a diario se agregan nuevas y variadas líneas de productos. Las grandes distancias nunca fueron un obstáculo para el crecimiento de la compañía. Hoy los circuitos logísticos -mejorados constantemente- se apoyan en nueve depósitos regionales, equipados con un nivel de tecnología e infraestructura que permiten reducir costos y anticiparse a las necesidades operativas en vista del crecimiento en volúmenes de ventas.

Este plan de logística se complementa con una base de transferencia en el partido de Ituzaingó, a unos 30 kilómetros de la Capital Federal. Una ubicación estratégica para los intereses de la compañía. Esta base opera bajo el sistema “cross-docking” y funciona como centro de enlace entre proveedores y transportistas. Disminuyendo así, el nivel de existencias y asegurando la disponibilidad, calidad y frescura de los productos.



6. APLICACIÓN DE HERRAMIENTAS ESTRATEGICAS.

6.1. Coyuntura macroeconómica actual

En este apartado nos dedicaremos a describir brevemente el contexto macroeconómico que afecta a la actividad/sector en el cual se desarrolla la compañía que estamos valuando.

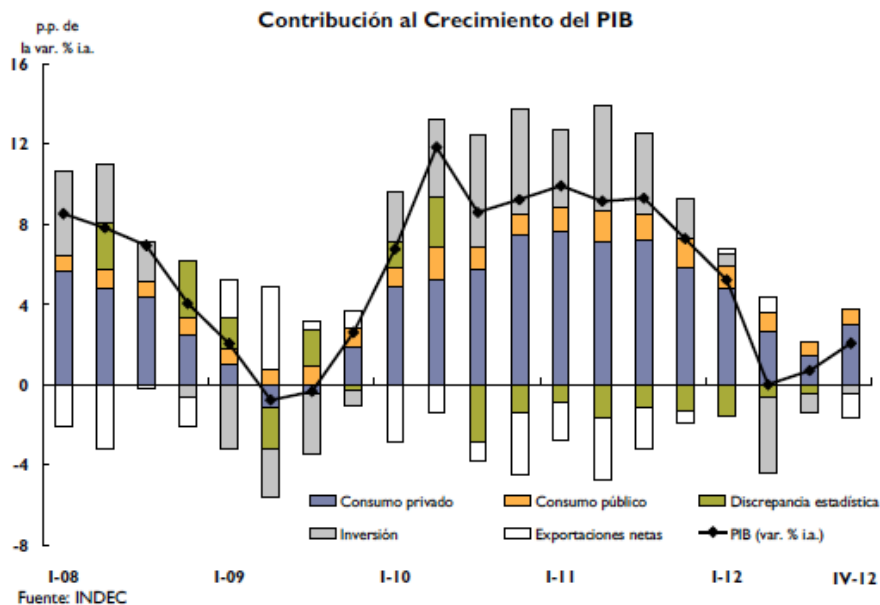
El sector supermercadista argentino viene cobrando un papel destacado como actor económico en las últimas décadas, principalmente por su dinámico crecimiento que ha impactado directamente en las formas de comercialización, en la demanda de empleo y en la conformación de precios.

Como negocio enfocado al mercado interno, el sector se encuentra altamente asociado con la marcha de la economía y en el contexto de la evolución económica positiva del consumo de los últimos años, ha evidenciado un crecimiento sostenido y una proyección de expansión amplia a futuro. Esto, y el lugar clave que despliega en la provisión de productos básicos para la población, hace que su desempeño sea una cuestión estratégica para analizar e intervenir.

Demanda y Oferta agregada

En términos generales, según el BCRA, el nivel de actividad económica exhibió una mejora en el cuarto trimestre de 2012, al crecer 2,1% interanual. De acuerdo a los indicadores adelantados, esta mejora se mantuvo en los primeros tres meses del corriente año. La absorción interna siguió siendo el sostén de la economía, al tiempo que la demanda externa continuó quitándole impulso al nivel de actividad.

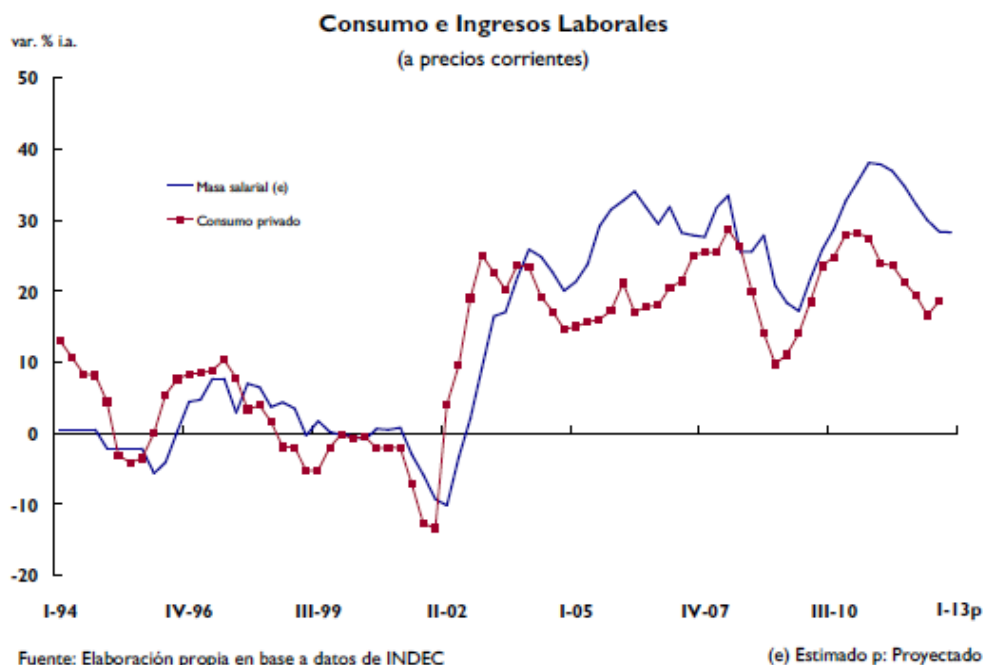
El Consumo privado permaneció como el impulsor de la economía con una expansión de 4,5% interanual en el último cuarto de 2012. Por su parte, las cantidades exportadas continuaron con la tendencia negativa iniciada en el segundo trimestre del año pasado.



CUADRO N°10

Fuente: INDEC

El gasto de las familias en consumo, se vio influenciado por los ajustes salariales que llevaron adelante los distintos sindicatos y el ajuste en el valor de los subsidios que brinda el estado. En tanto, continuaron las políticas públicas como la Asignación Universal por Hijo para Protección Social —AUH— que, conjuntamente con el resto de las asignaciones familiares, experimentaron un aumento de 26% en octubre pasado, y las jubilaciones que, como resultado de la Ley de Movilidad Previsional, registraron un alza de 11,4% en septiembre y acumularon un aumento del 31% durante el 2012. Durante el último trimestre de 2012 y en el primero de 2013 el endeudamiento de las familias siguió mostrando una dinámica importante, con variaciones interanuales de los préstamos personales y de las financiaciones con tarjeta de crédito en torno a 29% y 43%, respectivamente.



CUADRO N°11

Fuente: INDEC

La variación interanual que registraron las ventas de supermercados, a precios corrientes, para el mes de marzo asciende a un 26,9% respecto al mismo mes del año anterior y un aumento de 10,7% respecto a febrero de 2013. Podemos inferir en que hay un crecimiento real de las ventas si tomamos como referencia una inflación del 25% según consultoras privadas. También se puede inferir que el crecimiento de las ventas en términos reales ha sido mayor en a partir de febrero de 2013, debido a que los precios están congelados en el marco del “Programa de congelamiento de precios” que impuso el gobierno para los meses de febrero, marzo y abril. Este congelamiento de precios impacta directamente en el sector de supermercados.

Las jurisdicciones donde se registraron las subas más importantes tanto en el pasado año, como en el primer bimestre del 2013 son las Provincias del sur (29%), Tucumán y Salta (27%), Neuquén (26%) y ciudad de Buenos Aires.

Continuando por el lado de la demanda, la Inversión Bruta Interna Fija (IBIF) evidenció una recuperación hacia fines de 2012, al caer sólo 1,9% inter anual en el cuarto trimestre vs. 3,5% en el trimestre previo. Este desempeño se explicó por el incremento en las compras de Equipo durable de producción, mientras que la Inversión en construcción tuvo un desempeño desfavorable, el cual se espera que durante el 2013 sea revertido en la medida que comienza a impactar el programa de crédito “PROCREAR” del gobierno nacional y un programa de crédito destinado a las zonas del país menos desarrolladas y a las PYMES, con el fin de estimular la inversión productiva. En este marco, Importadora y Exportadora de la Patagonia S.A, califico y obtuvo un préstamo bajo condiciones altamente favorables.

Por el lado de la oferta, la industria y la construcción registraron caídas interanuales en el último trimestre de 2012 y en el inicio del corriente año, aunque a un ritmo menor. El sector agropecuario exhibió una recuperación en su nivel de actividad en los meses recientes, con un alza en la ganadería y en la producción agrícola de cosecha gruesa de la campaña 2012/13. Los servicios siguieron mostrando datos positivos. Las comunicaciones y la intermediación financiera volvieron a ser los sectores que crecieron en mayor cuantía y que contribuyeron de manera más significativa al avance de la actividad económica.

Las exportaciones del año 2012 alcanzaron los AR\$ 81.205 millones, lo que implicó una caída anual del 3%. Con respecto a las importaciones, retrocedieron 7,3% respecto del valor del año 2011. A pesar de las caídas, tanto las exportaciones como las importaciones se ubicaron en el segundo valor más alto de la serie histórica desde 1993. En consecuencia, el saldo de balanza comercial de 2012 exhibió un superávit de AR\$ 12.690 millones. Este resultado fue 26,7% superior al saldo del año previo, aunque explicado por un nivel de importaciones que cayó más que las exportaciones.

El Mercado financiero

A Diciembre del 2012, los depósitos totales del sistema financiero argentino (pesos más dólares) alcanzaron los AR\$588.621 millones. Esto representó un aumento del 36,4% respecto de fin de 2011. De este total, AR\$423.918 millones correspondieron al sector privado, cuyos depósitos experimentaron un incremento anual del 41,6%. Si se consideran sólo los depósitos denominados en dólares del sector privado, sumaron AR\$ 9.729 millones a fin de 2012, lo que implicó una contracción del 35% respecto de fin de diciembre de 2011.

Los préstamos totales al sector privado a diciembre de 2012 (pesos más dólares, promedio mensual de saldos diarios) sumaron AR\$365.322 millones, lo que implicó un alza del 40% respecto del valor de diciembre del año previo, y el más elevado de la serie histórica desde 2001. Los préstamos denominados en dólares totalizaron AR\$27.086 millones, experimentando una caída de 42% contra el valor a fin de 2011.

Las reservas internacionales del BCRA finalizaron el año 2012 en AR\$ 43.194 millones, lo que representó una disminución de 7% respecto del valor observado a fin de 2011.

El Mercado cambiario

El tipo de cambio nominal peso-dólar (bancos vendedor) experimentó una depreciación de 14,2% durante el año 2012, finalizando en AR\$4,9175 por unidad de moneda estadounidense. Con respecto al Euro, la moneda argentina se depreció 16,6% en 2012, registrándose un tipo de cambio de AR\$6,505 por unidad de moneda europea a fin de año. Finalmente, con respecto al Real, que cerró 2012 en AR\$2,401, la moneda argentina se depreció 4,3%.

En cuanto al dólar del mercado informal (conocido en la jerga como “dólar blue”), según las distintas fuentes consultadas, finalizó el año en AR\$6,80 por unidad (tipo vendedor), representando una depreciación nominal del 43,6% respecto del valor registrado a fin de 2011.

El saldo de la intervención del BCRA en el mercado de divisas durante el año 2012 acumuló un valor positivo de AR\$ 9.214 millones. Este resultado fue 190% superior al del año 2011 (AR\$ 3.172 millones), aunque inferior al de 2010 (AR\$ 11.798 millones).

El Mercado accionario Argentino

A pesar del volátil contexto internacional originado en la crisis de los países europeos (principalmente Grecia y España) y en la situación fiscal de Estados Unidos, la mayoría de las bolsas del mundo finalizaron el 2012 con variaciones positivas. En particular el Merval cerró con una suba del 1,6%.

Los índices bursátiles argentinos cerraron positivos debido a una notable recuperación en los últimos meses del año.

En diciembre, el Índice Merval mostró una suba mensual del 16,2% en dólares, en tanto que el M.AR se recuperó un 20,2%.

- Rendimientos de Acciones Domésticas

Si se consideran las 10 acciones con los mayores rendimientos del año (en pesos), las primeras 3 correspondieron al Panel General. El primer puesto lo ocupó Instituto Rosenbusch (ROSE) con un alza del 100%, seguida por Importadora y Exportadora de la Patagonia (PATA) y Rigolleau (RIGO), con incrementos del 89,9% y 88,8%, respectivamente. De estas primeras 10, sólo 3 pertenecen al Panel Merval: Tenaris, con una variación del 63,9% en el 6° lugar, Grupo Financiero Galicia (58,1% y 7° lugar) y Banco Francés (44,7% y 8° lugar).

Las mejores 10 acciones de 2012

Especie	Var. Anual	
	En \$	En U\$S
1. Instituto Rosenbusch (ROSE)	100,0%	90,2%
2. Import. y Export. de la Patagonia (PATA)	89,9%	80,6%
3. Rigolleau (RIGO)	88,8%	79,5%
4. Banco Santander (STD)	68,6%	60,3%
5. Alto Palermo (APSA)	67,4%	59,2%
6. Tenaris (TS)	63,9%	55,8%
7. Grupo Financiero Galicia (GGAL)	58,1%	50,4%
8. BBVA Banco Francés (FRAN)	44,7%	37,5%
9. Garovaglio y Zorraquín (GARO)	42,7%	35,7%
10. Banco Río (BRIO)	29,3%	22,9%

CUADRO N°11

Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

No obstante, cabe mencionar que de estas 10 especies, las 7 que no pertenecen al Índice Merval representaron apenas el 3% del volumen total de acciones de 2012 (Tenaris, Francés y Galicia representaron en conjunto 44% del total).

A continuación se podrá observar la evolución de PATA S.A de los últimos 2 años comparativamente con el Merval.



CUADRO N°12

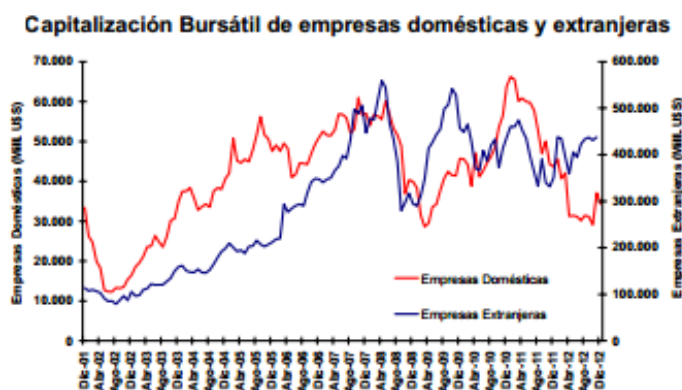
Fuente: Yahoo Finance

- Capitalización Bursátil

Al 28 de diciembre de 2012, la capitalización bursátil total sumó AR\$2,3 billones (AR\$ 472.059 millones). Esto implicó un aumento del 43,6% respecto de fin de 2011 (26% medido en dólares).

La capitalización de las empresas domésticas totalizó AR\$168.396 millones (AR\$ 34.349 millones), lo que representó una caída de 10,2% contra fin de 2011

(-21,3% en dólares). Con relación al máximo de la serie histórica (enero 2011), la capitalización de empresas domésticas medida en pesos su ubicó un 36,6% por debajo, destacándose que a fin de octubre de 2012, medida en dólares, fue incluso menor que el dato de diciembre de 2001.



CUADRO N°13

Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

- Dividendos en efectivo

Durante el año 2012, las sociedades cotizantes distribuyeron un total de AR\$ 38.722 millones (AR\$ 8.692 millones), un 63% menos que lo pagado en el año anterior.

Esta reducción de los dividendos en efectivo se debió tanto a un menor pago por parte de las empresas domésticas como de las extranjeras. Las primeras distribuyeron 78,5%

menos que en 2011, debiendo recordar que dicho año fue récord histórico. Asimismo, los dividendos pagados por las empresas domésticas durante 2012 representaron el valor más bajo (medido en pesos) desde el año 2002. En el caso de las empresas extranjeras, los dividendos en efectivo de 2012 cayeron 61% respecto de los de 2011.

Dividendos en efectivo

Período	2012		2011		Var. % Anual en \$
	Miil. \$	Miil. U\$S	Miil. \$	Miil. U\$S	
1° Semestre	36.735	8.287	55.323	13.571	-33,6%
Domésticas	1.668	368	8.614	2.111	-80,6%
Extranjeras	35.067	7.919	46.709	11.460	-24,9%
2° Semestre	1.987	405	49.859	11.788	-96,0%
Domésticas	1.249	252	4.942	1.162	-74,7%
Extranjeras	738	153	44.917	10.626	-98,4%
Total Anual	38.722	8.692	105.182	25.359	-63,2%
Domésticas	2.917	620	13.556	3.273	-78,5%
Extranjeras	35.805	8.072	91.626	22.086	-60,9%

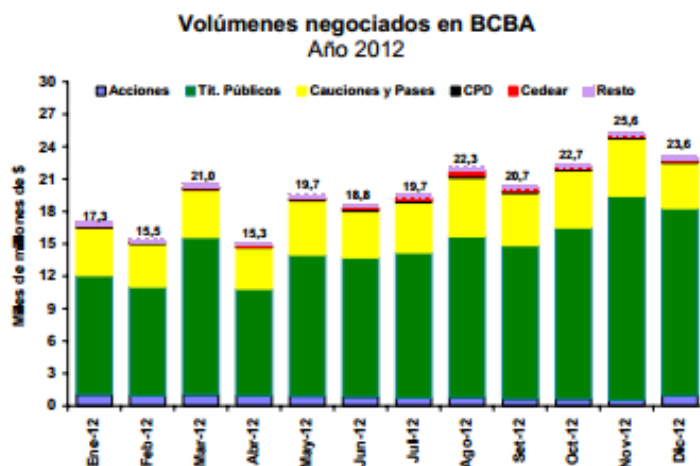
CUADRO N°14

Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

En términos de la cantidad de empresas, hubo 40 empresas domésticas que pagaron dividendos en efectivo, contra 49 durante el año 2011. En cuanto a las empresas extranjeras, 4 de las 6 que cotizan pagaron dividendos en efectivo. Las que no lo hicieron fueron Andes Energía y Banco Santander, aunque este último llevó adelante un programa de emisión de acciones con opción de pago en efectivo por el cupón de suscripción, que podría asimilarse a un dividendo en efectivo.

- Volumen Negociado

El volumen efectivo del año 2012 totalizó AR\$242.324 millones, lo que representó un alza del 16,6% respecto de lo operado durante el año 2011 (AR\$207.805 millones).



CUADRO N°15

Fuente: Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC)

Perspectivas 2013

En este año electoral, la política económica está rodeada de inconvenientes. El nivel de actividad transita el séptimo trimestre de chatura. La inflación sigue siendo una amenaza, por lo que el gobierno tuvo que imponer un congelamiento de precios, afectando directamente al rubro en el que se encuentra la empresa bajo análisis.

El control de cambios no esta siendo efectivo (hace siete meses que el Banco Central casi no compra dólares en el mercado cambiario, las reservas siguen disminuyendo) y la brecha entre el dólar oficial y el paralelo se amplía cada día mas a 50%.

Los problemas de competitividad afectan cada vez a más sectores exportadores mientras que se acota la competencia importada con un control que perjudica más de lo que beneficia a la actividad productiva.

El fisco nacional está desbalanceado y financiado con la emisión de moneda. Las provincias también están en rojo y este año será inexorable el aporte del gobierno federal. En 2012 los gobiernos provinciales “se las arreglaron solos” subiendo impuestos, postergando obra pública, recortando fondos a los municipios, endeudándose

con el sistema bancario y pagándole con bonos a los proveedores pero otro año así es inviable.

La aspiración oficial número uno es que 2013 no sea tan chato como 2012. Sin embargo, este escenario parecería mantenerse, siempre con los ojos puestos en que la cosecha y Brasil puedan alivianar un poco la cosa.

Pese a este escenario macro que por supuesto afecta a toda la economía, creemos que si la compañía destina los fondos que recibe del préstamo oficial a m2 de ventas su crecimiento será importante, ya que esto implica una inyección directa y extra de ventas por m2 (con un costo de construcción por debajo de la inflación ya que a devolución del préstamo esta pactada a una tasa del 9,8% anual).

6.2. Análisis de la industria

Introducción

El sector supermercadista argentino viene cobrando un papel destacado como actor económico en las últimas décadas, principalmente por su dinámico crecimiento que ha impactado directamente en las formas de comercialización, en la demanda de empleo y en la conformación de precios.

Como negocio enfocado al mercado interno, el sector se encuentra altamente asociado con la marcha de la economía y en el contexto de la evolución económica positiva de los últimos años, ha evidenciado un crecimiento sostenido y una proyección de expansión amplia a futuro. Esto y el lugar clave que despliega en la provisión de productos básicos para la población, hace que su desempeño sea una cuestión estratégica para analizar e intervenir.

Los supermercados han venido desplegando estrategias de expansión que han incluido tanto la multiplicación de los locales (o bocas de expendio) así como también en la renovación de las estrategias de negociación y adquisición de las mercaderías que

comercializan y en las políticas de ventas y captación de clientes, en busca de maximizar la rentabilidad empresarial.

Estas cuestiones ponen en perspectiva dos aspectos claves para la gestión e intervención mercantil:

- a) la incorporación de nuevos representados (al ampliarse la base de bocas de expendio);
- b) las maneras en que este sector interviene en la formación de precios y que pueden afectar la capacidad de compra de los trabajadores.

Reseña histórica

En esta sección abordamos sintéticamente la historia de los supermercados argentinos, observando los aspectos principales de su origen, su evolución y los rasgos actuales del sector.

Hasta la década de 1950 el comercio minorista de productos, esencialmente alimenticios, en la Argentina reunió las siguientes características:

- a)** Alta especialización: había un sistema de comercialización propio de cada grupo de productos, como por ejemplo carnicerías, almacenes y verdulerías.
- b)** Atomización: predominaban comercios de pequeña escala a cargo de pocas personas, que atendían primordialmente a residentes geográficamente cercanos al comercio.

