

UNIVERSIDAD
AUSTRAL



Maestría en Finanzas - Trabajo Final

“Valuación de Empresas: Dinamarca PR”

Alumno: Lic. Maximiliano Bagilet

Tutor: MSc. Federico Orsi

Índice

| | |
|--|----|
| 1. Introducción | 3 |
| 2. Marco Teórico..... | 4 |
| Conceptos Básicos sobre Valuación | 4 |
| a) Valor y precio | 4 |
| b) Metodologías de valuación..... | 5 |
| Método del Flujo Descontando (DFC) | 6 |
| a) Determinación del valor operativo de la compañía | 7 |
| b) Determinación del <i>equity value</i> antes de ajustes. | 10 |
| c) Testeo y sensibilización de los resultados. | 12 |
| d) Cálculo del valor del DCF e interpretación de los resultados. | 12 |
| Opciones Reales..... | 13 |
| a) Tipos de opciones reales..... | 14 |
| 3. Características De Las Pymes | 16 |
| 4. Análisis Del Caso..... | 19 |
| Bases fundamentales para el proceso inicial de valuación. | 19 |
| Recopilación de Información y Análisis de la Empresa y su Entorno..... | 20 |
| Escenario Base | 24 |
| Estado de Resultados | 25 |
| a) Ventas | 26 |
| b) Costos, Gastos y Otros Ingresos..... | 26 |

| | |
|--|----|
| Valuación del Escenario Base..... | 31 |
| Valuación de Escenarios Alternativos | 33 |
| Escenario Pesimista | 34 |
| Escenario Optimista | 36 |
| Valuación Mediante Métodos Alternativos: Opciones Reales | 40 |
| 5. Conclusiones Finales | 45 |
| Bibliografía | 47 |
| Anexos | 48 |
| Anexo 1 | 48 |
| Anexo 2 | 49 |
| Anexo 3 | 50 |
| Anexo 4 | 51 |
| Anexo 5 | 52 |
| Anexo 6 | 53 |
| Anexo 7 | 54 |
| Anexo 8 | 55 |
| Anexo 9 | 56 |

1. Introducción

Durante las últimas décadas ha aumentado significativamente la importancia en la valoración de las empresas con el objetivo de cuantificar los factores que crean o destruyen valor para el accionista o socio, buscando la maximización de ese valor. Este proceso requiere llevar a cabo un proceso metodológico que va más allá de la simple teoría financiera, sumando el uso del sentido común, para así lograr cuantificar los elementos que constituyen el capital propio de la compañía su actividad, su potencialidad o cualquier otra característica que pueda ser valorada, intentando obtener una estimación de valor o un rango de valor justificable.

En el ámbito de las PYME, la valoración requiere de un esfuerzo extra ya que la metodología a aplicar muchas veces no sea suficiente, por las características propias de este tipo de empresas, el sector que componen y sobre todo la región geográfica, haciendo que muchas veces los estados financieros no sean reales o sean incompletos.

El presente trabajo, se centrará en la valuación de Dinamarca SRL con el objetivo de evaluar la estrategia del negocio y obtención de potenciales inversores estratégicos por el método del Descuento de Flujo de Fondos. A su vez, se propondrá como método alternativo la aplicabilidad de Opciones Reales para el supuesto de que existe un posible inversor que se haga con la compañía. Para ello se realizará la siguiente metodología:

- 1) Comprender las bases fundamentales de la valuación: objetivo, tipo de valor, premisa de valor, nivel de valor, fecha de valuación
- 2) Recopilación y Análisis de la Empresa y su Entorno: macro, industria, empresa.
- 3) Identificación y Comprensión de los Value Drivers de la Empresa.

- 4) Selección y Aplicación de las Metodologías de Valuación tradicionales y no tradicionales.
- 5) Presentación de los Resultados y Conclusiones.

Este proceso tendrá como característica fundamental que la PYME se encuentra ubicada en Argentina, condicionando todos los factores a tener en cuenta, principalmente la situación financiera y económica con respecto al país y sus consecuencias en este tipo de empresas o sector.

2. Marco Teórico

Conceptos Básicos sobre Valuación

a) Valor y precio

La valoración de una empresa es el proceso por el cual, a partir de la aplicación de conocimientos técnicos y del sentido común, se busca cuantificar los elementos que constituyen el capital propio de una empresa, sus actividades, value drivers, potencialidad y cualquier característica que pueda ser valorada. Este proceso se considera tanto una ciencia como un arte, e implica llevar un proceso completo y holístico de análisis.

La diferencia fundamental entre valor y precio, es que este último es la cantidad a la cual el vendedor y el comprador acuerdan realizar efectivamente la operación de compra. Con lo cual se concluye que el valor es más bien un precio teórico, mientras que el precio es el valor efectivamente pagado o acordado.