La competencia de precios y servicios era escasa y no existía la publicidad. Los comerciantes pagaban los mismos precios por los productos que vendían y tenían una estructura de costos semejante. La competencia más agresiva provenía de las ferias municipales que funcionaban en la vía pública, en particular en frutas, hortalizas y otros productos frescos, sistema de comercialización propiciado por el Estado, que remonta su origen a la época colonial.

Los establecimientos grandes, tenían la particularidad de parecerse a los almacenes, con desigual grado de especialización y en los lugares menos urbanizados. El “Almacén de Ramos Generales” era la manera más cotidiana de adquirir los bienes básicos.

Desde el inicio de la **década de 1950** este tipo de comercialización empezó a transformarse, y de desarrollar una tarea altamente especializada, atomizada y sin servicios anexos, pasó progresivamente hacia una actividad no especializada, con diferentes escalas de productos y con servicios asociados a la comercialización de los productos.

Un caso testigo es el desarrollado por Bernardino Brasas en Mar del Plata, que en el año 1951 transformó su almacén en un autoservicio. Esta experiencia marcó cierta pauta, que rápidamente fue copiada en Tucumán, Salta y Buenos Aires. Otro caso destacado de esa época es el de la cooperativa “El Hogar Obrero”, que luego se convirtió en “Supercoop”.

Este proceso cobra fuerza y se desarrolla ampliamente durante la **década de 1960**. De hecho, en 1962 ingresa la empresa MÍNIMAX (del grupo Rockefeller), con la apertura de su primera boca de autoservicio designada “supermercado”, que utiliza tecnología y equipamientos desarrollados en Estados Unidos. Sus características fueron rápidamente incorporadas por los empresarios nacionales, generando una expansión vertiginosa del sistema de venta minorista por autoservicio en grandes locales.

De tal forma, en base al sistema instalado por Minimax, en 1963 la familia Manoukian inicia el Supermercado Tanti en Olivos y en 1964 el Supermercado Norte en Carapachay. También en 1965 abrió el Supermercado Gigante S.A. (de Rodríguez Barros S.A. propietaria de la cadena de tiendas Blanco y Negro con sucursales en todo el país), tratándose del primer supermercado con 5.000 m² con depósitos. A partir de ese hito, llegó la primera generación de supermercados, como Llaneza, Gran Tía, Todo, Canguro y Satélite. Posteriormente este tipo de comercios pasaron a ser designados, como en otros países de América Latina, con el nombre de “hipermercado”.

Para 1969 había en la Argentina 162 supermercados, de los que 71 se encontraban en el Gran Buenos Aires.

En la **década del '70**, a diferencia de la gran expansión de la década anterior, se afrontaba un proceso de crisis y reestructuración general, caracterizado por fuertes reordenamientos administrativos y logísticos, cierre de locales, e incluso la quiebra de varias empresas.

Entre las diversas causas de esta situación figuró la inflación, que pasó del 14 % en 1970 al 35 % en 1971 y al 59 % en 1972, y la fragilidad general del sector, dada la falta de experiencia que predominaba en el mismo. De hecho, en 1972 existían en el Gran Buenos Aires 68 supermercados y 8 hipermercados; 8 hipermercados habían cerrado y sólo se inauguraron 5 locales de supermercados.

En los '80 el comercio se abrió a la inversión extranjera y se permitió el giro al exterior de las utilidades empresarias, lo que impulsó el arribo de cadenas internacionales de venta de alimentos.

En 1982 se instaló la cadena internacional Carrefour, y en 1988 llegaron al país otras dos cadenas internacionales: Makro (supermercados mayoristas de origen holandés) y Jumbo (de Chile).

La década de los '90 se caracterizó por el crecimiento del sector, la entrada de capitales y empresas extranjeras (por la instalación directa o por la compra de empresas ya establecidas en el país), y también por el incremento de emprendimientos nacionales.

Responde al modelo de las empresas ya radicadas en el país que ampliaron la cadena:

- i) expandiéndose territorialmente;
- ii) abriendo nuevos locales en las ciudades donde operan;

iii) comprando unidades independientes y/o pequeñas o medianas cadenas de negocios en otras regiones.

En 1995 llegó Wal-Mart a la Argentina y en año 1998 el grupo francés Casino, adquiriendo el control de la empresa Libertad.

También se incorporaron dos grupos argentinos: Coto y *La Anónima*.

Caracterización de empresas y cadenas de comercialización

Las cadenas de supermercados pueden clasificarse de acuerdo a sus bocas de expendio de la siguiente manera:

- **Cadenas mini:** poseen 2 bocas y representan el 2,7% de las bocas nacionales.
- **Cadenas chicas:** de 3 a 9 bocas y representan el 7,3% del total.
- **Cadenas medianas:** de 10 a 19 bocas y representan el 1,8% del total.
- **Cadenas intermedias:** de 20 a 60 bocas y representan el 5,0% del total.
- **Cadenas grandes:** poseen más de 80 bocas, representan el 15,5% de las bocas totales de Argentina y pertenecen a Carrefour, Cencosud, Coto, La Anónima, Nexus Partners, Walmart, Casino, Átomo y la Cooperativa Obrera Ltda. de Consumo y Vivienda.

Principales empresas (1)

EMPRESA	ORIGEN	CADENAS EN ARGENTINA
	Francia	 
	Chile	  
	Argentina	
	Argentina	 
	Estados Unidos	 
	Francia	
	Estados Unidos	 

CUADRO N°16

Fuente: FAECYS

(1) Nota: Las principales empresas del sector supermercadista son las que poseen el número de establecimientos más grande y/o las mayores superficies comerciales y/o las mayores facturaciones relativas anuales.

Principales cadenas a nivel nacional y cantidad de bocas de expendio

Supermercado	Bocas
Día	400
Carrefour	200
Disco	143
Super Vea	138
Coto	121
La Anónima	113
Átomo	106
Cooperativa Obrera Ltda. de Consumo y Vivienda	98

CUADRO N°17

Fuente: FAECYS

Estructura sectorial

La estructura de las empresas del sector supermercadista puede segmentarse en cinco grupos:

- **hipermercados**, líderes en el sector con un share de ventas del 35%;
- **autoservicios asiáticos** con un share del 29% y en crecimiento por la apertura de nuevas bocas;
- **supermercados**, terceros en ventas con un 29%;
- **otros autoservicios** con el 8% del share de ventas.
- **hard discounts** (tipo Día), con un share del 3%.

En su conjunto el sector supermercadista comprende más de 11.600 empresas que suman 4.523.647 m² de superficie de ventas y 8.672 bocas de expendio. Las grandes cadenas cuentan con 1.345 bocas de expendio, (15,5% del total), y 55,7% de m² de la superficie comercial total del sector.

Las bocas de expendio chinas representan el 54,1% de los locales y cubren el 18,2% de la superficie total de venta.

Bocas de Expendio	Totales	%	M ²	%
Cadenas grandes	1345	16	2.521.690	56
Otras cadenas	1405	16	851.844	19
Uniboca	1234	14	325.025	7
Uniboca China	4688	54	825.088	18
Total	8672	100	4.523.647	100

CUADRO N°18

Fuente: FAECYS

El sector está liderado por la multinacional francesa Carrefour (Carrefour y Día) con una participación del 29% del mercado y una facturación estimada en AR\$16.000 millones anuales.

Detrás se encuentran el grupo de origen chileno Cencosud (Jumbo, Disco y Super Vea), con un 21% del mercado y una facturación de AR\$9.700 millones, y la cadena argentina Coto, que tiene una participación del 20% y una facturación de AR\$5.400 millones anuales. Con una participación del 7% cada una le siguen la cadena francesa Casino (Libertad) y también la cadena argentina La Anónima.

La estadounidense Wal-Mart registra el 5% del mercado (2)

EMPRESA	SUPERMERCADO	FACTURACION ANUAL (en millones de peso ^m)
		\$16.000
		
		\$9.700
		
		
		\$5.400
		\$4.000
		
		\$4.000
		
		\$1.600
		\$1.000
TOTAL		\$41.700.000

CUADRO N°18

Fuente: FAECYS

(2) Las facturaciones responden a fines del año 2010 y principios del 2011

El poder de mercado de estas grandes empresas les ha permitido desplegar estrategias de posicionamiento que les otorgan fuertes ventajas relativas, incluso frente a la industria alimentaria. Su capacidad de compra y la superficie disponible para la venta en el sector les aportan ventajas que hacen valer con sus proveedores para acceder a menores precios de salida de fábrica.

Una estrategia similar viene solidificándose desde la década de 1990 con las “Asociaciones de Cooperación Empresarias” (ACE). Estos grupos de supermercadistas (generalmente con empresas con pocas bocas de expendio) encontraron en el ACE una forma de mejorar su posicionamiento ante clientes y proveedores, a través de la realización de compras conjuntas.

Las principales Asociaciones del sector son ACE - CADENA DEL CENTRO (142 bocas asociadas); ACE – ALMACOR (44 bocas); ACE – GIRO (29 bocas); ACE - BAHÍA - BUEN DÍA (27 bocas); ACE – DELTA (24 bocas); ACE – OLARED (18 bocas) y ACE – MILENIO (17 bocas).

La estrategia central de las ACE gira en torno a la conformación de pools de compras bajo la forma jurídico-administrativa de “Agrupación de Colaboración Empresaria”. Con esta figura, sostenida en la responsabilidad solidaria e ilimitada de los socios con sus bienes personales ante terceros, se establece un fondo común operativo, que busca garantizar un mayor poder de compra relativo para negociar con los proveedores y mejorar su posicionamiento relativo en el mercado.

Evolución expansionista del Sector

- El sector supermercadista argentino ha sabido lograr una marcada expansión en los últimos años, como así también una fuerte concentración en manos de pocas empresas.
- Lo anteriormente expresado se puede explicar en que las siete principales cadenas de supermercados: Carrefour, Cencosud, Coto, La Anónima, Nexus Partners, Walmart y

Casino son el núcleo de empresas que abarcan el mayor número de establecimientos, las mayores superficies comerciales, como así también, los mas altos niveles de facturación.

- Este núcleo de empresas de gran envergadura, reúnen solo el 15% del total de bocas del país pero representan el 58% de las ventas de bebidas y alimentos de la Argentina.

En 2008, la venta total de alimentos y bebidas en Argentina llegó a 25 mil millones de dólares, de los cuales las siete principales cadenas canalizan el 43 % de total.

- La dimensión económica que han sabido ganar estas empresas en los últimos años, les han permitido ocupar un lugar de privilegio en el mercado a la hora de negociar con proveedores y así poder obtener mayores ganancias.
- A través de los años se ha llegado a la existencia de dos modelos de cadenas: por un lado, las firmas locales que efectuaron una expansión territorial como La Anónima, y por otro las empresas extranjeras especializadas, que se instalan en los años 90 a través de la apertura de nuevos comercios, o de la compra de supermercados existentes.

A continuación podemos observar el proceso de concentración en grandes cadenas desde 1960 al 2010.

Empresa	Origen	Inicio de actividades	Fin de actividades	Movimientos	
				Año	Evento
Disco	Uruguay	1967	1991	1967	Compra el 50% de los Supermercados DISCO de Argentina
				1984	Compra el 50% restante de los Supermercados DISCO de Argentina
				1991	Vende DISCO de Argentina a Juan Pelirano Basso
Carrefour	Francia	1982	sigue	1982	Abre el primer local en San Isidro
				1984	Abre el segundo local en Vicente López
				1999	Por su fusión con Promodes toma el 49% de las acciones de Supermercados Norte. En el mismo año compra al Grupo Excel 2% de Supermercados Norte y los 5 locales que Unimarc de Chile en Argentina
				2000	Compra el saldo de 49% de Supermercados NORTE y la cadena CASA TIA
				2002	Se expande en Mendoza
Cencosud	Chile	1982	sigue	1982	Abre el primer hipermercado en Bs As
				2003	Compra la cadena de supermercados DISCO a Royal Ahold
				2004	Compra la cadena de supermercados SUPER VEA
Wal-Mart	Estados Unidos	1995	sigue	1995	Abre el primer local en Bs As
				2007	Compra 3 hipermercados AUCHAN
Auchan	Francia	1997	2007	1997	Abre su primer local en el centro comercial de Avellaneda
				2007	Vende sus 3 locales a Wal-Mart
Royal Ahold	Holanda	1998	2003	1998	Compra el 50% de DISCO a Velox Retail Holding.
				1999	Compra Supermercados Americanos (Córdoba), Supermercados González (San Juan), Supermercados Pinocho (La Plata- Bs As)
				2000	Compra los locales de la cadena chilena EKONO
				2002	Compra el saldo de las acciones de DISCO
				2003	Vende Supermercados DISCO a CENCOSUD
Promodes	Francia	1997	2000	1997	Inicia la cadena DIA %
				1998	Compra el 49% de supermercados NORTE a Excel Group
				1999	Compra el saldo de Supermercados NORTE a Excel Group
				1999	Compra CASA TIA, CASA LOZANO (Jujuy) y se fusiona con Carrefour
Casino	Francia	1998	sigue	1998	Compra 100% Supermercados Libertad
				1999	Compra el 75% de Supermercados San Cayetano
				2010	Vende su cadena LEADER PRICE a NEXUS PARTNERS
Excel Group	Argentina	1996	2001	1996	Compra Supermercados NORTE
				1997	Compra Supermercados DUMBO, Supermercados DEVOTO, Tiendas ABUD (Entre Ríos), Supermercados TANTI, Supermercados ACASUSSO, la empresa LA FLORIDA del NORTE SA, Hipermercados TIGRE.
				1998	Compra la cadena de Supermercados MEGA (Rosario), LOS HERMANOS (Entre Ríos)
				1998	Vende 49% de NORTE a Promodes
				1999	Excel vende un 2% a Promodes
				2001	Vende el saldo accionario de NORTE a CARREFOUR
Nexus Partners	Estados Unidos	1996	sigue	1996	Inicia desarrollo empresa EKI
				2010	Compra la cadena LEADER PRICE a Casino. Lanza la versión Super Eki Plus.

CUADRO N°19

Fuente: Chiodo, Luis (2010). *Hipermercados en América Latina*. Atropología: Bs As; e información de FAECYS

Resumen en números

Establecimientos.

- Sumando hipermercados, supermercados, supermercados discount y autoservicios en general, existen en Argentina 8672 establecimientos.
- El 68% corresponde a establecimientos de un solo local, mientras que el 32% restante corresponden a cadenas que tienen 2 ó mas bocas.
- Respecto a las unibocas, 80% pertenecen a empresas de origen chino.

Números de Bocas.

- Las cadenas con mayores números de bocas son: Carrefour, Cencosud, Coto, La Anónima, Nexus Partners, Walmart, Casino, Atomo y la Cooperativa Obrera Ltda de Consumo y Vivienda.
- El 15,5 % de las bocas totales de expendio que suman 1345, están compuestas por grandes cadenas de supermercados: Carrefour, Cencosud, Walmart, Coto, La Anónima, Casino y Next Partners).
- Es importante destacar que las bocas chinas representan el 54% del total de autoservicios del país, el 11% de ellas se encuentra en la Capital Federal (517 bocas), 57% en el Gran Buenos Aires (2.669 bocas) y 32% en el interior del país (1.502 bocas).

Superficie

- El sector supermercadista en Argentina cuenta con una suma total destinados a la venta aprox. 4.500.000 m2.
- Carrefour, Cencosud, Coto, Walmart, La Anónima, Casino y Next Partners representan mas de la mitad de toda la superficie comercial del sector, con el 55,7%.
- Como ya fue comentado las bocas chinas representan el 54% del total de autoservicios del país pero solo constituyen el 18,2% de la superficie total de ventas del sector.

Empleados

- Los empleados de comercio del sector ascienden a 124.600, lo que representa un 11,6% del total de empleados mercantiles (1.070.000)
- Las 10 grandes cadenas (Carrefour, Cencosud, Coto, Walmart, Casino, La Anónima, Toledo, Nexus Partners y Cooperativa Obrera Ltda de Vivienda y Consumo) concentran a 83.821 empleados de comercio; lo que representa el 67% del total de empleados mercantiles del sector y el 8% del total de empleados de comercio de la Argentina.

Ventas en supermercados como indicador del nivel de actividad de la industria de alimentos y bebidas.

En cuanto a las ventas de alimentos y bebidas en supermercados, el cuadro siguiente muestra la evolución del sector en los últimos años (en miles de pesos):

Año	(1) Ventas Totales	(2) Alimentos y Bebidas	(2) / (1) En %
2004	18.254.762	12.880.700	71
2005	20.917.656	14.400.963	69
2006	24.856.464	16.944.048	68
2007	32.310.727	22.087.707	68
2008	43.209.526	30.027.145	69
2009	50.089.211	34.321.550	69
2010	64.492.690	43.579.372	68
2011	79.696.052	54.700.000	69

CUADRO N°20

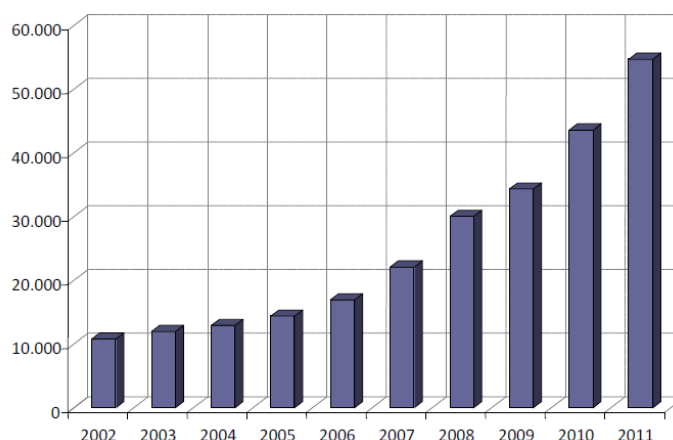
Fuente: Área de Industria Agroalimentaria en base a datos del INDEC.

Las ventas en supermercados son un indicador relevante del desempeño y evolución de la demanda de alimentos y bebidas. El INDEC, a través de la “Encuesta de Supermercados”, realiza con periodicidad mensual el seguimiento de este indicador. En el gráfico que se incluye a continuación puede observarse la evolución del mismo en el

período 2002 – 2011, constatándose un incremento de las ventas de alimentos y bebidas en supermercados, a precios corrientes, superior a 400%.

Evaluación de la venta de Alimentos y Bebidas (A y B) En Supermercados

(millones de pesos corrientes)



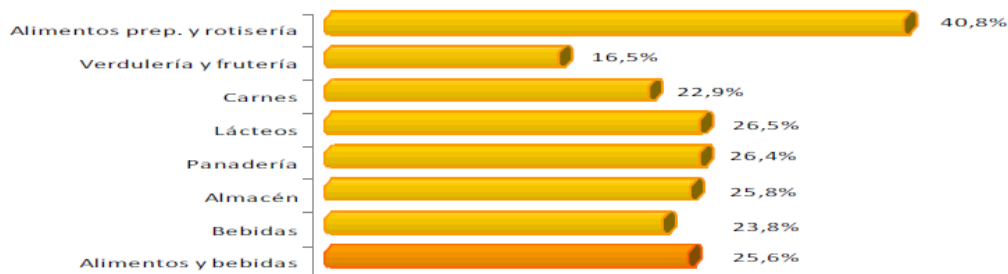
CUADRO N°21

Fuente: Área de Industria Agroalimentaria en base a datos del INDEC.

En lo que respecta al año 2011, las ventas de alimentos y bebidas (A y B) en supermercados crecieron a una tasa interanual del 26%, totalizando AR\$54.700 millones. Ese fue el resultado de una evolución positiva en todos los rubros, destacándose especialmente las ventas de “alimentos preparados y rosticería” que fueron las de mayor dinamismo, con un alza del 41% anual. A continuación, las ventas de “productos lácteos” con 26,5% anual; los “productos de almacén” 26% y “panadería”, también con 26% anual de crecimiento. Las ventas de “bebidas” registraron un alza de 24% y las de “carne” el 23% anual. Por último, las ventas de “verduras y frutas” en supermercados crecieron 17% anual durante 2011.

Ventas de A y B en Supermercados - Año 2011

Variación interanual de los principales rubros



CUADRO N°22

Fuente: Área de Industria Agroalimentaria en base a datos del INDEC.

Según los datos de la Encuesta de Supermercados elaborada por el INDEC, las ventas de Alimentos y bebidas (A y B) a precios corrientes totalizaron AR\$31,688 M en el 1er semestre del presente año 2012, un +27.6% por encima de las registradas en igual período de 2011 (cuando sumaron AR\$24,839 M).

El incremento es mayor al observado en enero-11/junio-11, cuando las operaciones crecieron a una tasa interanual de +24.1%, y también es levemente superior al de la última parte del año pasado (+26.7%).

Si se analizan las ventas a precios constantes, de acuerdo con el INDEC las cantidades aumentaron un +16.2% en el 1er semestre de 2012, producto de expansiones de +18.1% y + 14.4% en el 1er y el 2do trimestre del año.

En la dinámica semestral, la suba exhibida por el rubro representa una leve desmejora respecto de lo ocurrido en los últimos seis meses de 2011, cuando las ventas habían aumentado un +17.6% interanual, pero una aceleración frente al registro de enero-11/junio-11 (+13.2%).

Las operaciones en cantidades deflactadas por un IPC no oficial, en tanto, muestran que crecieron +2.5% interanual en los primeros seis meses de 2012 respecto de lo ocurrido en idéntico período del año pasado.

La diferencia en el ritmo al cual se expanden las cantidades vendidas es explicada por las series de precios diferentes que se usaron para deflactar las ventas corrientes.

De acuerdo con el IPC del INDEC, los precios del rubro Alimentos y bebidas aumentaron interanualmente un +9.8% en el 1er semestre de 2012, mientras que según la medición no oficial la suba estimada en el mismo período habría sido de +24.5%.

Preferencias del consumidor

Según datos del Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC), el gasto de consumo de los hogares por finalidad está liderado por los alimentos y bebidas con un 34%. Esta participación se aproxima al 70% en el caso de las ventas de supermercados.

Por su parte, estudios privados coinciden que la yerba mate es el producto de compra individual que se encuentra en la mayoría de los hogares del país. De tal forma, la yerba mate, con un 85%, sería el producto consumido por la mayor cantidad de hogares, seguido por el azúcar, con 82%; los helados artesanales, 74%; las galletitas de agua, 72%; el té, 69%; las galletitas dulces, 69%; los alfajores, 67%; el café, 66%; la gaseosa cola común, 64% y el chocolate en barra con 52%.

Puede observar asimismo que ocho de los diez primeros productos de compra individual son alimentos livianos que se consumen, en su mayoría, con el desayuno y la merienda. Dentro de los productos que conforman la alimentación básica de los hogares, las hamburguesas congeladas figuran en el puesto décimo sexto, con 35,5%.

En cuanto a la temática de la diferenciación por canales, la Cámara Argentina de Distribuidores y Autoservicios Mayoristas (CADAM) destaca la mejora de los almacenes tradicionales. Según esta fuente, las ventas de estos comercios crecieron

8,8%, frente al 2,6% de los autoservicios y 4% de los supermercados. A su vez, de los 321.500 canales existentes en el país, un 40% serían almacenes tradicionales, los cuales siguen expandiéndose en el interior del país, con nuevas actividades como la venta de verduras o carne. Los almacenes pasaron de captar en todo el país el 29% de las ventas del año 2001, a 36% en 2010, llegando su presencia al 42% en el interior.

Los autoservicios, impulsados por los de origen asiático, crecieron del 23% al 30% en el mismo período (2001-2010), mientras los supermercados retrocedieron del 48% al 33%.

En lo que respecta a la oferta de productos, los autoservicios asiáticos, al atender a compras diarias de no más de 10 unidades en promedio, no mantienen una estrategia comercial definida.

Por su parte, los supermercados cubren alimentos, productos de bazar, cosmética, ropa de blanco y pequeños electrodomésticos, mientras que los hipermercados incorporan, además, grandes electrodomésticos, muebles para armar, artículos para automóviles, deportivos, de jardinería y para camping, entre otros.

En el segmento de los hard discounts predominaban las marcas propias y de bajo precio, debido al reducido costo operativo.

La elección de supermercados e hipermercados sería preponderante entre personas de nivel socioeconómico medio alto (ABC1) que habitan en hogares familiares o unipersonales. Éste grupo realiza sus compras de manera planificada y recurre también a otros centros complementarios.

Quienes eligen los autoservicios privilegiarían la proximidad y la agilidad en la compra y acuden a los puntos de ventas de manera frecuente porque no planifican tanto el aprovisionamiento.

Conformado por los segmentos ABC1 y C2, este grupo comprende un público joven que no frecuenta a los supermercados/hipermercados.

Los consumidores que recurren a los hard discounts para efectuar sus compras diarias, priorizarían el precio por sobre la calidad de los productos o la ambientación del punto de venta. Este grupo está conformado por personas de nivel socioeconómico medio bajo (C3 y D).

También se destaca que la lealtad del consumidor sería escasa en todos los segmentos, y la misma depende mayormente de las herramientas financieras (las tarjetas de afinidad y las tarjetas de créditos exclusivas, los préstamos en efectivo, etc.); de los servicios complementarios (extensión de garantías, seguros, etc.) y del desarrollo del canal on line que, en cada caso, aporta valor al crear experiencias gratificantes y minimizar los costos asociados a la compra (mayor tiempo, largas colas en las cajas, etc.).

Estrategias de Comercialización

De acuerdo a los datos relevados, para 2012 los grandes jugadores internacionales seguirían inclinando el desarrollo de sus redes de comercialización a los formatos de proximidad y potenciando la venta on-line, lo que requeriría un replanteo de la eficiencia logística a fin de no seguir perdiendo participación frente a la capilaridad de la red de supermercados de origen chino.

En relación a la venta on-line, ésta seguiría evolucionando y ganando share, como consecuencia de la innovación en el servicio, la mejora en los sistemas informáticos involucrados y el desarrollo de software para smartphones y tablets. También se implementarían nuevos formatos que conecten de modo directo las marcas con los consumidores y permitan a éstos últimos comparar la oferta de las diversas cadenas garantizándoles la compra a precios más económicos.

En la actual dinámica del mercado, los retailers (comerciantes minoristas) deberían tener en cuenta la necesidad del consumidor de contar con locales de proximidad y, a su vez, focalizar en optimizar el servicio de ventas.

El 60% de las ventas en el país de bienes de consumo masivo se lleva a cabo en “locales de cercanía”. En la ciudad de Buenos Aires, el consumo en los “comercios de cercanía” representaba en 2009 un 13,7% del total. Ese porcentaje se ubicaría ahora en el 19%. La otra cara de esta situación es la caída de la participación de los supermercados, hoy del 44%, más de 10 puntos por debajo respecto de la participación de años anteriores. Creció, por su parte, la porción tomada por los hipermercados, con el 37%.

En todo el país, la porción de los minimercados y autoservicios es mucho mayor. En 2011, seis de cada diez pesos facturados por ventas de alimentos no perecederos, bebidas y artículos de perfumería y limpieza correspondieron a locales de cercanía, entre los que se cuentan las farmacias y perfumerías. El porcentaje es en rigor más alto, porque en la categoría siguiente, la de supermercados, están incluidos los locales pequeños de grandes cadenas.

A su vez, con bastante más presencia en el interior que en la ciudad de Buenos Aires, los “almacenes tradicionales” se quedan hoy con el 20% de la facturación por ventas de alimentos, bebidas, cosméticos y limpieza, lo que representa más de cinco puntos porcentuales por debajo de la participación que alcanzaban en el año 2004.

Análisis de situación actual del sector.

De acuerdo con la información difundida por el INDEC a través de la Encuesta de Supermercados, a pesar de la desaceleración mostrada por otros indicadores de consumo, las ventas del sector continúan mostrando un excelente dinamismo. En el 1er semestre de 2012, las operaciones totales acumuladas a precios corrientes alcanzaron los AR\$47.828 M, un +28.2% frente a igual lapso de 2011 (AR\$37,314 M). Estas cifras no muestran cambios significativos en relación al ritmo de expansión observado en la última mitad de 2011(cuando las operaciones avanzaron +28.4%), pero constituyen una leve aceleración respecto de lo ocurrido en la primera parte del año pasado (+26.8%).

En la apertura trimestral de los primeros seis meses de 2012, la performance exhibida por las ventas en supermercados volvió a ser uniforme, sin presentar saltos abruptos ni cambios en su tendencia, con registros de +29.1% y +27.4% interanual en el 1er y 2do trimestre, respectivamente. Por su parte, y según los datos más recientes, en el bimestre julio-12/agosto-12 la expansión interanual se ubicó en +23.8%, alcanzando los AR\$17,556 M, y disminuyendo ligeramente la tasa de crecimiento de los últimos meses.

Las ventas a precios corrientes acumulan en el período enero-12/agosto-12 un incremento de +27.0% en relación al mismo lapso del año pasado (vs. +27.6% acumulado en aquel entonces).

Si se consideran los datos del INDEC, las ventas en términos reales registraron una muy leve desaceleración durante los primeros seis meses de 2012. Tras las expansiones de +16.4% y +17.7% conseguidas en el 1er y 2do semestre de 2011, las operaciones crecieron un +16.1% en la primera mitad del presente año.

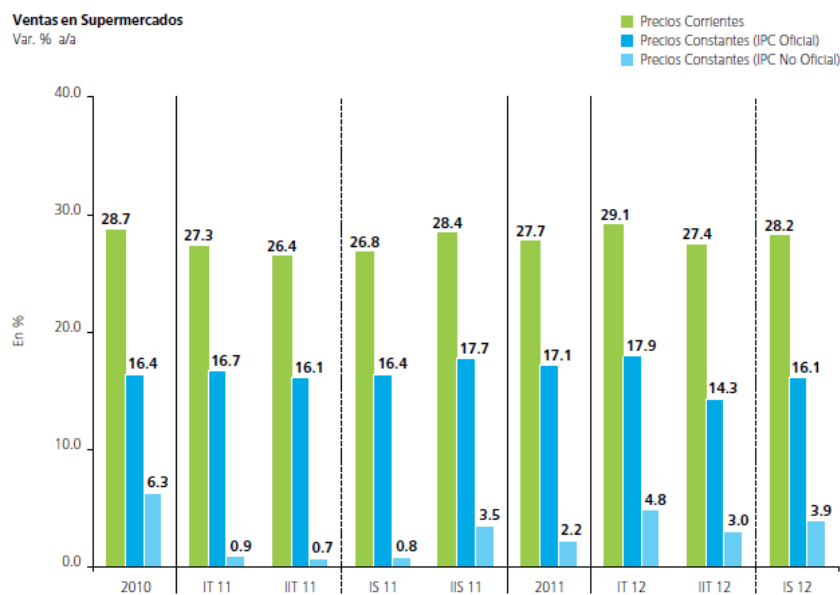
Un comportamiento similar se observa en la comparación trimestral, donde se alcanzó un incremento de +17.9% en el 1er trimestre y de 14.3% en los tres meses siguientes.

Finalmente, en el período julio-12/agosto-12 las ventas habrían vuelto a desacelerar, con un avance interanual de +12.5%, acumulando un crecimiento de +15.1% en los primeros ocho meses del año.

Distinto es lo observado en las operaciones cuando se deflacta la serie en pesos corrientes por un índice de precios distinto del oficial, obteniéndose como resultado registros más bajos. En este caso, las ventas en términos reales en los primeros seis meses del año mostraron un avance de +3.9% respecto de igual período de 2011 lo que indicaría cierta aceleración frente a los registros de +0.8% y +3.5% de la primera y la segunda mitad del año pasado, respectivamente.

El desempeño trimestral, por el contrario, da cuenta de un menor crecimiento en el período abril-12/junio-12 que en los tres meses anteriores (+3.0% vs. +4.8%).

Por último, la actividad sectorial da cuenta de una contracción interanual de -0.2% en el bimestre julio-12/agosto-12. Las operaciones acumuladas en el año resultan un +2.8% superiores a las del período enero-11/agosto-11.

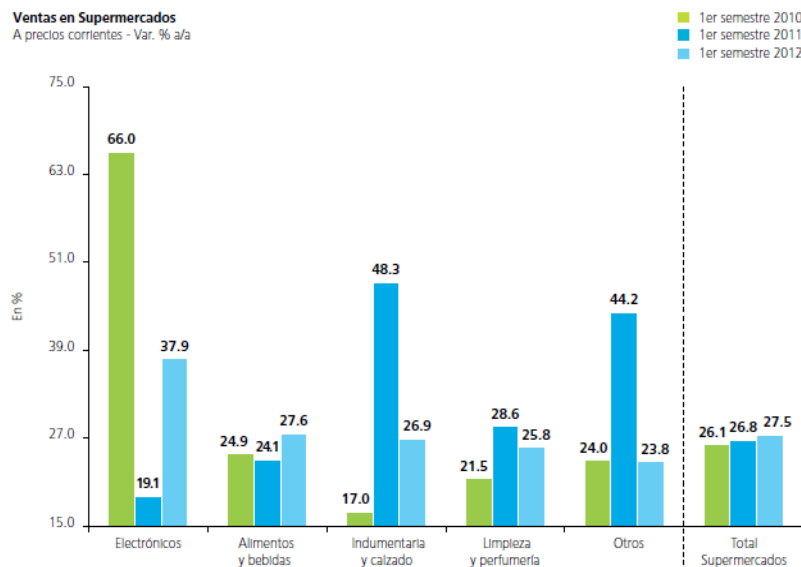


CUADRO N°23

Fuente: INDEC y Comisión de Libertad de Expresión de la Cámara de Diputados de la Nación

En la primera parte de 2012, el rubro más dinámico fue Electrónicos y artículos para el hogar, con un crecimiento interanual del valor de las ventas corrientes de +37.9% (AR\$3,065 M vs. AR\$2,222 M).

El segundo en performance fue Alimentos y bebidas, con una variación interanual de +27.6% (AR\$31,668 M vs. AR\$24,839 M), seguido de Indumentaria, calzado y textiles para el hogar y Artículos de limpieza y perfumería, con incrementos interanuales de +26.9% (AR\$1,316 M vs. AR\$1,037 M) y +25.8% (AR\$6,755 M vs AR\$5,369 M), respectivamente.



CUADRO N°24

Fuente: INDEC

La participación de cada rubro en las ventas totales en supermercados continúa sin presentar cambios: Alimentos y bebidas es el ítem principal con un share de 66.6%. La segunda categoría en importancia es Artículos de limpieza y perfumería (14.2%), mientras que en tercer lugar se ubica Electrónica y artículos para el hogar (6.4%) y en la cuarta ubicación se sitúa Indumentaria y calzado (2.8%). El ordenamiento se ha mantenido inalterado en los últimos años.

En todos los casos, el sector con participación predominante es Alimentos y bebidas (con especial transcendencia en CABA, donde concentra un 70.3% de las ventas totales), seguido de Artículos de limpieza y perfumería (la mayor participación se observa en el resto de Buenos Aires, con un 15.2% del total) y Electrónica y artículos para el hogar (el cual alcanza un máximo de 7.7% en el Conurbano).

Conclusiones de la Industria

Factores claves de éxito del sector

Actualmente existen en Argentina un núcleo reducido de empresas que tienen las cadenas de supermercados con mayor número de establecimientos, las mayores superficies comerciales y las más altas facturaciones.

El poder de mercado que tienen estas grandes empresas les ha permitido desplegar estrategias posicionamiento que le otorgan ventajas relativas. En este sentido, su capacidad de compra y la superficie disponible para la venta en el sector les aporta una ventaja con la cual negocian con sus proveedores para acceder a mejores precios de salida de fábrica.

Podemos establecer como factores de éxito del sector:

- Cantidad de bocas / sucursales / locales
- Superficie de venta (m2 de cada boca / sucursal / local)
- N° de cajas
- N° de empleados

También vale mencionar como factores de éxito presente, pero mas aún mirando hacia un futuro, las venta on-line, las cuales seguirían evolucionando y ganando share, como consecuencia de la innovación en el servicio y la mejora en los sistemas informáticos involucrados.

Como conclusiones más relevantes de esta sección, podemos inferir en que el crecimiento de la economía en los últimos años ha impulsado la capacidad adquisitiva de la población y el consumo interno, beneficiando significativamente la dinámica de las empresas supermercadistas.

En ese contexto la expansión del sector supermercadista parece estar avanzando en una política de doble carácter.

Por un lado, centrado en la apertura de locales de pequeña y media superficie comercial y en ámbitos poblacionales estratégicos.

Por el otro, las empresas tienden a maximizar estrategias que faciliten un mejor posicionamiento de mercado, impulsando marcas propias, mejorando las condiciones de compra e inclusive avanzando hacia el espacio del comercio mayorista, para garantizar los mejores precios relativos y ganancias asociadas.

6.3. Análisis de la empresa

A pesar de la desaceleración de la economía de nuestro país, el cierre del ejercicio a Julio del 2012 ha sido satisfactorio para la empresa.

Los principales resultados contables del último ejercicio contable cerrado al 30.06.2012 arrojaron una ganancia de AR\$163.105.702, la cual resulta un 21,5% superior a la obtenida en el ejercicio pasado. A su mismo, las ventas ascendieron a AR\$8.060.368.590, cifra que representa un 30,5% superior al ejercicio precedente y el EBITDA alcanzó la suma de AR\$318.137.591, un 23,2% superior a Junio del 2011.

Durante el ejercicio en consideración la compañía invirtió en Bienes de Uso un 87% más de lo invertido en el ejercicio anterior. Estas inversiones se aplicaron fundamentalmente a la apertura de 11 nuevas sucursales.

Entre las ciudades más importantes podemos nombrar a Río Gallegos, General Roca, Goya y Santa Rosa.

Supermercados La Anónima con 109 años de historia es una de las empresas de origen argentino y capitales argentinos más grandes del sector.

Su misión consiste en superar permanentemente las expectativas de sus clientes ofreciéndoles calidad, surtido, servicio y el mejor precio posible. Para cumplir con su misión basan su accionar en los siguientes principios:

- **Honestidad y respeto:** Con sus clientes, proveedores, personal y accionistas.
- **Eficiencia y austeridad:** En el uso de los recursos.
- **Creatividad:** En el desarrollo de métodos e ideas.
- **Trabajo en equipo:** Para alcanzar el mejor clima laboral.
- **Compromiso de lealtad y solidaridad:** Dentro de la empresa y en el medio donde desarrolla su actividad.
- **Rentabilidad:** Como única alternativa posible para mantener su crecimiento y seguir cumpliendo con su misión.

Productos:

Sus proveedores son cuidadosamente seleccionados y controlados por laboratorios especializados, garantizando que los productos cumplan con los mayores requisitos de calidad e higiene.

La línea marca La Anónima está compuesta por más de 200 productos elaborados íntegramente en la Argentina con materias primas de primera calidad, que cubren los rubros de lácteos, embutidos, congelados, panificación, conservas, perfumería, almacén, limpieza, etc.

En los últimos años la empresa resultó adjudicataria de un frigorífico en la ciudad de Tres Lomas sumado a su frigorífico propio que tiene en la ciudad de Salto (provincia de Buenos Aires) les permitió incrementar la cantidad de faena y por consiguiente mejorar la oferta, tanto del mercado interno como externo, de éstos producto.

Su política de comercialización:

Se vale de un aceitado proceso de logística para responder en tiempo y forma a las necesidades de sus clientes en el vasto territorio donde desarrolla su actividad.

En algunas ciudades opera Patios de Comidas “Super Quick”, adyacentes a los supermercados

- Desarrolló su marcas propias: “La Anónima”
- Tiene más de 10.000 empleados a su cargo.
- Se encuentra presente en 68 ciudades, con 119 sucursales.

Continúa ampliando la oferta de productos no comestibles mejorando su exhibición y haciendo reformas de sus sucursales para poder ampliar dichos sectores, como por ejemplo el sector de ventas de electrodomésticos y perfumería.

Su estrategia logística:

El sector de Logística en “La Anónima” es responsable directo de las funciones de Abastecimiento y Distribución de los puntos de venta de la cadena. Para cumplir con estas funciones se ha armado una red de Centros Regionales de Distribución y Centros de Transferencia de Carga, ubicados estratégicamente, de acuerdo a la distribución geográfica de sus locales de venta y los centros de Producción y Distribución de sus proveedores.

Cuentan con 10 centros regionales de distribución que abastecen diariamente a más de 110 puntos de venta propios y de terceros repartidos en la zona Sur y centro del interior del país, y dos bases de transferencia de carga ubicadas en Buenos Aires y Mendoza que vinculan a los proveedores con la red de distribución.

Este esquema de distribución les permite llegar a ciudades grandes y chicas, y pueblos del interior, con formatos de negocios que varían en tamaño desde 300 metros cuadrados hasta mas de 5.000 metros cuadrados, destinando toda la superficie de los locales al público, y logrando simultáneamente una alta eficiencia en el surtido de los locales, el nivel de existencias, y los costos de transporte.

Para la Isla de Tierra del Fuego, han desarrollado un Centro Regional adaptado al movimiento y descarga de contenedores marítimos además de camiones, y de este modo optimizaron el costo de transporte utilizando el buque como medio alternativo.

Proyecto de integración:

Se finalizó el proyecto de integración del primer y principal supermercado de La Anónima en Ushuaia con un centro comercial desarrollado en el predio lindero a ésta sucursal; confiados de las ventajas comerciales que ésta sinergia les traerá aparejadas ya que se trata del primer Shopping que tendrá la ciudad localizado sobre la ruta de acceso donde llegan los grandes cruceros turísticos internacionales.

Acuerdos comerciales estratégicos en busca de ofrecer mayores beneficios a sus clientes: La sociedad ha celebrado un acuerdo comercial con Garbarino S.A.I.C. e I. en virtud del cual esta firma ha inaugurado locales de diferentes formatos para la venta de electrodomésticos en Supermercados La Anónima de las ciudades de Neuquén, El Calafate, Río Grande y Ushuaia. Se esperan además nuevas aperturas, ya que es intención de ambas empresas lograr la conformación de una alianza estratégica que se consolide con la incorporación de más locales de Garbarino a lo largo de toda la cadena de Supermercados La Anónima. Además, la Sociedad continúa desarrollando la alianza que de un tiempo a esta parte mantiene con la firma Hipertehuelche, trabajando mancomunadamente en la búsqueda de nuevas oportunidades de negocios que saquen provecho de las sinergias comunes.

Descripción de la gerencia:

Presidente: Federico Braun (familia fundadora de la compañía)

Vice Presidente: Arturo Esteban Santillán

Director: Santiago Braun

Director: Alfonso Mario Lago

Director: Patricio Carlos Perkins

Director: Juan José Badano

Composición accionaria:

La familia Braun tiene el paquete mayoritario de acciones de la compañía.

El free float de la misma es de 23,12%.

A partir de la estatización de las AFJP las acciones que estaban en poder de las mismas pasaron a manos del gobierno nacional.

Composición del Capital			
Clase de Acciones	Autorizado a realizar oferta pública	Suscripto	Integrado
A de 5 votos	1.178.537	1.178.537	1.178.537
B de 1 voto	48.821.463	48.821.463	48.821.463
Total		50.000.000	50.000.000

Estrategia:

- Generar barreras de entrada a posibles competidores.
- Fidelización del cliente.
- Para competir con las grandes cadenas de supermercados, la empresa concretó el lanzamiento de una tarjeta de crédito (Tarjeta Mira – La Anónima) destinada a comprar exclusivamente en supermercados de la cadena y en algunos comercios adheridos. Por otro lado, una tarjeta VISA para ser utilizada en todos los comercios.
- La constante y agresiva política de inversión de metros cuadrados destinados a la venta.
- Buscar nuevos mercados en provincias ubicadas al norte de nuestro país, lo que significa para la compañía expandirse a regiones donde aun no tiene presencia.

Supermercado “La Anónima” y su entorno

El producto interno creció un 8,9% durante el año 2011, sin embargo durante el primer trimestre dicho indicador sufrió cierta desaceleración, alcanzando un crecimiento del 5,2% con respecto al mismo trimestre del año anterior.

Con respecto a la tasa de inflación, las estadísticas oficiales medidas por el INDEC indica que al cierre del ejercicio de la compañía el IPC cerró con un alza del 9,9% levemente superior al aumento registrado a Junio del 2011 que ascendía a 9,7%.

En lo que respecta a las regiones donde la compañía opera fuertemente, sur de nuestro país, cabe mencionar varios hechos de distinta índole que pueden tener un impacto de índole económico-social en las economías regionales: la re-estatización de YPF, la recuperación de la ciudad de Villa La Angostura y todas aquellas zonas afectadas por la erupción del volcán Puyehue, el incremento de la fabricación de productos electrónicos en Tierra del Fuego y por último los conflictos sociales derivados por hechos por la toma y paralización del yacimiento Cerro Dragón y la huelga del personal policial de la Provincia de Santa Cruz.

En base a estadísticas oficiales del INDEC expresadas en la encuesta de supermercados de **Julio de 2012** se observa que las ventas a precios corrientes registró un aumento de 26,4% interanual. En este caso, las jurisdicciones donde se registraron las subas más importantes fueron Salta (51%), Otras provincias del Norte (40,6%), Neuquén (30,4%), Otras provincias del Sur (30%) y 24 partidos de la provincia de Buenos Aires (27,6%).

Las ventas de los primeros ocho meses del año 2012 fueron 26,6% superiores a las correspondientes al mismo período del año 2011. Las jurisdicciones donde se reflejó un mayor incremento fueron Salta (53,3%), otras provincias del Norte (43,1%), Otras provincias del Sur (29,6%), Chubut (29,2%) y Tucumán (27,8%). Si se comparan las ventas de agosto de 2012 con las de julio del mismo año se observa un aumento de 0,9% a nivel total. Los aumentos más significativos se registraron en Otras provincias del Norte (3,9%), Tucumán (3,3%), 24 partidos de la provincia de Buenos Aires y Otras provincias del Sur (2,1%), Ciudad de Buenos Aires (1,9%) y Resto de Buenos Aires y Santa Fe (0,8%).

En el siguiente cuadro, se puede observar lo antes expuesto, con el detalle de ventas por provincias:

Jurisdicción	Ventas a precios corrientes			Variación porcentual		
	2011	2012		Mes anterior	Igual período año anterior	Del acumulado desde enero hasta cada mes del año respecto a igual período año anterior
	Agosto	Julio	Agosto			
	miles de pesos					
Total	6.995.383	8.766.221	8.843.043	0,9	26,4	26,6
Ciudad de Buenos Aires	1.204.413	1.493.635	1.522.001	1,9	26,4	23,7
24 partidos de la provincia de Buenos Aires	1.708.896	2.135.322	2.179.793	2,1	27,6	26,0
Resto de Buenos Aires	981.342	1.164.747	1.173.772	0,8	19,6	24,4
Córdoba	435.613	525.305	515.668	-1,8	18,4	21,0
Chubut	232.731	297.983	291.006	-2,3	25,0	29,2
Entre Ríos	133.823	165.370	164.490	-0,5	22,9	23,8
Mendoza	427.100	552.611	539.958	-2,3	26,4	26,6
Neuquén	226.482	296.111	295.226	-0,3	30,4	26,9
Salta	104.414	170.229	157.710	-7,4	51,0	53,3
Santa Fe	353.163	438.583	441.951	0,8	25,1	26,4
Tucumán	159.964	196.451	202.968	3,3	26,9	27,8
Otras provincias del Norte ¹	296.306	400.937	416.699	3,9	40,6	43,1
Otras provincias del Centro y del Oeste ²	213.553	269.953	268.775	-0,4	25,9	25,4
Otras provincias del Sur ³	517.583	658.984	673.026	2,1	30,0	29,6

¹ Comprende las provincias de Corrientes, Chaco, Formosa, Jujuy, Misiones y Santiago del Estero.

² Comprende las provincias de Catamarca, La Rioja, San Juan y San Luis.

³ Comprende las provincias de La Pampa, Río Negro, Santa Cruz y Tierra del Fuego.

CUADRO N°25

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas y Censos (INDEC)

Durante el presente ejercicio continuó incrementándose el nivel de competencia que enfrenta la empresa en varias ciudades en donde opera. Cabe mencionar aperturas de Carrefour en Comodoro Rivadavia, Chango Mas en General Pico y Vea y Disco en Chivilcoy y Venado Tuerto respectivamente.

Conclusiones de la empresa

Podemos encontrar entre los factores claves de éxito de la compañía los siguientes aspectos:

- Trayectoria, reputación local y dispersión geográfica de sus locales.
- Estrategia comercial y plataforma logística.

- Fabricación de su propia línea de productos.
- Fortalecimiento de su tarjeta de crédito propia.
- Acuerdos comerciales estratégicos en pos de ofrecer servicios y beneficios a sus clientes.
- En el 2012 el rubro supermercados ha permitido trasladar más del 100% de la inflación a los precios y de esperar que esta situación continúe para el año 2013. Supermercados “La Anónima” no se encuentra apartada de esta realidad.

Entre los factores de riesgo podemos citar:

- Performance ligada a la evolución de economías regionales (sectores productivos propios de la región Patagónica como minería y petróleo).
- Posicionamiento y avance la de competencia.
- Aumento sostenido de costos, en especial costos operativos lo que pone en riesgo los márgenes de rentabilidad de la compañía (especialmente los relacionados a Remuneraciones al personal y Cargas sociales).
- Rentabilidad marginal negativa de la inversión en los últimos metros cuadrados destinados a las ventas.

6.4 FODA

A continuación desarrollaremos una de las herramientas ya presentadas, que nos aportará precisión a los supuestos utilizados en la valuación y en el análisis de los posibles escenarios futuros.

Fortalezas

- La compañía tiene presencia en la región de hace 109 años.

- Desde 2002 tiene su propio frigorífico de 16.000 m² cubiertos, que le permite asegurar el autoabastecimiento de carnes y exportar hacia otros destinos.
- Una logística flexible que suple las necesidades de cada cliente obteniendo el más alto costo de oportunidad por alcanzar.
- La infraestructura logística que tiene desarrollada la compañía permite el abastecimiento y la distribución de los productos a comercializar en todos los puntos de venta de la cadena, logrando eficiencia en el surtido de los locales nivel de existencias y costos de transporte-
- Trabaja para fortalecer el compromiso con las poblaciones en las que tiene sucursales.
- La Anónima tiene presencia en el mercado de capitales.
- Fuerte inyección de efectivo proveniente de un crédito en AR\$ a una tasa sumamente atractiva, otorgado por el Gobierno Nacional (tasa fija del 9,9%) el cual será destinada a inversión en metros cuadrados destinados a las ventas.
- Alianza estratégicas con firmas de productos complementarios comercialmente, entre los que podemos citar acuerdos con Garbarino e Hiper Tehuelche.

Oportunidades

- El contar con una importante plataforma logística que se refleja en el armado de una red de Centros Regionales de Distribución y Centros de Traslado de Carga, ubicados estratégicamente, de acuerdo a la distribución geográfica a la que aspira la compañía, hace que puedan expandirse en cualquier punto de la región sin inconvenientes de abastecimiento y competitividad para la comercialización de sus productos.
- La Anónima cuenta con una posición dominante en la región patagónica.
- En momentos de deterioro del salario real, la población tiende a consumir segundas marcas y esto puede reflejarse en una oportunidad de posicionamiento de la marca propia.

Debido a su muy buena performance en los últimos años no sería erróneo pensar que las grandes multinacionales del sector, muestren interés en un futuro no muy lejano, en adquirir la compañía.

Debilidades

- Su presencia en el mercado se basa en la región patagónica, entendiendo que no es lo suficientemente diversificada.
- No cuenta con un sistema afianzado de financiamiento propio de sus cliente, ya que recién en el último ejercicio la empresa ha lanzado su propia tarjeta de crédito. Este mismo sistema se encuentra fuertemente desarrollado y explotado por los principales referentes de la industria.

Amenazas

- Pequeños márgenes de rentabilidad como para afrontar una posible política agresiva de precios con potenciales competidores.
- Posible pérdida de market share en manos de otras cadenas de supermercados (avance de la cadena Chango Mas propiedad de la multinacional Walmart, instalación de la cadena Libertad, apertura de un nuevo local a manos de Carrefour). A su vez se observa un rápido posicionamiento de supermercados chinos en la región.

La aplicación de este análisis estratégico muestra que la compañía ha sabido transformar algunas de sus principales oportunidades pasadas en fortalezas presentes, lo cual le ha permitido sustentar su crecimiento de mercado y posicionamiento estratégico geográfico.

Continuando con las debilidades podemos inferir que la compañía ha tomado ciertas acciones para enfrentarlas como podemos observar el lanzamiento de su propia tarjeta de crédito y la incursión en nuevas zonas geográficas.

Del análisis de las amenazas se desprende que el mayor riesgo que a nuestro criterio podría afrontar la empresa, es el acercamiento geográfico de competidores importantes del rubro, con mayores márgenes de negociación. Esto nos lleva a evaluar, dentro de los escenarios futuros, la posibilidad de que la compañía se vea involucrada en un proceso de M&A.

7. APLICACIÓN DE LA METODOLOGIA DE VALUACION

En primer lugar se analizaron los estados contables de la empresa desde el 2006 en adelante, lo cual nos sirvió de base para la proyección de los mismos, en los próximos 6 años.

7.1. Estados contables históricos.

Análisis histórico

- Balance contable

	30/06/2006	30/06/2007	30/06/2008	30/06/2009	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012
Activo Corriente	251.047	349.696	466.745	498.583	633.797	888.957	1.107.952
Activo No Corriente	481.536	542.783	621.159	711.775	768.900	847.113	1.043.708
Total de Activo	732.583	892.479	1.087.904	1.210.358	1.402.697	1.736.070	2.151.660
Pasivo Corriente	230.932	393.937	454.759	584.263	699.632	891.831	1.155.052
Pasivo No Corriente	41.490	4.997	84.635	70.534	39.254	56.355	70.230
Total de Pasivo	272.422	398.934	539.394	654.797	738.886	948.186	1.225.282
Patrimonio Neto	460.161	493.545	548.510	555.561	663.811	787.884	926.378

CUADRO N°26

Fuente: Estados contables PATA

Las 3 cuentas principales (Activo, Pasivo y Patrimonio Neto) del balance contable, marcaron un constante crecimiento en los últimos años.

En la cuenta **Activo** los rubros de mayores crecimientos son:

- **Activo Corriente:** El rubro “Caja y Bancos” tuvo un crecimiento de aprox. un 158%.

- **Activo No Corriente**: Un rubro a destacar por su crecimiento es el de “Bienes de Uso” con un 22% con respecto al mismo ejercicio cerrado a Junio del 2011.

En el ***Pasivo*** las cuentas más significativas son:

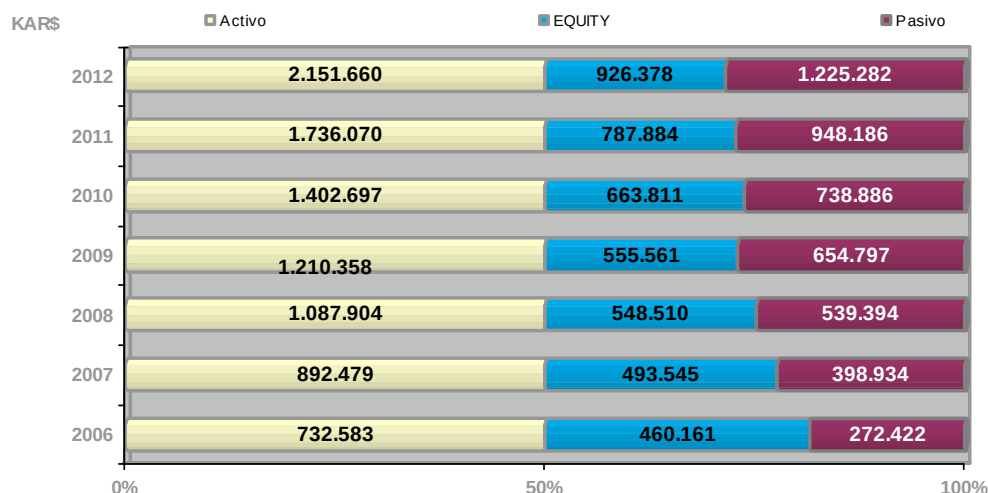
- **Pasivo Corriente**: Los rubros de mayor crecimiento fueron “Cuentas por pagar” con un 33,8%, “Cargas fiscales” con un 67,55% debido a una mayor provisión de impuestos a las ganancias y “Otros pasivos” con un 187% debido a un incremento neto de la provisión para contingencias.

Otro rubro de relevancia que vale la pena destacar es el incremento en “Pagos de dividendos” con una 30,57%.

- **Pasivo No Corriente**: Se puede observar el mayor crecimiento en el rubro “Préstamos” el cual fue de un 37% superior, tomando como referencia el ejercicio concluido a mediados del 2011. Los préstamos fueron tomados para financiar parcialmente el plan de inversión de la empresa.

Como consecuencia de lo anteriormente mencionado, el Patrimonio Neto tuvo un incremento de un 17%, siempre tomando como referencia los últimos 2 (dos) ejercicios contables.

Esta variación expone el resultado neto de la distribución de dividendos aprobada por la Asamblea de Accionistas celebrada en el mes de Octubre del 2011.



CUADRO N°27

Fuente: Estados contables PATA

- Estados de Resultados

	30/06/2006	30/06/2007	30/06/2008	30/06/2009	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012
EBITDA	95.112	111.246	157.511	150.904	225.864	201.074	255.701
EBIT	68.506	75.599	119.267	112.050	179.306	148.658	190.118
EBT	61.998	77.131	113.013	66.676	175.054	144.159	169.356
Net Income	39.775	48.877	68.929	46.274	118.468	82.631	100.860

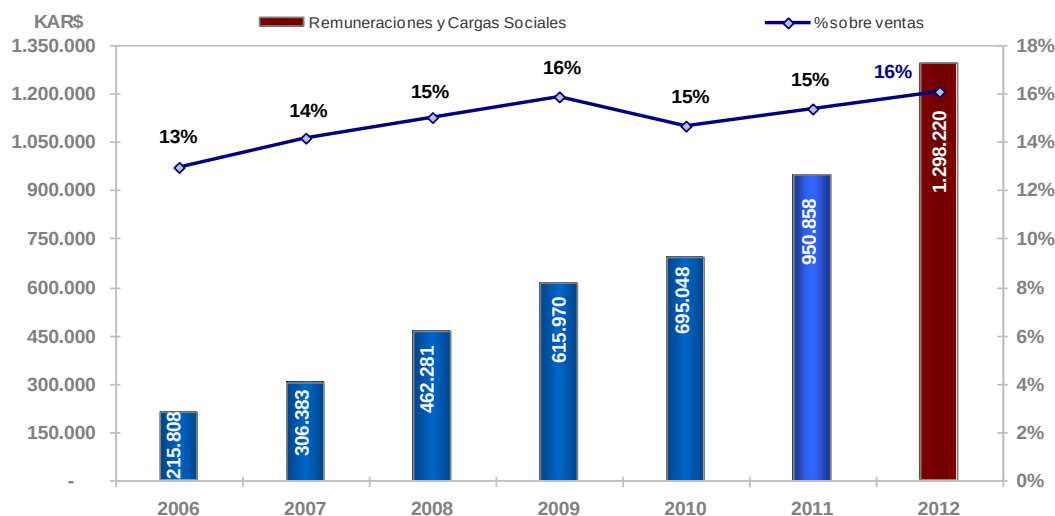
CUADRO N°28

Fuente: Estados contables PATA

El ejercicio finalizado el 30 de Junio registra una utilidad de AR\$163.105.702 lo que representa el 2,02% de las ventas totales. Dicha utilidad resulta un 21,53% superior a la registra en el ejercicio anterior.

Las ventas de mercaderías reflejan un incremento del 30% respecto de las obtenidas en el ejercicio anterior, en parte por la apertura de nuevas sucursales y ampliación de las existentes.

Los gastos operativos representan aprox. el 28% de las ventas. De dichos gastos el 58% corresponde al rubro "*Remuneraciones, contribuciones sociales y honorarios*" el cual sufrió un incremento del 35% con respecto al ejercicio del año anterior. Este rubro representa un 16% de las ventas de la empresa. El incremento del mismo obedece fundamentalmente a los aumentos salariales otorgados al personal de convenio.

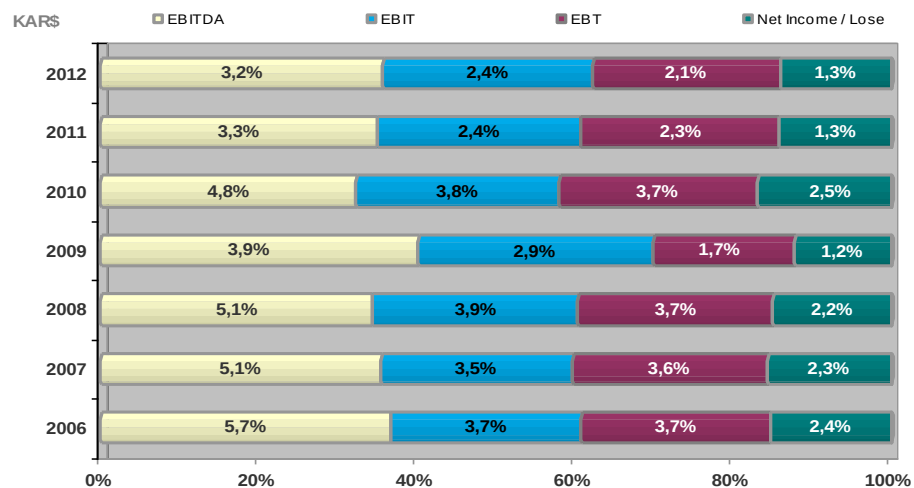
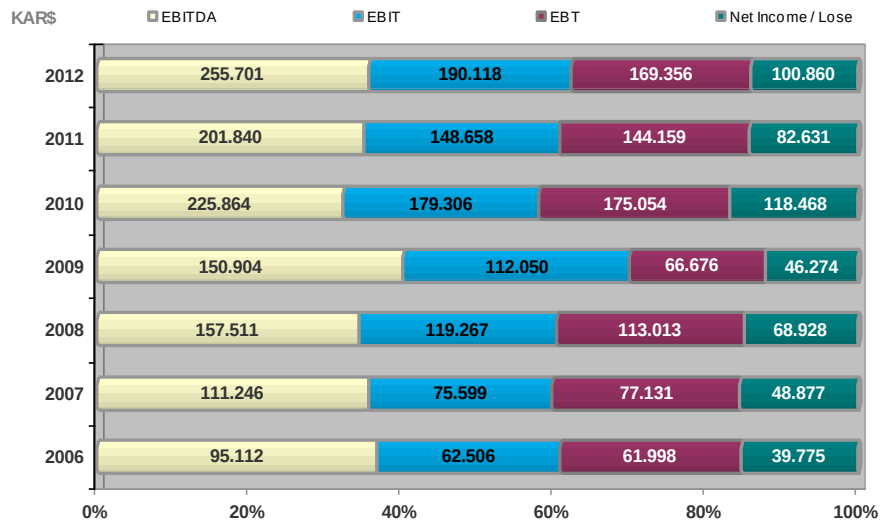


CUADRO N°29

Fuente: Estados contables PATA

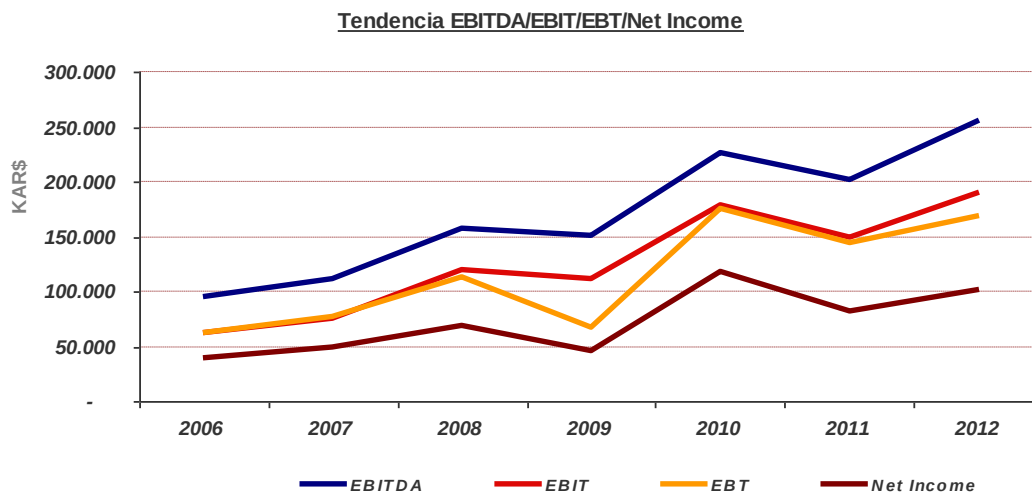
La ganancia operativa representa aprox. el 3% de las ventas y refleja un incremento del 26% respecto al ejercicio anterior.

Los resultados financieros y por tenencia reflejan un saldo negativo neto lo que representa el 0,42% de las ventas; en tanto que en el cierre del ejercicio anterior reflejaron un saldo negativo que representó el 0,29% de las ventas. Este incremento en el saldo negativo se debe fundamentalmente gastos financieros debido a mayor nivel de endeudamiento y tasas de interés e intereses pagados por descuento de cobranzas de tarjeta propia.



CUADROS N°30/31

Fuente: Estados contables PATA



CUADRO N°32

Fuente: Estados contables PATA

- Principales datos comparativos

	30/06/2007	30/06/2008	30/06/2009	30/06/2010	30/06/2011	30/06/2012
Cant. de check out	1.015	1.103	1.206	1.277	1.220	1.316
Cant. de operaciones en supermercados	54.524.948	60.092.716	62.564.385	63.509.840	63.362.044	65.820.640
Cant. de m² en área de ventas	121.124	128.613	138.246	140.626	147.568	160.366
Cant. en depósitos y trastiendas	171.197	178.304	185.779	194.231	198.027	214.720
Cant. en m² en playas de estacionamiento	181.821	196.729	213.090	220.606	240.316	262.252

CUADRO N°33

Fuente: Estados contables PATA

7.2 Principales índices financieros

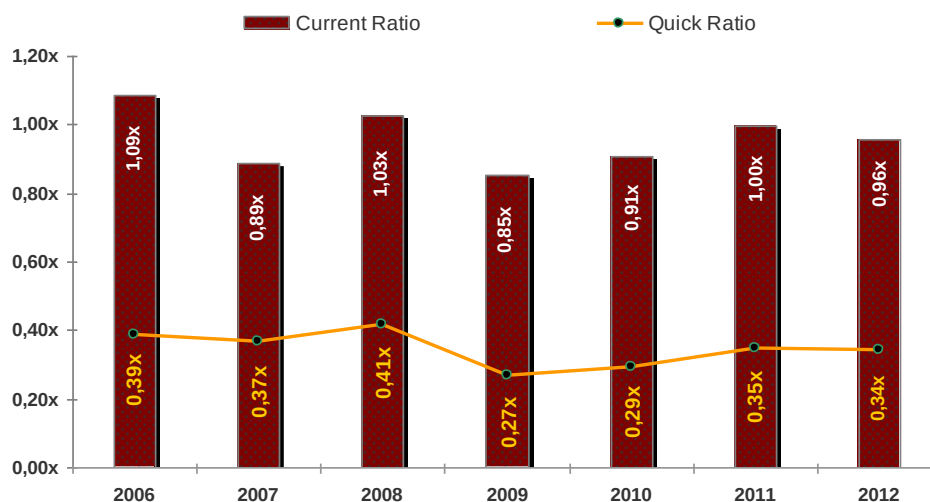
Los principales índices financieros los podemos clasificar en 5 grandes grupos: índices de liquidez, índices de endeudamiento, índices de actividad, índices de rentabilidad e índices de cobertura.

En esta etapa de análisis histórico, citaremos un ejemplo de cada uno de los ratios de estos grupos para apreciar la situación actual de la compañía y su evolución histórica.

7.2.1 Índice de liquidez: En general relacionan activos con pasivos, representan una medida de la capacidad de la compañía para hacer frente a sus deudas del corto plazo.

En este caso seleccionamos el índice de Activo corriente/Pasivo corriente, lo cual nos indica cuantos pesos de activos corrientes cuenta la empresa para hacer frente a cada peso del pasivo corriente o deuda del corto plazo.

De acuerdo a este indicador del año 2012, cuyo resultado nos da 0,96; esta indica que la empresa tiene aproximadamente un peso realizable en el corto plazo por cada peso de deuda de corto plazo.



CUADRO N°34

Fuente: Estados contables PATA

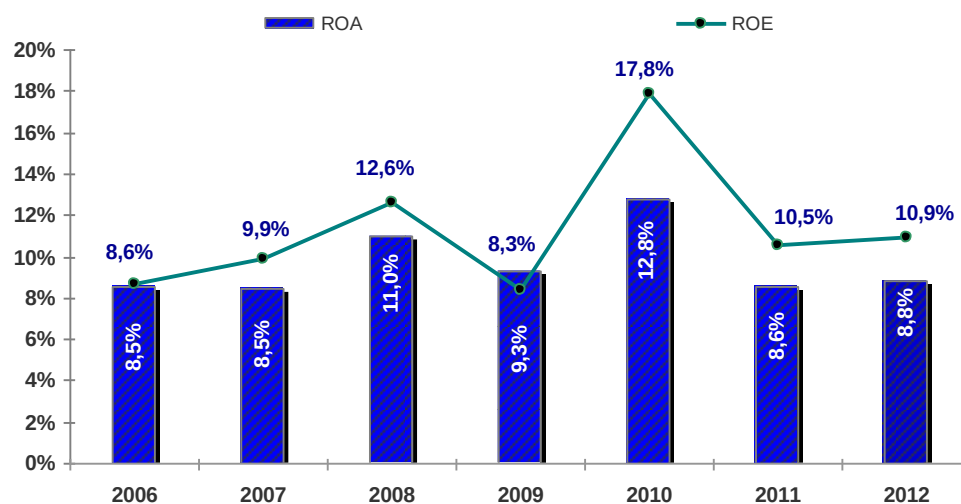
7.2.2 Índice de Rentabilidad: En general vinculan un resultado con un capital. Tomaremos como referencia una de las medidas de rentabilidad más utilizadas que es el

ROE, el cual nos indica el porcentaje de rendimiento que representa la utilidad neta después de los impuestos sobre el patrimonio neto.

Este indicador en el año 2012 arroja un resultado de 10,9%, lo que indica una rentabilidad levemente mayor al año 2011.

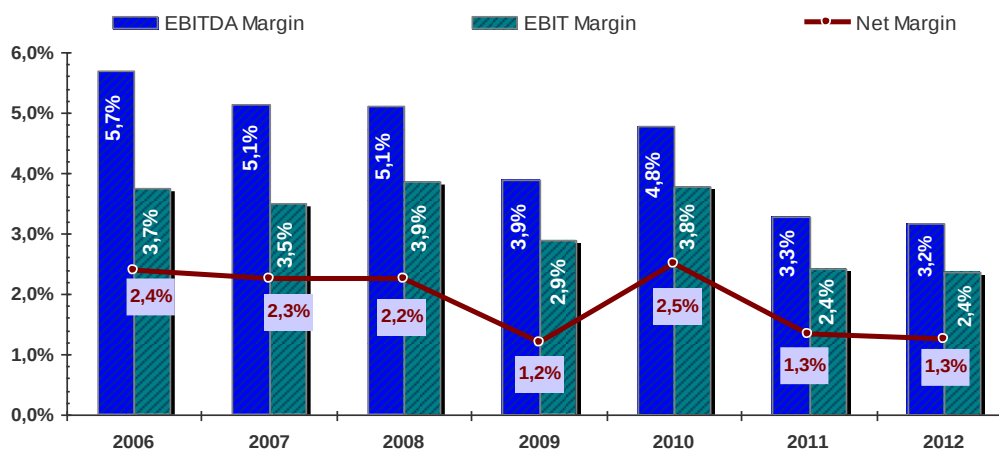
El indicador denominado ROE sufre distorsiones que pueden estar relacionadas a la estructura de capital, ya que el patrimonio neto del negocio viene influenciado por el apalancamiento utilizado y además el numerador de este indicador está afectado por resultados financieros (intereses de la deuda y diferencias de cambio).

El otro indicador habitualmente utilizado dentro de los índices de rentabilidad es el ROA, el cual nos indica el porcentaje de rentabilidad que representa la utilidad neta sobre el activo total, en el caso de esta empresa para el 2012 la rentabilidad sobre el activo total es de 8,8%.



CUADRO N°35

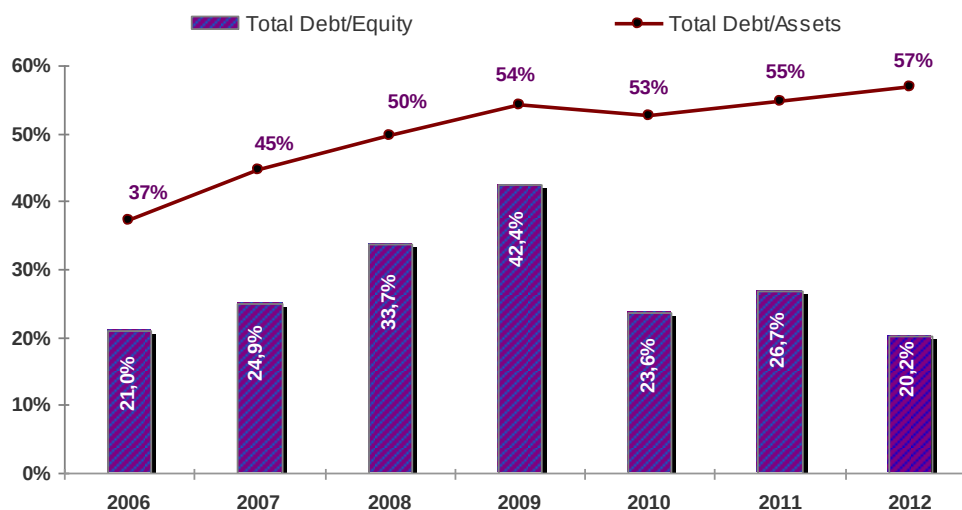
Fuente: Estados contables PATA



CUADRO N°36

Fuente: Estados contables PATA

7.2.3 Índices de endeudamiento: Los índices de endeudamiento muestran el grado de utilización del capital ajeno con relación al capital propio o al activo total. Por los resultados de estos indicadores en los años analizados se puede observar que la empresa presenta un nivel de endeudamiento bajo.

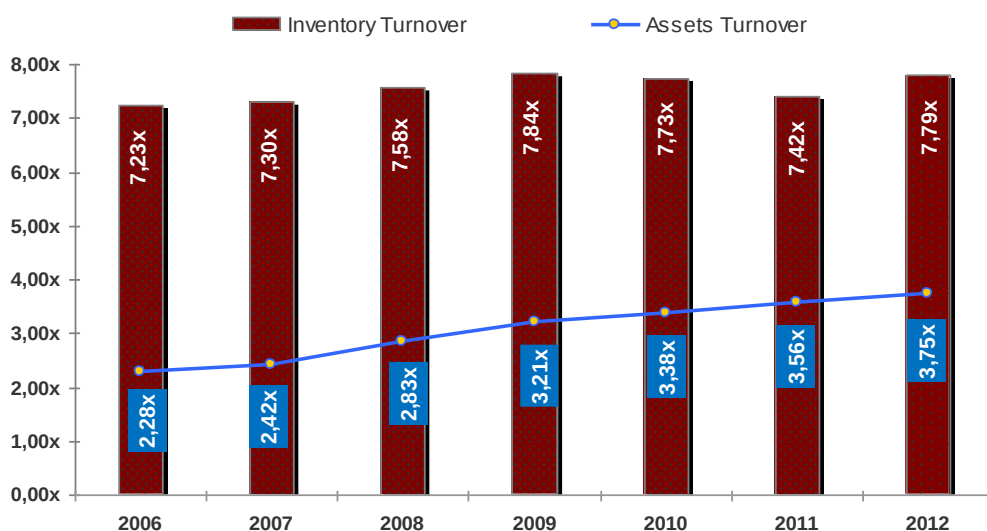


CUADRO N°37

Fuente: Estados contables PATA

7.2.4 Índices de actividad: Los índices de actividad procuran juzgar la eficiencia con que las firmas usan sus activos y pasivos.

En este caso se eligió el índice de rotación de activo total, cuyo resultado para el 2012 es de 3,75 lo que representa que cada peso del activo total genera AR\$3,75 de venta, y el índice de "rotación de inventarios" cuyo resultado observado es de 7,79 lo que representa la cantidad de veces que rota en el año el stock de inventarios.



CUADRO N°38

Fuente: Estados contables PATA

7.2.5 Índice de cobertura: Los índices de cobertura en gral, relacionan la capacidad de los activos para generar rendimientos con los intereses generados por las deudas contraídas.

En este caso se eligió el índice EBITDA/intereses, que arroja un resultado para el 2012 de 7. Esto nos indica la cantidad de veces que la empresa cubre los intereses de la deuda.

- **Evolución de las fuentes de financiamiento**

Emisión de obligaciones negociables (ON`s): El 8 de Junio del 2007 se aprobó la emisión de ON`s por un valor nominal de KAR\$ 25.000. La emisión tuvo lugar el 25 de Julio del 2007 colocadas a una paridad de 99,30% de su valor nominal. Los fondos netos ingresados por dicha emisión se utilizaron para la refinanciación de deuda de corto y mediano plazo.

Los principales aspectos de la emisión fueron:

Plazo: 4 años contados a partir de la fecha de emisión.

Fecha de vencimiento: 25.07.2011

Intereses: se devengarán desde la fecha de emisión a una tasa fija nominal anual del 8%.

Fecha de pago de los intereses: serán apagados semestralmente el 25 de Enero y Julio de cada año.

Amortización: mediante 5 pagos consecutivos e iguales que serán efectuados semestralmente en idéntico día de la fecha de emisión en los meses de Enero y Julio de cada año, comenzando en Julio del 2009.

Rescate anticipado por razones impositivas: las ON`s podrán ser rescatadas a opción de la sociedad por razones impositivas.

Calificación de riesgo: Fitch Argentina calificador de Riesgo S.A ha calificado a las ON`s como AA-.

		Intereses	Amortización	Saldo decapital	Acumulado
2008	jul-07	EMISION		25.000.000	
	ene-08	1.000.000		25.000.000	1.000.000
2009	jul-08	1.000.000		25.000.000	
	ene-09	1.000.000		25.000.000	2.000.000
2010	jul-09	1.000.000	5.000.000	20.000.000	
	ene-10	800.000	5.000.000	15.000.000	11.800.000
2011	jul-10	600.000	5.000.000	10.000.000	
	ene-11	400.000	5.000.000	5.000.000	11.000.000
2012	jul-11	200.000	5.000.000	0	5.200.000
		6.000.000	25.000.000		31.000.000

CUADRO N°39

Fuente: Estados contables PATA

Durante el último ejercicio la empresa abonó la octava y última cuota de intereses y la quinta cuota de capital. Al día de la fecha canceló en su totalidad las ON`s emitidas en Julio del 2007.

Con relación al nivel de endeudamiento financiero el mismo se incrementó durante el último ejercicio, representando un índice de Deuda/EBITDA del 0,73%. La sociedad mantendrá cierto compromiso acerca de la relación entre deuda financiera total y EBITDA, la cual deberá ser igual o menor a 3 (tres).

El Directorio de la compañía sometió a consideración de la Asamblea de Accionistas, y ésta aprobó, un proyecto de capitalización total del saldo de las Cuentas “Ajuste Integral del Capital Social”, “Prima de Emisión” y “Otras Reservas”, y de capitalización parcial del saldo de la Cuenta “Resultados No Asignados”; la emisión de 450.000.000 acciones lo cual permitió elevar el capital social de la Compañía a VN AR\$ 500.000.000.

En el mes de Mayo del 2012 la compañía obtuvo un crédito bajo el Programa de Financiamiento del Bicentenario. Los fondos provenientes de dicho préstamo en pesos, pagadero en 5 años y con una tasa de interés fija de 9.90%, serán aplicados a la construcción de diez nuevos supermercados localizados en el interior del país. A la fecha de la presente Memoria nos encontramos tramitando el mismo con el Banco de la Nación Argentina.

- **Evolución de las inversiones realizadas**

En el marco de las inversiones realizadas por la empresa, se han inaugurado nuevas sucursales en las ciudades de Rio Gallegos, General Pico, General Roca, Goya, Gobernador Gregores, Mercedes, Santa Rosa.

También se llevaron adelante ampliaciones y remodelaciones en las sucursales de las ciudades de Rio Gallegos, San Carlos de Bariloche, Zapala y Cipolletti.

También se observan inversiones en “Tecnologías y sistemas” implementándose tecnologías de radio frecuencia que permite ser mas eficiente el proceso de recepción de mercaderías, se ha rediseñado el portal de proveedores, se ha mejorado el sitio web en pos de una mayor flexibilidad y facilidad de uso.

El nivel de inversiones en los últimos ejercicios ha aumentado en forma sostenida, básicamente orientado en aumentar m² de ventas (nuevas sucursales, remodelaciones, ampliación de las ya existentes) como así también orientado a la tecnología de sistemas (hardware y software), a su servicio logístico y en su área de operaciones.

7.3. Supuestos utilizados para la proyección de los estados contables

Ventas: Las proyecciones del nivel de venta de la compañía (Y) se realizaron en base a la determinación de:

- AR\$ de venta por m² (P)
- m² destinados a la venta (Q)

En primer lugar determinamos en base a una regresión la cantidad de sucursales que podría abrir “La Anónima”, sujeto a los habitantes de la región y al crecimiento del PBI. De esta manera estimamos los m² destinados a la venta. Luego ajustamos la inversión en sucursales al ciclo de vida de la compañía.

Los precios se calcularon en base a AR\$/m² ajustados por inflación.

Costos

- **Costo de las mercaderías vendidas:** Dado que históricamente (últimos 5 años analizados) los costos de mercadería vendida representaron un 69% de las ventas, asumimos que seguirán teniendo la misma ponderación, y con este criterio se realizó la proyección de este tipo de costo.
- **Costos operativos:** A través de un análisis vertical analizamos la ponderación de los costos administrativos (5%) y de comercialización (95%) en los últimos 5 años y observamos que esta ponderación ha permanecido constante, por lo que mantuvimos esta proporcionalidad a lo largo de los años proyectados.

- **Costos administrativos:** Determinamos cuales costos eran fijos y cuales variables. Los costos fijos los ajustamos por la inflación, en cuanto a los costos variables analizamos cuales tenían mayor ponderación y resultan ser los rubros de “Remuneración al personal” y “contribuciones sociales”. Estos rubros históricamente tuvieron alrededor del 69% de ponderación dentro de los costos administrativos, por lo que decidimos mantener esta proporcionalidad y a su vez calculamos la cantidad promedio de empleados por sucursal, los sueldos promedio ajustados por la inflación anual correspondiente y estos puntos los relacionamos a la apertura o ampliación de sucursales.

- **Costos de comercialización:** Determinamos cuales rubros son fijos y cuales variables. Los costos fijos los ajustamos anualmente por la inflación correspondiente. Los costos variables los proyectamos de acuerdo a la tendencia de la variable de la que depende. Los rubros más importantes son “Remuneraciones al personal y contribuciones sociales” con una ponderación de 55% sobre el total de los costos de comercialización. Las remuneraciones las proyectamos sujetas a la cantidad de empleados por sucursal y los sueldos promedio ajustados por inflación. Las contribuciones históricamente fueron de un 21% de las remuneraciones y las proyectamos con este mismo criterio. El rubro que le sigue en importancia son los impuestos sobre los ingresos brutos, de los cuales analizamos que históricamente son un 3% de las ventas por lo que mantuvimos el mismo criterio para la proyección.

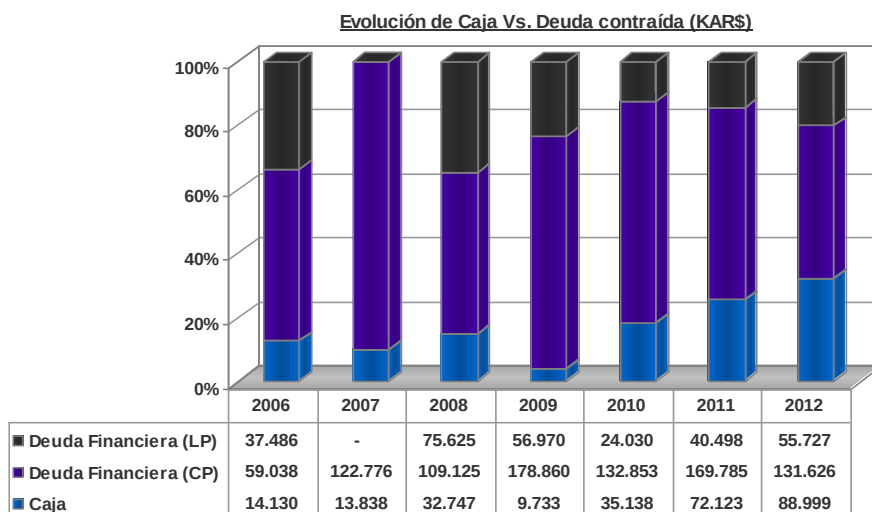
Para simplificar el análisis y dado que la compañía crece por los m², tomamos como supuesto que la inversión está dada por la apertura de sucursales o ampliación de m² que realizan en las sucursales ya existentes, o sea que la inversión está dada por lo m² de venta adicionales. Los costos de estas inversiones se calcularon por el precio de construcción del m², ajustado por la inflación a través de los años y los m² a construir determinados a través de una regresión y ajustados al ciclo de vida de la compañía.

El cálculo del **capital de trabajo**, se realizó de la siguiente manera,

En principio se calcularon los días de cada una de las cuentas que integran el capital de trabajo, para luego asumir los días correspondientes para cada cuenta en las proyecciones, utilizando como referencia el último año de balance (2012) y así poder proyectar el importe correspondiente a cada cuenta.

Estructura financiera: La compañía emitió en el 2007 una serie de Obligaciones Negociables por 25.000 KUSD, amortizables en 5 pagos semestrales en los meses de Julio y Enero comenzando en Julio del 2009. El capital adeudado al cierre de este ejercicio fue cancelado en su totalidad como así también sus intereses.

Esta deuda fue utilizada para la cancelación de deuda de corto plazo, tal como se puede observar en el siguiente gráfico:



CUADRO N°40

Fuente: Estados contables PATA

Suponemos que la compañía no va a aumentar su target de deuda ya que cuenta con la suficiente liquidez para realizar sus inversiones.

La compañía tiene como premisa mantener una relación entre deuda financiera total y EBITDA menor o igual a 3, y este supuesto lo mantenemos a lo largo de toda la proyección.

7.4. Estados contables proyectados

- Balance contable

PATA S.A.

Historical and Projected Balance Sheet in AR\$'000

	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
ASSETS						
Total Asset	2.151.660	2.765.687	3.342.620	3.967.658	4.721.233	5.432.633
Current Assets	1.107.952	1.678.099	2.227.811	2.830.920	3.567.257	4.262.021
Cash and equivalents ST	88.999	374.410	633.147	952.406	1.370.485	1.829.822
Cash	86.648	110.727	134.815	158.641	183.825	203.436
Investments (ST)	2.351	263.683	498.332	793.766	1.186.660	1.626.387
Commercial receivable	308.036	383.246	468.784	552.228	645.786	714.995
Accounts receivable	265.418	328.288	401.560	473.038	553.179	612.463
Other receivable	42.618	54.958	67.224	79.190	92.607	102.531
Stocks	710.917	920.443	1.125.880	1.326.286	1.550.985	1.717.204
Other Assets	-	-	-	-	-	-
Non Current Assets	1.043.708	1.087.588	1.114.809	1.136.737	1.153.977	1.170.612
Accounts receivable	-	-	-	-	-	-
Stocks	-	-	-	-	-	-
Other receivable	23.863	23.863	23.863	23.863	23.863	23.863
Other assets	-	-	-	-	-	-
Fixed Asset	1.019.845	1.063.725	1.090.946	1.112.874	1.130.114	1.146.749
Investments	22.665	22.665	22.665	22.665	22.665	22.665
Intangible Assets	285	285	285	285	285	285
Goodwill	-	-	-	-	-	-
Fixed assets	996.895	1.040.775	1.067.996	1.089.924	1.107.164	1.123.799
LIABILITIES						
Total Liabilities	1.225.282	1.694.339	2.054.669	2.410.559	2.761.842	3.018.287
Current Liabilities	1.155.052	1.679.836	2.040.166	2.396.056	2.747.339	3.003.784
Accounts Payable	771.276	1.027.764	1.250.074	1.466.795	1.713.954	1.886.143
Financial debt and Corporate Bonds	131.626	343.148	417.154	491.438	537.218	569.451
Financial debt	131.626	343.148	417.154	491.438	537.218	569.451
Corporate Bonds	-	-	-	-	-	-
Dividendos	-	-	-	-	-	-
Social and Fiscal liabilities	240.295	297.069	361.083	425.968	484.312	536.336
Fiscal liabilities	49.543	54.383	67.291	79.644	93.478	103.658
Social liabilities	190.752	242.686	293.792	346.324	390.835	432.678
Other liabilities	11.855	11.855	11.855	11.855	11.855	11.855
Non Current Liabilities	70.230	14.503	14.503	14.503	14.503	14.503
Accounts Payable	-	-	-	-	-	-
Financial debt and Corporate Bonds	55.727	-	-	-	-	-
Financial debt	-	-	-	-	-	-
Corporate Bonds	55.727	-	-	-	-	-
Provisions	-	-	-	-	-	-
Social and Fiscal liabilities	-	-	-	-	-	-
Fiscal liabilities	-	-	-	-	-	-
Social liabilities	-	-	-	-	-	-
Other liabilities	14.503	14.503	14.503	14.503	14.503	14.503
EQUITY						
EQUITY	926.378	1.071.348	1.287.952	1.557.099	1.959.392	2.414.346
Social Capital	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Capital adjustment	-	-	-	-	-	-
Revaluation reserves	563	563	563	563	563	563
Sobreprecio Venta Acc	65.691	65.691	65.691	65.691	65.691	65.691
Aportes Irrevocables	-	-	-	-	-	-
Revaluation reserves	-	-	-	-	-	-
Legal Reserve	10.113	10.113	10.113	10.113	10.113	10.113
Other Reserve	2	2	2	2	2	2
Conversion differences	-	-	-	-	-	-
Retained earnings	636.903	749.585	876.540	1.079.106	1.315.989	1.705.013
Income /loss	163.106	195.394	285.043	351.624	517.034	582.964
Dividendos	31.800	47.424	68.439	82.477	114.741	128.010
Liabilites + Equity	2.151.660	2.765.687	3.342.620	3.967.658	4.721.233	5.432.633
Dividendos/EBITDA (%)	12%	12%	12%	12%	12%	12%

• Estado de Resultado

PATA S.A.
Historical and Projected Income Statement in AR\$'000

Period	2012	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
Sales income	8.060.369	10.394.267	12.714.204	14.977.333	17.514.783	19.391.839
COGS	-5.539.431	-7.172.044	-8.772.801	-10.334.359	-12.085.200	-13.380.369
Raw Material	-	-	-	-	-	-
Gross Income	2.520.938	3.222.223	3.941.403	4.642.973	5.429.583	6.011.470
Gross Income Margin	31%	31%	31%	31%	31%	31%
Operating Expenses	-2.265.648	-2.802.023	-3.371.077	-3.955.662	-4.473.406	-4.944.721
Administration Expenses	-107.144	-129.815	-156.634	-184.335	-207.975	-230.251
Commercialization Expenses	-2.158.504	-2.672.208	-3.214.444	-3.771.327	-4.265.431	-4.714.470
Other income/expenses	-	-	-	-	-	-
Amortización llave de negocio	-	-	-	-	-	-
Amortización - Licencias	411	-	-	-	-	-
EBITDA	255.701	420.200	570.326	687.311	956.177	1.066.749
EBITDA margin	3,17%	4,04%	4,49%	4,59%	5,46%	5,50%
Fixed assets amortization	-65.583	-67.725	-68.968	-69.970	-70.757	-71.517
EBIT	190.118	352.475	501.358	617.341	885.419	995.232
EBIT/Ventas	2,36%	3,39%	3,94%	4,12%	5,06%	5,13%
Financial effects	-33.128	-51.868	-62.830	-76.381	-89.982	-98.365
Generated by Assets	-4.448	-	-	-	-	-
Generated by Liabilities	-28.680	-51.868	-62.830	-76.381	-89.982	-98.365
Permanent Investment results	-	-	-	-	-	-
Other income/expenses	12.366	-	-	-	-	-
Extraordinary income/expenses	-	-	-	-	-	-
EBT	169.356	300.607	438.527	540.960	795.437	896.867
EBT/Ventas	2,1%	2,9%	3,4%	3,6%	4,5%	4,6%
Income Tax	-68.496	-105.212	-153.485	-189.336	-278.403	-313.904
Minoritary Interest	-	-	-	-	-	-
Net Income / Lose	100.860	195.394	285.043	351.624	517.034	582.964
Margen de utilidad Neta/Ventas	1,25%	1,88%	2,24%	2,35%	2,95%	3,01%

8. RESULTADOS DE LA VALUACION

8.1 Por método DCF

El valor de la firma debe ser el mismo al utilizar cualquiera de los cuatro métodos tradicionales de valuación por descuento de flujo efectivo (FCF, CCF, ECF, APV). Como estas medidas del flujo de efectivo tienen distintos riesgos, las tasas de descuento deben ser ajustadas para reflejar el riesgo inherente a cada flujo.

La proyección realizada de los Cash flow es la siguiente:

PATA S.A.

Projected Cash Flow in ARS'000

Concept	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E
EBIT	352.475	501.358	617.341	885.419	995.232
(+) Amortization/ depreciation	67.725,1	68.968,4	69.969,9	70.757,3	71.517,1
(+/-) D Working Capital	4.447,1	(28.739,3)	(26.069,7)	(37.938,1)	(30.825,7)
(-) CAPEX	(114.605,5)	(96.189,2)	(91.897,8)	(87.997,2)	(88.152,0)
(-) Tax on EBIT	(123.366)	(175.475)	(216.069)	(309.897)	(348.331)
(+/-) Other income / expenses	-	-	-	-	-
Free Cash Flow	186.675	269.922	353.274	520.345	599.440
(+) Tax shield	18.153,9	21.990,6	26.733,3	31.493,8	34.427,6
Capital Cash Flow	204.829	291.913	380.007	551.838	633.868
(+/-) D Financial Debt	155.795	74.006	74.284	45.780	32.233
(-) Interests	(51.868)	(62.830)	(76.381)	(89.982)	(98.365)
Equity Cash Flow	308.756	303.088	377.911	507.636	567.736
(-) Dividendos	47.424	68.439	82.477	114.741	128.010
Initial Cash	2.351	263.683	498.332	793.766	1.186.660
Accumulated Cash	263.683	498.332	793.766	1.186.660	1.626.387

Las tasas de descuento unen información financiera (balance, estados de resultado flujos de efectivo), con los datos observados en el mercado de capitales (coeficiente beta, prima de mercado, y rendimiento libre de riesgo).

El valor terminal (VT) se calculo de acuerdo al modelo de crecimiento de perpetuidad asumiendo la premisa de que los flujos de fondos de la firma crecerán al infinito a una tasa constante de crecimiento de un 6%.

Los valores utilizados para el cálculo las tasas de descuento de cada uno de estos métodos, fueron los siguientes:

Industry: Retails Store	
% Equity	78,7%
% Debt	21,3%
D/E	27,1%
Tax	18,42%
B_L	1,29
B_u	1,08

	2013	2014	2015	2016	2017	VT
D/E	15,4%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%	23,5%
Equity	87%	81%	81%	81%	81%	81%
Debt	13,4%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Rf	2,97%	2,97%	2,97%	2,97%	2,97%	2,97%
Rp = (Rm-Rf)	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%
b _L	0,90	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
Bu	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08	1,08
Bd	2,83	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14
Rc (Country Risk)	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Size Premium	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Tax Rate	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Tax Shield	10%	6%	6%	6%	6%	6%
inflation adjustment	1,182	1,141	1,118	1,078	1,059	1,059
Ke in US\$	20,99%	21,91%	21,91%	21,91%	21,91%	21,91%
Ke in AR\$	45,85%	42,29%	39,06%	33,55%	30,79%	30,79%
Kd in US\$	8,00%	3,73%	3,73%	3,73%	3,73%	3,73%
Kd in AR\$	27,68%	18,31%	18,31%	18,31%	18,31%	18,31%
WACC _{AT}	42,13%	36,51%	33,90%	29,43%	27,20%	27,20%
Discount factor	0,7036	0,7325	0,7468	0,7726	0,7862	
Accumulated Discount Factor	0,7036	0,5154	0,3849	0,2974	0,2338	
WACC _{BT}	43,42%	37,73%	35,12%	30,65%	28,42%	28,42%
Discount factor	0,6972	0,7261	0,7401	0,7654	0,7787	
Accumulated Discount Factor	0,6972	0,5062	0,3747	0,2868	0,2233	
Ke	45,85%	42,29%	39,06%	33,55%	30,79%	30,79%
Discount factor	0,6856	0,7028	0,7191	0,7488	0,7646	
Accumulated Discount Factor	0,6856	0,4819	0,3465	0,2595	0,1984	
Ku	44,19%	39,11%	36,31%	31,53%	29,14%	29,14%
Discount factor	0,6935	0,7188	0,7336	0,7603	0,7744	
Accumulated Discount Factor	0,6935	0,4985	0,3657	0,2781	0,2153	
Kd	27,68%	18,31%	18,31%	18,31%	18,31%	18,31%
Discount factor	0,7832	0,8452	0,8452	0,8452	0,8452	
Accumulated Discount Factor	0,7832	0,6620	0,5595	0,4729	0,3997	

Los resultados obtenidos por cada uno de los métodos es la siguiente:

- Free cash flow**

PATA S.A.

PATA S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 (FCF)

Períodos de descuento

1

2

3

4

5

Concepto	2013	2014	2015	2016	2017
FCF (Nominal)	186.675,4	269.922,2	353.274,1	520.344,6	599.440,1
FF (discounted)	701.345,3	131.344,1	139.120,3	154.747,6	140.148,7
g =	6%				
TV					2.997.108,3
Discounted TV	700.722,1				700.722,1
FCF + TV	1.402.067,3				
Enterprise Value	1.402.067,3				

(+) Non operating assets 2.351
(-) Financial debt -187.353

Equity Value 1.217.065

VL	1.402.067	1.806.041	2.195.545	2.586.515	2.827.461	2.997.108
D/(D+E)	13,36%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%	19,0%
Debt (mq)	187.353	343.148	417.154	491.438	537.218	569.451
(+) Non operating assets	2.351	263.683	498.332	793.766	1.186.660	1.626.387
Equity Value	1.217.065	1.726.576	2.276.723	2.888.842	3.476.903	4.054.044

Cantidad de Acciones 50.000

Valor por acción 24,34 34,53 45,53 57,78 69,54 81,08

• Capital cash flow

PATA S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 (CCF)

Períodos de descuento	1	2	3	4	5
Concepto	2013	2014	2015	2016	2017
CCF (Nominal)	204.829,2	291.912,9	380.007,4	551.838,4	633.867,7
FF (discounted) 732.775,7	142.816,0	147.778,1	142.378,2	158.252,9	141.550,5
g = 6%					
TV					2.997.108,3
Discounted TV 669.291,6					669.291,6
FFC + TV 1.402.067,3					
Enterprise Value 1.402.067,3					
(+) Activos No operativos 2.351,0					
(-) Deuda Financiera -187.353,00					
Equity Value 1.217.065					
VL 1.402.067	1.806.041	2.195.545	2.586.515	2.827.461	2.997.108

• Equity cash flow

PATA S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 (ECF)

Períodos de descuento	1	2	3	4	5
Concepto	2013	2014	2015	2016	2017
ECF (Nominal)	308.756	303.088	377.911	507.636	567.736
FF (discounted) 733.067,8	211.696	146.052	130.958	131.724	112.639
g = 6%					
TV					2.427.658
Discounted TV 481.646,5					481.646
FFC + TV 1.214.714,3					
Equity Value 1.214.714,3					
(+) Non operating Assets 2.351,0					
Equity Value 1.217.065					
(-) Non operating Assets (2.351)					
(+) Financial Debt 187.353,0					
Enterprise Value 1.402.067					
Equity 1.214.714	1.462.893	1.778.391	2.095.077	2.290.243	2.427.658
Debt 187.353,00	343.147,70	417.153,52	491.437,77	537.217,52	569.450,57
VL 1.402.067,3	1.806.040,5	2.195.544,9	2.586.514,6	2.827.460,6	2.997.108,3
VL 1.402.067	1.806.041	2.195.545	2.586.515	2.827.461	2.997.108

- APV

PATA S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 (APV)

Períodos de descuento		1	2	3	4	5
Concepto		2013	2014	2015	2016	2017
FCF (Nominal)		186.675,4	269.922,2	353.274,1	520.344,6	599.440,1
FF (discounted)	666.971,8	129.461,4	134.562,2	129.199,2	144.682,2	129.066,8
g =	6%					
TV						2.746.118,1
Discounted TV	591.272,8					591.272,8
FFC + TV	1.258.244,6					
Enterprise Value (u)	1.258.244,6					
Vu	1.258.244,6	1.627.636,4	1.994.336,7	2.365.260,2	2.590.677,5	2.746.118,1
Tax Shield (Nominal)		28.979,5	46.975,8	53.017,9	54.232,3	54.787,7
Tax Shield (discounted)	89.781,5	20.097,6	23.418,5	19.389,7	15.079,3	11.796,5
Terminal Value						250.990,1
Discounted TV	54.041,2					54.041,2
TS + TV	143.822,8					
Tax Shield Value	143.822,8					
Enterprise Value (levered)	1.402.067,3					
(+) Non operating Assets	2.351,0					
(-) Financial Debt	-187.353,00					
Equity Value	1.217.065					

De acuerdo a nuestras proyecciones la compañía estaría valuada en AR\$1.402 MM, y el precio de la acción para los próximos 12 meses estaría alrededor de AR\$34,53.

En la tasa de descuento se incorpora la prima por riesgo país de 9% y el riesgo por tamaño de 4 %. Los datos asumidos para realizar la valuación son:

Datos asumidos en la valuación

Tasa libre de riesgo	2,97%
Prima de mercado	5,60%
Riesgo país	9,00%
Riesgo por tamaño	4,00%
Beta de la industria	1,08

Resultado de la valuación

Valor presente de los flujos futuros	AR\$(M)	1.402.067
Valor de la deuda	AR\$(M)	-187.353
Total Valor equity	AR\$(M)	1.217.065
Cantidad de acciones		50.000
Valor de la acción	AR\$	24,34
Precio objetivo próximos 12 meses	AR\$	34,53

Nuestras perspectivas optimistas de crecimiento, tanto por el contexto regional como de las propias políticas de inversión por parte de la compañía, implicarían un aumento en las utilidades para los próximos años.

Los aspectos que entendemos mas importantes que justifican nuestro punto de vista son:

- **Impacto de la Inflación, trasladado a precios**

En el 2012 el rubro supermercados ha permitido trasladar más del 100% de la inflación a los precios y de esperar que esta situación continúe para el año 2013. Supermercados “La Anónima” no se encuentra apartada de esta realidad.

La compañía también ha sabido manejar el impacto de esta variable en sus costos más importantes.

Dentro de los Costos Operativos observamos que la cuenta “Remuneraciones al personal y Cargas Sociales” es la de mayor ponderación (aprox. 55%) y que la misma crece al ritmo de la inflación ya que el margen sobre ventas permanece invariable. La compañía deberá tener especial control en los próximos periodos, para mantener esta situación y evitar una disminución en el margen de Utilidad Neta.

Con respecto a los gastos financieros, podemos observar un margen adecuado ya que no existen grandes variaciones entre el EBIT y el EBT de la empresa.

El margen de Utilidad Neta sobre Ventas disminuyó en el último período debido a los crecientes gastos financieros.

- **Inversión en m² de ventas, ampliando e inaugurando sucursales.**

Consideramos que la empresa seguirá invirtiendo en la región para los próximos períodos, incentivados por:

- Aumento de liquidez originado por el superávit de la balanza comercial, fundamentalmente por el crecimiento de las exportaciones agrícolas (actividad productiva de la que se sustenta gran parte de la región donde está establecida la compañía),
- La mejora sustancial en la confianza del consumidor.
- El aumento del gasto público.
- Buenos niveles de actividad que mantendrán las economías regionales donde opera la empresa.

Proyectamos que para el próximo año la empresa aumentara su nivel de inversiones debido al flujo proveniente de la efectivización del préstamo obtenido del Banco Nación, pero que esta tendencia será decreciente para los próximos períodos en los cuales estimamos que la compañía estará cercana a su etapa de madurez, buscando proximidad entre el CAPEX y las amortizaciones.

Bajo este contexto, se pueden proyectar ingresos para la compañía por encima de la inflación "real", lo que generará un crecimiento genuino para la misma.

La compañía ha crecido en ventas en los últimos años (Año 2012 = +31%) a través de la apertura de nuevas sucursales y de la ampliación de m² destinado a la venta en

establecimientos ya existentes (actualmente cercanos a los 160.000 m² de ventas y 119 sucursales). Para el 2013 estimamos que las ventas crecerán un 29% con respecto al año 2012.

La capacidad de la compañía para generar Utilidades sobre la inversión se puede cuantificar a través de la evolución y proyección 2013 del ROA (Rendimientos sobre activos) y del ROE (Rendimiento sobre Equity). *Ver cuadro N° 35.*

La evolución del EBITDA y su porcentaje sobre las ventas se ha mantenido estable y estimamos una tendencia similar para el 2013 muy próximo al 1%.

- **Flujos de cajas crecientes que le dan posibilidades de implementación de estrategias de inversión y distribución de dividendos.**

El rubro retail es fuerte en generación de caja ya que existen gran cantidad de transacciones en condición de contado lo que genera un ciclo de caja operativo que genera alta liquidez, con los beneficios que esto genera en un contexto inflacionario como el actual.

Es de esperar que la empresa mantenga una política de inversiones activa tal como lo viene realizando en los últimos años.

Con respecto al pago de dividendos, la empresa fijó una política de distribución cercana al 10% del EBITDA hasta el período 2008. En los años siguientes y hasta la actualidad PATA no ha fijado una política en este sentido pero se observa que ha mantenido la distribución de dividendos bajo este mismo criterio.

En el 2012 el ratio de Dividendos/Utilidad Neta fue de un 32% y los Dividendos/Cantidad de acciones emitidas fue de un 64%.

- **Fuerte posicionamiento regional ante la posible llegada de competidores a la región**

Más allá del fuerte posicionamiento regional que tiene la compañía, la misma está al

tanto y tiene como amenaza los anuncios de inauguración de locales por parte de importantes cadenas de supermercados y comercios mayoristas en la región patagónica. La empresa monitorea el impacto que esto podría llegar a tener en sus operaciones y márgenes de ganancias, pero confía en sus fortalezas tales como su trayectoria y reputación local (pionera en la región con 102 años de historia), su dispersión geográfica, estrategia comercial, recursos humanos y plataforma logística, competencias desarrolladas que lo establecen como líder de la región.

Más allá de las fortalezas cualitativas con las que cuenta PATA en la región, creemos que el flujo futuro creciente de caja es su mayor fortaleza para la rápida implementación de estrategias de confirmarse los anuncios realizados.

8.2 Valuación por múltiplos

8.2.1 Selección de empresas comparables.

El primer paso es la identificación y selección de empresas comparables. Las empresas más destacadas en el rubro retail cotizantes en bolsa son:

- Cencosud
- Wal Mart
- Carrefour
- CBD
- Soriana

Avanzaremos presentando a las compañías seleccionadas, para luego pasar al siguiente punto que es la aplicación de la metodología de múltiplos.



Nacida en Temuco como un autoservicio de 160 m2 denominado 'Las Brisas', Cencosud es hoy es uno de los más grandes y prestigiosos conglomerados de retail en de América Latina.

La minorista chilena sigue una estrategia multiformato y multimarca cuyo principales negocios del grupo son;

- Hiper y supermercados
- Tiendas y almacenes de productos para el mejoramiento del hogar (home improvement)
- Tienda por departamento
- Centros comerciales
- Servicios financieros y banca

Al descomponer por rubro, en el 2011 el 73% de sus ingresos provinieron de la división de supermercados, 13% de Easy (rubro mejoramiento del hogar), 9% de París, 3% de sus servicios financieros y 2% de sus centros comerciales.

Tiene presencia en Chile, Argentina, Brasil, Perú y Colombia, además de una oficina comercial en China. Su presidente es Horst Paulmann Kemna, líder de la familia controladora. La compañía tiene más de 300 establecimientos en Argentina, más de 250 en Chile, más de 150 en Brasil, más de 70 en Perú y 4 en Colombia. El número de empleados de la compañía superaba, a diciembre de 2011, los 130.000. En concreto, los negocios de la compañía son operador con las siguientes marcas: Jumbo, Santa Isabel, Disco, Vea, GBarbosa, Prezunic, Bretas, Perini, Wong y Metro, en supermercados; Alto Las Condes, Florida Center, Portal La Dehesa, Portal Nuñoa, Portal Temuco, Portal La Reina, Unicenter, Lomas Center y Portal Rosario, en centros comerciales; Paris y Johnson, en tiendas por departamento; y Easy y Blaisten, en mejoramiento del hogar.

Cencosud debutó en bolsa el 7 de mayo de 2004, con una colocación de 315 millones de acciones (20,32% de su propiedad), por las cuales recaudó unos USD 332,18 millones. En junio de 2012 realizó un aumento de capital con una recaudación final de USD 1.250 millones, que supuso un 97,92% de suscripción y confirmó la confianza en la compañía. En el marco de esta operación de ampliación de capital, Cencosud inició la transacción de títulos en el mercado estadounidense bajo la forma de ADR (CNCO).



Wal-Mart Stores, Inc. (NYSE: WMT): corporación multinacional de minoristas de origen estadounidense, que opera cadenas de grandes almacenes de descuento y clubes de almacenes. La empresa es la tercera mayor corporación pública del mundo, según la lista Fortune Global 500 para el año 2012. También ofrece la mayor oferta de empleo privado en el mundo, con más de dos millones de empleados, y es la minorista más grande en el mundo. Walmart continúa siendo una empresa familiar, porque es controlada por la familia Walton, que posee una participación del 48% en Walmart.

Es también una de las empresas más valiosas en el mundo.

La empresa fue fundada por Sam Walton en 1962, incorporada el 31 de octubre de 1969, y ha cotizado públicamente en la Bolsa de Nueva York desde 1972. Tiene su sede en Bentonville, Arkansas. Walmart es también la minorista de ultramarinos más grande de los Estados Unidos. En 2009, el 51% de sus ventas de 258 mil millones de dólares en Estados Unidos se generó a partir de sus negocios de ultramarinos.⁸ También es el propietario y operador de Sam's Club, una cadena de clubes de almacenes de América del Norte.^{9 10}

Walmart tiene 8.500 tiendas en 15 países, con 55 nombres diferentes.¹¹ La empresa opera con la marca Walmart en los Estados Unidos, incluyendo los 50 estados y Puerto Rico. Opera en México como Walmex, en Europa (Reino Unido) como Asda, en Japón como Seiyu, y en India como Best Price. Tiene operaciones de propiedad total

en Argentina, Brasil, y Canadá. Además cuenta con presencia comercial en otros países de América (Chile, Costa Rica, El Salvador, Guatemala, Honduras, Nicaragua) y Asia (China)¹². Las inversiones de Walmart fuera de América del Norte han tenido distintos resultados: sus operaciones en el Reino Unido, América del Sur, y China han tenido un gran éxito, mientras sus iniciativas en Alemania y Corea del Sur han fracasado.



El grupo Carrefour: un líder mundial de la distribución

En cuarenta años, el grupo Carrefour se ha convertido en un líder de la distribución en el mundo. Segundo distribuidor mundial y primer distribuidor europeo, desarrolla actualmente cuatro formatos principales de tiendas de alimentación: los hipermercados, los supermercados, las tiendas de superdescuento y las tiendas de proximidad. El grupo Carrefour cuenta hoy con más de 15 500 tiendas en explotación propia o bajo franquicia.

Un distribuidor internacional

Pionero en países como Brasil en 1975 o China en 1995, el grupo despliega hoy día, su actividad en tres grandes mercados: Europa, América Latina y Asia.

Presente en 34 países, realiza más del 57% de su volumen de negocio fuera de Francia.

En el extranjero, el grupo dispone de un alto potencial de expansión para los próximos años. Es el caso particular en grandes mercados como China, Brasil; Indonesia, Polonia o Turquía.

Un agente de desarrollo económico local

Donde quiera que esté presente, el grupo Carrefour es un agente comprometido con el desarrollo económico local. Puesto que el comercio es una profesión que está en contacto con la población, el grupo da sistemáticamente la prioridad a la contratación

local e imparte formación para sus equipos de gerentes y empleados. El grupo Carrefour es, generalmente, uno de los primeros empleadores privados en países en los cuales está presente. Este es el caso en Francia, por supuesto, país de origen del grupo pero también en países como Brasil, Argentina, Colombia, Italia o Grecia. Paralelamente, el Grupo da preferencia al aprovisionamiento del país en el que se encuentra. Según el país, entre el 90% y el 95% de los productos puestos en las estanterías provienen de productores y fabricantes locales.

Nº2 en el mundo

Nº1 de la gran distribución en Europa.

Más de 475.000 colaboradores

Cuatro formatos principales:

- Hipermercados
- Supermercados
- Tiendas de descuento
- Tiendas de proximidad

Grupo Pão de Açúcar

Grupo Pão de Açúcar (Pan de Azúcar Grupo es Inglés) - nombre comercial de la Companhia Brasileira de Distribuição, anteriormente utilizado como un nombre comercial secundaria - es la mayor empresa brasileña dedicada a actividades de venta al por menor de alimentos, mercancías generales, productos electrónicos, electrodomésticos y otros productos de sus supermercados, hipermercados y tiendas de electrodomésticos. Su sede está en Jardim Paulista, Subprefectura de Pinheiros, la ciudad de São Paulo.

La compañía es la segunda empresa de retail más grande de América Latina con los ingresos y el segundo mayor minorista en línea en Brasil.

Grupo Pão de Açúcar logos publicitarios, excluyendo Sendas, Ponto Frio, Casas Bahia y Assaí.

Distribución y centros logísticos están ubicados en las ciudades de São Paulo, Río de Janeiro, Brasilia, Fortaleza, Curitiba, Recife, Arujá y Complejo Noreste.

Para 2013, la compañía tiene previsto abrir más de 150 tiendas, orientación noreste y medio oeste.



Soriana S.A:

El origen de las operaciones se remonta a 1968, al abrirse el primer hipermercado de la cadena en la ciudad de Torreón, Coahuila. A partir de esa fecha, la Compañía se dedicó a participar activamente en el sector de autoservicios y comenzó a diversificar geográficamente sus mercados, principalmente en los estados del norte de la República Mexicana.

Ante la evolución del sector comercial en México a finales de la década de los 80 y principios de los 90, caracterizada por un sustancial incremento en la competencia y la creciente participación de compañías extranjeras a través de asociaciones con cadenas comerciales mexicanas, Soriana y Sorimex decidieron fusionarse en 1994, creando una cadena de 45 tiendas al momento de la fusión, cuya operación fue asumida por Soriana en su calidad de empresa “fusionante”.

Durante el año 2010, se realizó la primera apertura bajo el nuevo formato de tienda denominado Soriana Express, el cual busca primordialmente cubrir poblaciones del país que cuenten con menos de 50.000 habitantes. Dicho formato de tienda cuenta en promedio con un piso de venta de 1.500 metros cuadrados.

En el ejercicio 2011, se efectuó la apertura de 50 nuevas tiendas, de las cuales 7 de ellas correspondieron al formato de tienda Soriana Hiper, 3 al formato Soriana Súper, 11 Mercado Soriana, 26 a Mercado Express y 3 City Club.

Tomando en consideración la información financiera de carácter pública del ejercicio 2011 de las empresas comerciales que cotizan en BMV, Soriana es una de las empresas mejor posicionadas en el mercado, ocupa el segundo lugar en ventas de las cadenas comerciales que cotizan en la BMV, está dentro de las más rentables del sector y cuenta con una sólida estructura financiera.

8.2.2 Selección del múltiplo a utilizar.

Los múltiplos seleccionados fueron:

- EV/EBITDA
- EV/Sales

Calculando los múltiplos EV/EBITDA y EV/SALES para cada una de las compañías seleccionadas, obtuvimos los siguientes resultados:

PATA S.A

- EV: 1.402.067 AR\$
- EBITDA: 255.700 AR\$
- Sales: 8.060.369 AR\$

	EV/EBITDA	EV/Sales
PATA- EV Soriana	1.830.818,44 7,16	4.836.221,40 0,60
PATA- EV WalMart	1.339.872,72 5,24	4.352.599,26 0,54
PATA- EV Carrefour	2.487.969,76 9,73	2.095.695,94 0,26
PATA- EV Cencosud	2.513.539,85 9,83	6.609.502,58 0,82
PATA- EV CBD	1.204.351,24 4,71	3.385.354,98 0,42

	Min	Promedio	Max
EV/EBITDA	4,71	7,33	9,83
EBITDA PATA 2012	\$ 255.701	\$ 255.701	\$ 255.701
EV	\$ 1.204.351	\$ 1.875.310	\$ 2.513.540
EV/SALES	0,26	0,53	0,82
SALES PATA 2012	\$ 8.060.369	\$ 8.060.369	\$ 8.060.369
EV	\$ 2.095.696	\$ 4.255.875	\$ 6.609.503

La valuación a través del múltiplo EV/EBITDA confirma los resultados obtenidos por el método de DCF. El valor de la compañía estaría entre AR\$1.204.351 y AR\$2.513.539.

En cambio la valuación a través del múltiplo EV/SALES no confirma los resultados obtenidos por la metodología DCF.

9. ANALISIS DE ESCENARIOS FUTUROS

Para poder realizar un análisis de escenarios futuros y en base a estos resultados plantear una posible estrategia de negocio, es necesario conocer los principales riesgos (los cuales fueron analizados a través de la matriz FODA), y hacer un análisis de sensibilidad evaluando posibles escenarios tanto de variables macroeconómicas, como drivers claves del negocio.

Entre los principales riesgos se encuentran:

- El incremento de los costos laborales debido al impacto en los niveles de productividad y rentabilidad de la industria.
- El creciente aumento de la inflación y su impacto en los márgenes netos de la compañía.
- Las actividades económicas más importantes e impulsoras del desarrollo de la región, son la industria petrolera, minera y agrícola, por lo que el ingreso disponible destinado al consumo (alrededor de un 60%) está directamente vinculado a la evolución de estos sectores. Según proyecciones del INDEC el crecimiento demográfico en las provincias donde PATA se localiza será inferior al 1%.
- Moderadas posibilidades de ampliación de mercado debido a que ya ha capturado el mercado objetivo (fuerte presencia en pequeñas ciudades de la Patagonia) que antiguamente se encontraban en manos de pequeños comerciantes.
- Planes de expansión e inauguración de nuevos locales por parte de importantes cadenas de supermercados y comercios mayoristas tales como Carrefour, Wal-Mart, Vea y Diarco.

9.1. Análisis de sensibilidad de los drivers del modelo.

A continuación desarrollaremos un análisis de sensibilidad de lo que consideramos drivers del modelo, teniendo en cuenta tanto premisas macros como así también premisas propias del negocio en estudio.

Como premisa macroeconómica, nos concentraremos en analizar el efecto de la inflación, que teniendo en cuenta la coyuntura actual asociada a la actividad de nuestro negocio, entendemos que no podemos dejar de analizar el efecto de un alza/disminución de esta variable que refleja la distorsión de precios de la economía en su conjunto.

Premisas macro							
Inflación							
2012	Δ	Margen de EBITDA	Δ	EV	Δ	Precio Objetivo	Δ
10%	-10%	4,03%	-0,2%	1.378.992	-1,6%	23,88	-1,9%
15%	-5%	4,04%	0,0%	1.391.031	-0,8%	24,12	-0,9%
20%	0%	4,04%	0%	1.402.067	0,0%	24,34	0%
25%	+5%	4,05%	0,2%	1.412.220	0,7%	24,54	0,8%
30%	+10%	4,05%	0,2%	1.421.591	1,4%	24,73	1,6%

Se puede observar que un aumento/disminución de la inflación en un 5% afecta a nuestro valor de negocio en 0,8%, y al valor objetivo de nuestra acción en un 0,9%.

Podemos concluir, en base a este resultado, que el valor de la compañía tiene una baja sensibilidad a la variación de la inflación debido a que ésta es trasladada en su totalidad a los precios.

A continuación analizaremos los drivers del negocio que a nuestro criterio, son los siguientes:

- Metros cuadrados destinados a las ventas
- Costos operativos
- WACC (tasa de descuento de los flujos de fondo)

- Tasa de crecimiento a perpetuidad: "g"

Premisas del negocio							
m² de ventas							
2012	Δ	Margen de EBITDA	Δ	EV	Δ	Precio Objetivo	Δ
153.598	-10%	1,38%	-66%	1.276.302	-9,0%	21,83	-10,3%
162.131	-5%	2,78%	-31%	1.339.186	-4,5%	23,08	-5,2%
170.664	0%	4,04%	0%	1.402.067	0,0%	24,34	0%
179.197	+5%	5,18%	28%	1.464.953	4,5%	25,6	5,2%
187.730	+10%	6,22%	54%	1.527.837	9,0%	26,86	10,4%
Costos Operativos							
2012	Δ	Margen de EBITDA	Δ	EV	Δ	Precio Objetivo	Δ
2.521.821	-10%	6,09%	51%	1.528.377	9,0%	26,87	10,4%
2.661.922	-5%	4,74%	17%	1.465.222	4,5%	25,6	5,2%
2.802.023	0%	4,04%	0%	1.402.067	0,0%	24,34	0%
2.942.124	+5%	2,69%	-33%	1.338.912	-4,5%	23,08	-5,2%
3.082.225	+10%	1,35%	-67%	1.275.757	-9,0%	21,82	-10,4%
WACC							
2012	Δ	Margen de EBITDA	Δ	EV	Δ	Precio Objetivo	Δ
37,92%	-10%	4,04%	0%	1.444.834	3,1%	25,2	3,5%
40,02%	-5%	4,04%	0%	1.423.165	1,5%	24,76	1,7%
42,13%	0%	4,04%	0%	1.402.067	0,0%	24,34	0%
44,24%	+5%	4,04%	0%	1.381.528	-1,5%	23,93	-1,7%
46,34%	+10%	4,04%	0%	1.361.702	-2,9%	23,53	-3,3%
"g"							
2012	Δ	Margen de EBITDA	Δ	EV	Δ	Precio Objetivo	Δ
4,00%	-33%	4,04%	0%	1.330.620	-5,1%	22,91	-5,9%
5,00%	-17%	4,04%	0%	1.364.734	-2,7%	23,59	-3,1%
6,00%	0%	4,04%	0%	1.402.067	0,0%	24,34	0%
7,00%	17%	4,04%	0%	1.443.096	2,9%	25,16	3,4%
8,00%	33%	4,04%	0%	1.488.399	6,2%	26,07	7,1%

Podemos observar que las variables con mayor sensibilidad son los m2 destinados a las ventas y los costos operativos. Luego se ubica la tasa de crecimiento perpetuidad "g" y el costo de fondeo (WACC).

Las 2 variables más influyentes en la determinación del valor de nuestra compañía son los m2 destinados a las ventas y los costos operativos. Podemos observar que una variación de un 5%, en ambas variables, generan una variación en el valor de la compañía de un 4,5 % y en el valor de la acción de un 5,2%. También podemos observar

una mayor sensibilidad en el Margen de EBITDA a una variación en los m² destinados a la venta que a los Costos operativos.

Con respecto a las variables analizadas con menor sensibilidad, podemos concluir que ante la misma variación es mayor el efecto que genera la tasa de descuento WACC que la tasa de crecimiento perpetuidad “g”. También se puede observar que ambas variables son poco influyentes en la determinación del valor de la compañía.

9.2. Evaluación de una posible fusión o adquisición.

9.2.1 Justificación de la propuesta de adquisición

Desde nuestro punto de vista uno de los escenarios posibles a los que se puede enfrentar PATA S.A es a una posible oferta de adquisición, por uno de los líderes del mercado de retail.

En los últimos años se puede observar un fuerte avance de dos de las cadenas internacionales posicionadas en el país, las cuales son CENCOSUD y CARREFOUR. Esta última es la que por su estrategia de expansión direccionada, en los últimos años hacia América Latina nos hace suponer que puede ser un posible oferente de una fusión/adquisición de PATA S.A.

Procederemos a explicar las razones de nuestra hipótesis de este posible escenario futuro:

Con la economía mundial moviéndose en cámara lenta, las compañías de retail encienden sus radares para detectar donde están las oportunidades. En estos momentos, el foco de atención apunta hacia América Latina.

En el año 2011, el crecimiento real de las ventas en la región fue del 4%, el más alto del mundo. Esto hace que grandes compañías (como Cencosud o Carrefour) intensifiquen sus inversiones y que, a la vez, varias firmas argentinas busquen moverse en esta dirección.

El relevamiento muestra que América Latina se expande a un ritmo mayor que el de Asia Pacífico, la anterior meca del comercio minorista, y ya es “el nuevo motor del crecimiento del retail global”. Para esto hay tres factores que se combinan: actividad económica en alza, más personas que superan el nivel de indigencia y pasan a tener un nivel mínimo de ingresos destinados en su mayoría al consumo de alimentos , y mayor y mejor acceso al crédito en algunos mercados (planes de financiación a través de tarjetas de crédito).

El gasto per cápita en la zona en el comercio minorista fue de USD1.700 en 2011. En tanto, en Asia Pacífico ese indicador fue de USD900. En Europa del Este el gasto es mayor, de USD2.300. Pero el salto diferencial se da con Europa Occidental y con Estados Unidos, donde cada persona desembolsa en promedio USD6.000 al año.

Según hemos investigado, las proyecciones apuntan a que las ventas minoristas aumenten en este lado del mundo entre 3,5 y 4% por año de aquí al 2016. Brasil y México serán los responsables de la gran mayoría de estas nuevas ventas a través de canales novedosos, como las cadenas de farmacias y los almacenes mayoristas.

Tras Brasil y México, los dos mercados más grandes, son Chile y la Argentina. En estos países el retail ha avanzado enormemente, pero vemos que Colombia y Perú se están sumando rápidamente a esta tendencia.

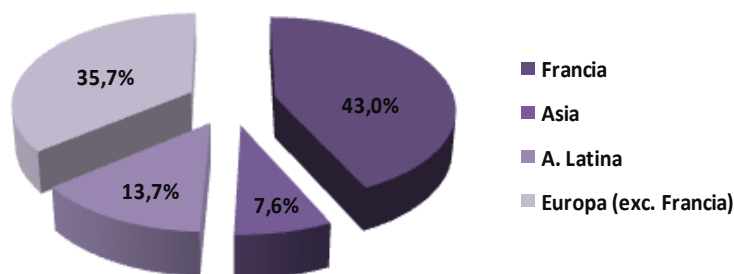
Uno de los puntos atractivos de estos países es que a diferencia de Europa, son mercados de grandes superficies, donde la geografía permite instalar grandes tiendas, al estilo americano. Los llamados canales modernos (hipermercados y supermercados) representaron sólo el 45% del valor de las ventas en 2011, en comparación con el promedio mundial de más del 60%, esto da una pauta del potencial crecimiento de mercado que pueden lograr.

El año pasado, la compañía francesa “Carrefour” encontró en la región una tabla de salvación, cuando la crisis hizo caer sus ventas en Europa 4,3%. En Latinoamérica, en

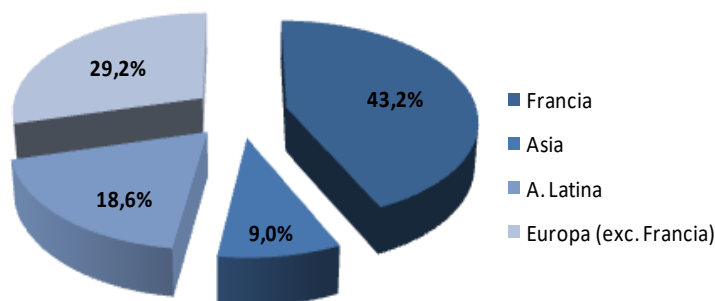
cambio, las ventas aumentaron 8,4% y en Asia subieron 5,6%. Así, el desempeño de los países de la zona ayudó a amortiguar la pérdida de ingresos netos globales, que en 2011 bajaron 14%.

A través de los siguientes gráficos podemos observar como Carrefour fue cambiando su estrategia de negocio en cuanto a la focalización hacia los mercados emergentes:

**Ventas Netas por región geográfica
- 2008 -**



**Ventas Netas por región geográfica
- 2011 -**



Claro está que el crecimiento de las grandes cadenas se consigue a expensas de los retails más chicos.

Puntualmente en Argentina, los niveles de inflación (aumentos de costos y dólar estable) y las restricciones a la inversión extranjera directa pueden frenar en cierta medida esta tendencia, pero claramente sigue existiendo una creciente propensión al consumo puntualmente en este rubro.

9.2.2 Presentación de la compañía que suponemos está en condiciones de llevar adelante una operación de M&A con PATA SA.

Grupo Carrefour



Es una cadena multinacional de distribución de origen francés.

En cincuenta años, el grupo Carrefour se ha convertido en un líder de la distribución en el mundo. Segundo distribuidor mundial y primer distribuidor europeo, actualmente desarrolla cuatro formatos principales de tiendas de alimentación:

- Hipermercado (5.000 a 20.000 m²):- Carrefour - Carrefour Planet.
- Supermercado (1.000 a 2.000 m²):- Carrefour Market.
- Proximidad (200 a 800 m²):- Carrefour Express - Carrefour City - Carrefour Contact.
- Hard Discount (200 a 800 m²):- Dia.

El grupo Carrefour cuenta hoy con más de 15.600 tiendas explotadas en propiedad o en franquicia.

En el siguiente mapa podemos observar su presencia mundial:



Breve reseña de su crecimiento en la Argentina

1982 – Llegan a la Argentina: Carrefour desembarca en la Argentina y abre su primer Hipermercado en San Isidro.

1986 – Empiezan a posicionarse en Buenos Aires: El Hipermercado de San Lorenzo, en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, es el tercero en ser inaugurado, luego de Vicente López, en 1984.

1987 – Se instalan en el primer shopping de Argentina: Se inaugura el primer Shopping Center del país en San Isidro, bajo el nombre de Shopping Soleil.

1994 – Avanzan con inversiones en el interior del país: Carrefour abre sus puertas el primer Hipermercado en el interior del país, en la capital de la provincia de Córdoba.

1995 – Lanza su propias marcas: Carrefour Argentina lanza sus marcas propias con la garantía y el respaldo del Grupo: First Line (electrodomésticos/electrónica), Tex (productos textiles) y Carrefour (menaje y librería).

1996 – Se expanden en el interior del país: Apertura de Hipermercados en Guaymayén (Mendoza) y Rosario (Santa Fe). Además se inaugura el Hipermercado de Monte Grande, en Buenos Aires.

2001 – Adquieren empresas del rubro: Carrefour adquiere la cadena de Supermercados Norte en la Argentina. De esa forma, duplica su tamaño y se convierte en el retail de mayor cobertura en el ámbito nacional.

2006 – Refuerzan su política de clientes: Carrefour renueva su compromiso de ofrecer el precio más bajo y lo garantiza en más de 800 productos, con el respaldo de ADECUA (Asociación de Defensa de los Consumidores y Usuarios de la Argentina) y la Liga de Amas de Casa.

2006-2009 - Plan de expansión: Carrefour Argentina comienza un plan de expansión de sus tiendas con una inversión de más de 1.250 millones de pesos. En total, se abren 45 nuevas tiendas y se reinauguran, bajo la insignia Carrefour, otras 117.

2009-2011 – Continuo con su plan de expansión y posicionamiento en el país.

Durante los últimos años Carrefour no paro de crecer en cuanto a su posicionamiento en el rubro. Su última adquisición fueron los supermercados EKI.

Carrefour en números (Fuente de información: Yahoo Finance. Cifras expresados en USD)

Medidas de Valoración:

Cap. del mercado:	11,45mil mls
Valor de empresa (02/06/2012):	26,11mil mls
Precio/Ganancias:	24,39
Precio/Ventas (31-12-2011):	0,11
Precio/Libro (31-12-2011):	1,39
Valor de empresa/Ingresos (31-12-2011):	0,26
Valor de empresa/EBITDA (31-12-2011):	9,73

Actualidad Financiera

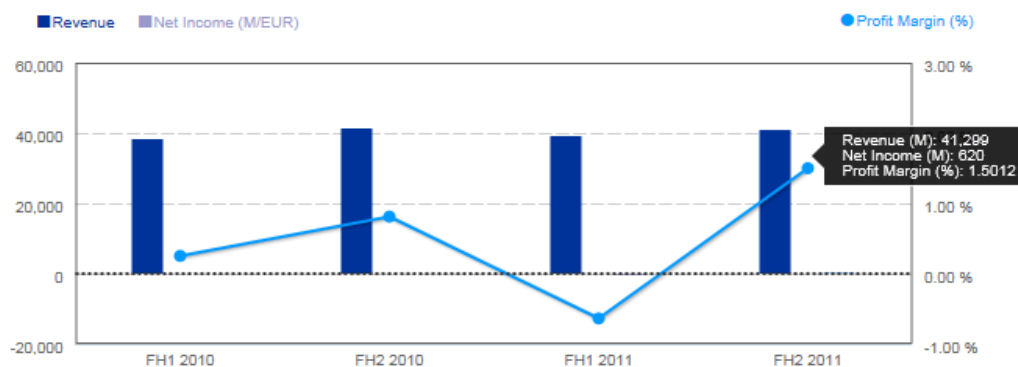
Rendimiento

Margen de ganancia (31-12-2011):	0,46%
Margen de operación (31-12-2011):	0,47%

Declaración de ingresos

Ingresos (31-12-2011):	99,46mil mlns
Ingresos por acción (31-12-2011):	151,26
EBITDA (31-12-2011):	2,68mil mlns

Estado de resultado en gráfico



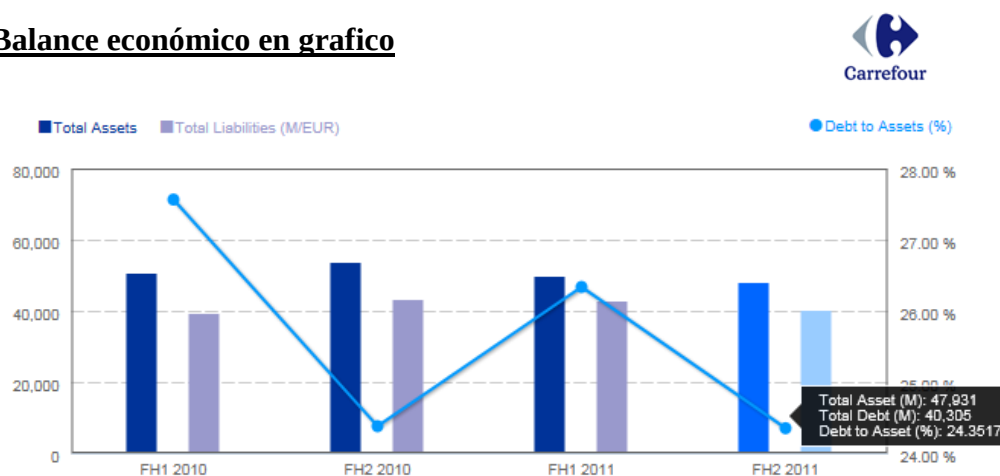
CUADRO N°41

Fuente: Yahoo Finance

Hoja de balance

Efectivo total (tmr):	5,83mil mls
Efectivo total por acción (tmr):	8,65
Deuda total (tmr):	20,49mil mls
Deuda/Patrimonio neto total (tmr):	217,32
Coefficiente corriente (tmr):	0,74
Valor contable por acción (tmr):	12,29

Balance económico en grafico



CUADRO N°42

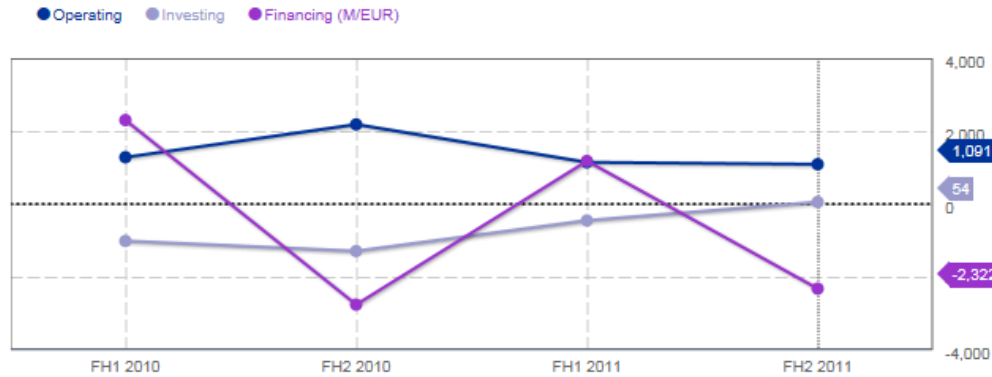
Fuente: Yahoo Finance

Flujo de fondos

Flujo de fondos consolidado (ttm):	2,62mil mls
Flujo de fondos libre apalancado (ttm):	-2,27mil mls

Ttm: últimos doce meses al 31-12-2011

Estado de resultado en gráfico



CUADRO N°43

Fuente: Yahoo Finance

9.2.3 Sinergia de la adquisición

Las sinergias suelen ser el motivo principal de las fusiones y adquisiciones. La adquisición de PATA aceleraría uno de los objetivos de Carrefour que es lograr una rápida expansión en los mercados emergentes y en este caso en particular en la región sur de la Argentina donde el poder adquisitivo de la población es mayor debido a que las actividades que se desarrollan en esta región están ligadas a sectores altamente rentables. Esta estrategia sería en parte para contrarrestar la caída de las ventas en los mercados europeos donde tenía su fortaleza comercial, previamente a la recesión por la que están atravesando. En contrapartida no se espera un aumento significativo en la densidad demográfica de la región sur del país donde está instalada la empresa.

Antes de pasar a la explicación de los aspectos en los que estimamos se pueden ver reflejadas las sinergias de esta adquisición, realizaremos un par de aclaraciones justificando los resultados de Carrefour en Argentina, ya que en su mayoría la información contable y financiera de esta compañía esta presentada a nivel internacional.

Distribución del negocio a nivel mundial

		FRANCIA	EUROPA	AMERICA	ASIA	FRANCIA	EUROPA	AMERICA	ASIA
<u>Cuentas de resultados</u>	2011	43%	35,7%	13,7%	7,6%	43%	35,7%	13,7%	7,6%
Resultado neto	371	160	132	51	28	889	738	283	157
Resultado operacional	2.182	938	779	299	166	5.230	4.342	1.666	924
Cifra de negocios	80.455	34.596	28.722	11.022	6.115	192.850	160.110	61.443	34.085
	millares EUR	millares EUR	millares EUR	millares EUR	millares EUR	millares ARS	millares ARS	millares ARS	millares ARS
						Tipo de cambio (ARS/EUR)_Dic 2011		5,5744	

CUADRO N°43

Fuente: Carrefour

Hay algunos aspectos sobresalientes que se darían por las sinergias de la adquisición, y que deberían impactar en forma positiva en la rentabilidad y posicionamiento de la compañía en Argentina:

1. Expansión geográfica, lo que dará la posibilidad de incrementar sus ventas de formas más rápida y seguramente de una manera menos costosa. En este punto si se quiere medir el impacto financiero de la sinergia en ventas podemos suponer que al menos será la suma de los niveles de venta de ambas compañías en la Argentina, si es que no logran mediante mejores precios una captura aún mayor de mercado de la que tiene La Anónima.

Ventas 2011 “La Anónima”: miles AR\$ 8.060.369

Ventas 2011 “Carrefour Argentina”: miles AR\$ 16.000.000

Ventas conjuntas mínimas: miles AR\$ 24.060.369

2. Fortalecimiento de la competitividad, aumentando la base de sus clientes, afianzando su posicionado como líder absoluto del rubro retail en Argentina.

Market share 2011 “La Anónima”: 7%

Market share 2011 “Carrefour”: 29%

Piso de Market share 2011: 36%

Hablamos de un piso de 36% de market share, pero suponemos que una vez que logre instalarse en la región aumentara esta proporcionalidad en base al análisis de los distintos modelos de supermercado (hipermercados, supermercados, mercados de conveniencia) que tiene Carrefour de acuerdo a la competencia de cada ciudad.

Marcando una diferencia de 15 %con respecto a Cencosud que es la segunda compañía en cuanto a posicionamiento de mercado con un 21%.

3. Mayor poder de negociación con proveedores, lo que se puede traducir en menores precios y acrecentar su posicionamiento al menos en la región (competencia de precios con los retails ubicados en la región).

Lógicamente el poder de negociación de Carrefour con su presencia internacional es mayor al de La Anónima por lo que lograra reducir el costo de las mercaderías adquiridas, esto impacta directamente sobre el margen bruto de ingresos que hoy tiene La Anónima.

4. Disminución de los costos operativos, porque muchas de las actividades compartirían estructura.

Lógicamente que varios aspectos estructurales de la compañía se van a ver reducidos por duplicidad de funciones y economías de escala, lo que impactará directamente en el margen de EBITDA.

Carrefour S.A tiene como objetivo a nivel mundial durante el presente año ahorrar USD 4.500 mlns mediante recortes de costos operacionales, mejorando los términos de compra y reduciendo los lapsos de inventarios lo que traerá como resultado elevar las utilidades.

A través de estos aspectos principales de la sinergia, y aunque no se evalúen en términos numéricos se puede justificar el impacto financiero de la misma.

El múltiplo de Carrefour EV/EBITDA es de 9,73 por lo que estimamos que el valor de la compañía se encuentra cercano a MMAR\$ 130,02 (MMUSD 26,11), si tenemos en cuenta que un 13,7% se genera en América Latina y de ese porcentaje un 26% se genera en Argentina, podemos inducir a que el valor de la compañía localmente rondará MMAR\$ 4,45.

El múltiplo de PATA S.A EV/EBITDA es de: 8,36 por lo que estimamos que el valor de la compañía es de MAR\$1.671.277 (Este valor a su vez está respaldado por la valuación realizada por el método DCF).

En conclusión, podemos suponer a través de análisis simplificado que el valor de Carrefour en Argentina pasaría a ser de MMAR\$ 6,1. La creación de valor mínima estimada sería de un 37%.

9.2.4 Calculo de sinergias según Damodaran.

A través del modelo de valoración de sinergias de Damodaran, podemos cuantificar con mayor precisión, bajo determinados supuestos, las sinergias resultantes de la fusión entre 2 compañías, en nuestro caso: PATA y CARREFOUR.

Los pasos a seguir para la aplicación del presente modelo, son los siguientes:

1. Valuar cada firma por separado proyectando los flujos de fondos para el accionista y los valores terminales.
2. Valuar la empresa combinada sin sinergias (suma de los valores presentes de las empresas individuales)
3. Armado de los estados contables de la empresa combinada sumando los de las empresas individuales

4. Evaluación de donde provienen las sinergias.
5. Inclusión de las sinergias valorizadas en los estados contables combinados.
6. Calculo del valor de la empresa combinada con las sinergias calculadas en el paso anterior.
7. Comparación del valor obtenido con el del paso 2. La diferencia es el valor de las sinergias. Este valor es el mayor premio que se puede pagar por el take over.

A continuación detallaremos el origen y supuestos de los datos utilizados para la cuantificación de las sinergias. Tengamos en cuenta que los datos correspondientes a PATA fueron obtenidos a partir del modelo de valoración que realizamos de la compañía y sus estados contables.

Seguidamente comentaremos los supuestos aplicados en lo que respecta a la información de Carrefour Argentina.

1. Información financiera

Con respecto a Carrefour la información fue obtenida en base a los estados contables publicados (Yahoo Finance). Los mismos exponen a la compañía en su conjunto a nivel mundial, por lo que tuvimos que inferir que porcentaje del negocio corresponde al mercado argentino. En base a la información analizada en el estudio de mercado (véase punto 6) concluimos que el porcentaje del negocio mundial de Carrefour Argentina es próximo al 8%.

Para la estimación del porcentaje de ingresos destinados al capital de trabajo utilizamos la misma relación que PATA, la cual asciende a un 70%.

2. Crecimiento proyectado de ganancias.

Para la determinación de la tasa esperada de crecimiento para los próximos 5 años, supusimos una tasa de crecimiento mayor en un 10% a la de PATA debido a la mayor cantidad de m2 destinados a la venta y el menor porcentaje de CMV/Ventas.

Mantuvimos el mismo criterio para la tasa esperada de crecimiento luego de los 5 años.

Con respecto al Beta utilizamos el informado por Damodaran como promedio del mercado de Retails.

3. Datos generales

Tanto la Tasa libre de Riesgo como así también el “Risk Premiun” son las mismas que utilizamos en nuestro modelo de valoración de PATA, las cuales fueron obtenidas de Damodaran.

4. Tipo de Sinergia

Con respecto a los tipos de sinergia, basándonos en el conocimiento del mercado de retails y de ambas compañías, concluimos que las sinergias que se darán debido a la fusión, provienen de una reducción de costos (operativos y de mercaderías vendidas) y un mayor crecimiento principalmente aparejado por los mayores m2 destinados a la venta lo que dará mayor participación de mercado.

5. Calculo de Sinergias

El CMV + OPEX con sinergia entendimos que disminuirá en un 0,7% debido al mayor poder de negociación con proveedores generado por el mayor volumen de negocio que se dará con esta fusión.

Esta misma proporción en la que disminuyen los costos (0,7%) suponemos se traslada a la tasa de ganancias.

La tasa de crecimiento en ganancias sin sinergias luego de los primeros 5 años disminuye en un 33%. Suponemos que esta misma baja se trasladará a la tasa de crecimiento en ganancias luego de los 5 años con sinergias.

Los supuestos descriptos fueron volcados al modelo de Damodaran arrojando los siguientes resultados:

8.- Valoración de las Sinergias	
Ganancias por las Sinergias	\$ 2.830,93
Oferta Máxima por el Target	\$ 4.568,64
% Premium sobre Precio de Mercado	162,9%

Como conclusión observamos que las ganancias por la sinergia bajo los supuestos ya expuestos, podría ascender a MAR\$2.830.

El valor que genera esta fusión por sobre el precio de mercado es de aprox. un 63%, lo que avala nuestra presunción de que este escenario podría ser puesto en consideración por ambas compañías en un futuro no muy lejano.

10. CONCLUSIONES

La valuación se realizó bajo la metodología DCF, para la cual proyectamos en base a la información del balance, estado de resultado, flujo de caja de la compañía, entorno interno y externo y su contextualización macroeconómica, los cinco años siguientes y su valor terminal.

El método del Flujo de Caja Descontado resulta ser el más fiable y, consecuentemente, el más utilizado; pues se basa en la capacidad de generar ingresos futuros por un negocio, independientemente que sea privado o público. No obstante, consideramos recomendable complementarlo con un análisis comparativo basado en multiplicadores de empresas similares lo cual fue realizado en el apartado 8.2 de la presente práctica profesional.

Pese a la dimensión cuantitativa del método expuesto, la valoración de una empresa (a nuestro criterio) tiene más de arte que de ciencia exacta; ya que al basarse en los flujos netos de caja como fuente del valor de la empresa, podrá arrojar tantos valores como hipótesis sobre el comportamiento de las variables básicas se deseen utilizar.

De acuerdo a nuestras proyecciones la compañía estaría valuada en AR\$1.402 MM, y el precio de la acción para los próximos 12 meses estaría alrededor de AR\$34,53.

La calificación que le damos a esta empresa, desde el punto de vista del inversor, es “Market OutPerform”, dado que las perspectivas optimistas, que a nuestro criterio tiene la compañía, se verán reflejadas en el precio futuro de la acción. De acuerdo a nuestras proyecciones el precio objetivo para los próximos 12 meses se encontrará por encima al actual de AR\$ 27,00 y estimamos que estará por encima de los AR\$ 34,00.

El ejercicio finalizado el 30 de junio de 2012 registra una utilidad neta de AR\$100 MM, mientras que el ejercicio contable finalizado el 30 de junio del 2011 registró una utilidad neta de AR\$82 MM.

Nuestras expectativas para el 2013 tendrán una tendencia positiva de la utilidad que estimamos en AR\$195MM (lo que representa un 48% superior con respecto al último ejercicio). El margen de EBITDA suponemos crecerá en 1% (pasando de 3,17% en el 2012 a 4,04% para el 2013). Las ventas crecerán un 22% con respecto al año anterior ascendiendo a AR\$10.394 MM.

Este supuesto se basa en dos pilares fundamentales:

- Las inversiones proyectadas en m2 destinados a las ventas, lo que estimamos generarán un crecimiento genuino de aproximadamente 11%.
- La creciente inflación que se proyecta para el 2013 se encontrara cercana al 24%. Como viene sucediendo en los últimos años en este rubro, es de esperar que la inflación pueda ser trasladada íntegramente a los precios.

Las perspectivas de crecimiento derivadas del aumento en las economías regionales y la reactivación de los sectores productivos más importantes de la región patagónica (agrícola, petróleo y minería) sumado a la política de inversiones de PATA, implicarían un aumento en las utilidades de la compañía para los próximos años.

Los aspectos más relevantes que acompañan este punto de vista son:

- Impacto de la Inflación, trasladado a precios.
- Inversión en m² de ventas, ampliando e inaugurando sucursales.
- Flujos de cajas crecientes que le dan posibilidades de implementación de estrategias de inversión y distribución de dividendos.
- Fuerte posicionamiento regional ante la posible llegada de competidores a la región.

Asimismo se observa que dado el acelerado avance de la competencia, probablemente la compañía sea target de una adquisición por parte de uno de los competidores más fuertes del mercado y con una estrategia de crecimiento agresiva en todo el territorio argentino.

Los resultados de esta simulación, como posible escenario futuro, fueron alentadores si lo miramos desde el punto de vista del inversor. Por lo que ante eventualidades futuras analizadas, mantenemos nuestra recomendación de inversión en la compañía.

11. BIBLIOGRAFIA

- DUMRAUF, Guillermo L. “Finanzas Corporativas: Un enfoque Latinoamericano” , México, Alfaomega, 2010.
- FERNANDEZ, Pablo “Valoración de Empresas: Como medir o gestionar la creación de valor (3° Ed). Madrid, España. Ediciones Gestión 2000, 2007.
- SANJURJO, Miguel/REINOSO, Mar “Guía de Valoración de Empresas” Prentice Hall, España 2004
- FRANCIA, CNN, “Carrefour prevé bajas del 18% en ganancias”, Paris, 2009.
- FRANCIA, CNN, “Carrefour rechaza vender negocios en Latinoamérica”, Paris, 2009.
- ARGENTINA, CLARIN, “Más inversiones en los super y la construcción” , Buenos Aires, 2011.
- ARGENTINA, ASTERISCOS.TV, “Carrefour inaugura mini hiper en Comodoro Rivadavia”, Comodoro Rivadavia, 2011.
- ARGENTINA, INFO BRAND, “Carrefour se expande”, Buenos Aires, 2007.
- ARGENTINA, DIARIO BAE, “Carrefour busca pisar fuerte en el sector mayorista”, Buenos Aires, 2011.
- ARGENTINA, iPROFESIONAL.COM, “Carrefour, muy cerca de cerrar la compra de la cadena de minimercados Eki”, Buenos Aires, 2011.
- ARGENTINA, ILACAD World retail, “Wall Mart volvió a liderar el ranking de retail alimenticio de América Latina en el 2011”, Buenos Aires, 2011.
- ARGENTINA, iECO CLARIN, “Cencosud quiere 38% de su filial Argentina”, Buenos Aires, 2012.

- KLUYVER, A. C., “Pensamiento estratégico”, Buenos Aires, Pearson-Prentice Hall, 2001.
- TENA MILLAN, J., “El entorno de la empresa”, Barcelona, Gestión 2000, 1992.
- ARGENTINA, emprendedores.news, “Estudio de mercado de supermercados”, Buenos Aires, 2009.
- ARGENTINA, iECO CLARIN, “América Latina se convierte en la nueva tierra prometida de la industria del retail”, Buenos Aires, 2012.
- ARGENTINA, Argentina.ar, “Crecen las ventas en supermercados”, Buenos Aires, 2012.
- ARGENTINA, America Economía, “Argentina: Ventas en supermercados aumentaron en 2011”, Buenos Aires, 2011.
- ARGENTINA, Banca&Riesgo “Avanzan las tarjetas propias de retails en Argentina”, Buenos Aires, 2012.
- ARGENTINA, iECO CLARIN, “Carrefour: los costos van más rápido que las ventas”, Buenos Aires, 2011.
- CHILE, CERET: Centro de estudios de retails, “Indicadores de la industria”, Santiago de Chile, 2008.
- ARGENTINA, Deloitte, “Global Powers of retailing 2011”, Buenos Aires, 2011.
- ARGENTINA, Federación Argentina de Empleados de comercio y servicios-Secretaría de Estudios y estadísticas, “Relevamiento sobre supermercados en Argentina”, Buenos Aires, 2011.
- ARGENTINA, ILACAD World Retail- “Panorama Retail América Latina”, Buenos Aires, 2012.

- ARGENTINA, INDEC, “Encuesta de supermercados”, Buenos Aires, 2012.
- ARGENTINA, TELAM, “Las ventas en supermercados crecieron en el 2011”, Buenos Aires, 2011.
- ARGENTINA, Comisión Nacional de Valores, “Información financiera: Balances y prospectos de emisión de títulos PATA S.A” Buenos Aires, 2012.
- DUMRAUF, Guillermo, “Paper: Tendencias en valuación”, Buenos Aires 2003.
- ESPAÑA, Universidad de Navarra, “Introducción a la valoración de empresas por el método de los múltiplos de compañías comparables”, Barcelona, 1997.
- DUMRAUF, Guillermo, “Métodos de Valuación de empresas”, CEMA, 2001.
- ARGENTINA, Deloitte, “Encuesta Nacional sobre Financiación al consumo de la Republica Argentina”, Buenos Aires, 2007.
- MERLO, Mariano “MBA Finanzas: Valuation”, Escuela de Negocios de la Universidad de Belgrano, Buenos Aires, 2011.
- MERLO, Mariano “¿Cual es la Tasa de Corte en la Argentina?”, Escuela de Negocios de la Universidad de Belgrano, Buenos Aires, 2004.
- AGUIRRE RASO, Ezequiel “MBA Finanzas: Valuación relativa múltiplos”, Universidad de Belgrano, Buenos Aires, 2010.
- DE LUISA, Verónica”MBA Finanzas: DCF. Elementos. Flujo de Fondos”, Universidad de Belgrano, Buenos Aires, 2010.
- DE LUISA, Verónica”MBA Finanzas: DCF. Elementos. Costo del Capital”, Universidad de Belgrano, Buenos Aires, 2010.
- DE LUISA, Verónica”MBA Finanzas: DCF. Elementos. Efectos del Financiamiento M&M + APV”, Universidad de Belgrano, Buenos Aires, 2010.

-www.carrefour.com

-www.laanonima.com.ar

-www.soriana.com

-www.cencosud.cl

-www.walmart.com

-www.bcba.sba.com.ar

-www.yahoofinance.com

-www.bloomberg.com

-[pages.stern.nyu.edu / adamodar/](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/) (Damodaran)

-www.indec.gov.ar

-www.cnv.gob.ar

-www.euromonitor.com