La valuación de empresas es importante en la gestión ya que permite valorar las mejores estrategias para identificar los factores que crean o destruyen valor para el accionista. Las características fundamentales de una valuación son:

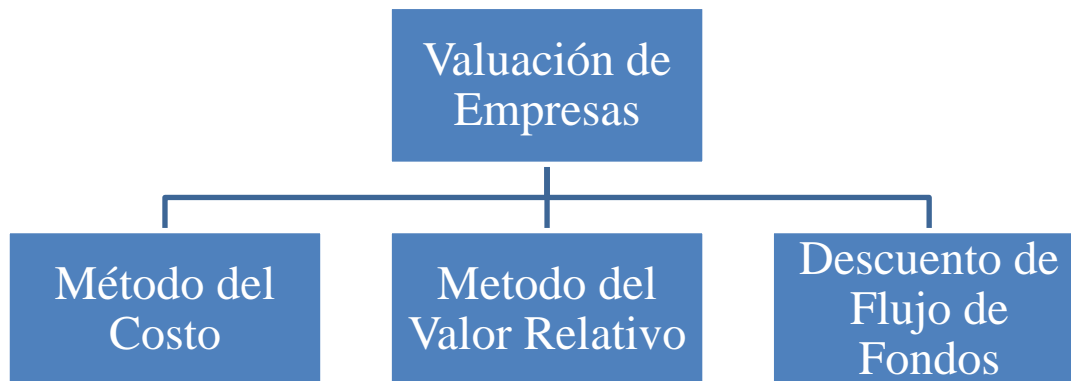
- Subjetividad: Todas las valoraciones están sujetas a supuestos discretionales.
- Para quién: Depende de quien la va a usar.
- Precisión: Existe una opinión de valor, no es solo matemática.
- Complejidad: Utilizar modelos simples a veces es mejor.
- Especificidad: El objetivo es específico.
- Temporalidad: A una fecha determinada.
- Intuición: a la par de la teoría financiera.

b) Metodologías de valuación

El valor de una empresa proviene de la capacidad de la misma para generar flujos de fondos, con lo cual se considera siempre que el método más apropiado para valorar una compañía es a través del valor presente de los flujos futuros esperados, ajustados a una tasa de descuento en relación al riesgo propio de negocio y su riesgo coyuntural.

A pesar de ello, y según lo indicado por el *Corporate Finance Institute* en su manual de Métodos de Valuación (2019) existen otros métodos también aceptados:

Cuadro 1: Métodos de Valuación



Fuente: Elaboración propia tomando como base la clasificación del Corporate Finance Institute (2019).

Market Approach o Valuación relativa o por Múltiplos: Mide el valor del equity a través de la aplicación de múltiplos sobre alguna variable clave de la compañía tales como las ventas, el EBITDA, la liquidez, etc. Solo es aplicable para compañías comparables o transacciones similares.

Cost Approach: Determina el valor del equity de una compañía a través de las estimaciones de los valores de mercado de cada activo incluido en ella, neteando a la vez todo pasivo con su respectivo valor de mercado. La diferencia determina el valor del capital.

Además, se puede mencionar como métodos alternativos, pero no definitivos, el valor contable, el valor contable ajustado, el valor de liquidación y el valor sustancial, siendo este último la inversión que debería realizarse para constituir una empresa idéntica a la valuada.

Método del Flujo Descontando (DFC)

El método del DFC estima el valor de una compañía como el valor presente de sus flujos de fondos esperados. Esto requiere de tres principales factores:

- 1) Los flujos propiamente dichos.
- 2) El momento en que se generan los flujos.
- 3) El riesgo de esos flujos proyectados.

El DFC implica un análisis detallado de ingresos, costos, inversiones de capital de trabajo, inversiones en activos fijos, la estructura de capital, el costo del capital y el valor residual estimado. Estas variables se descuentan a una tasa en función de su riesgo, la cual debe considerar el valor tiempo del dinero, la inflación, y el riesgo inherente a la empresa, entre otras cosas.

El Cash Flow representa los verdaderos flujos de caja de la compañía, tomando el criterio de lo percibido. Para pasar del EERII al CF, se deberán hacer varios ajustes, entre los que se destacan las depreciaciones y amortizaciones (D&A), las inversiones en CAPEX y los ajustes de capital de trabajo (WK).

a) Determinación del valor operativo de la compañía

Análisis Financiero Histórico

Si bien se busca estimar flujos de fondos futuros, obtener los flujos de fondo pasado para predecir los próximos es esencial, es por ello que se requiere buscar la información más detallada posible, para poder calcular el EBITDA, realizar ajustes en los Estados Contables, elaborar ratios para su respectivo análisis, realizar una comparación con la industria y realizar análisis de los EEFF tanto verticales como horizontales.

Estimación de la Tasa de Descuento

La tasa de descuento se define como la tasa de retorno requerida por los inversores para adquirir un determinado *cash flow*, en función de su riesgo, y es utilizada para determinar el valor que

un inversor pagaría hoy por los flujos futuros. En el caso del *Free Cash Flow*, la tasa *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) es la tasa a ser utilizada, y refleja el costo de oportunidad para todos los proveedores de capital.

$$\text{WACC} = (D / D+E) * k_d * (1-T_c) + (E / D+E) * k_E$$

El *Cost of Debt* es la tasa de interés de mercado de largo plazo a la que la empresa podría endeudarse, corregido el escudo fiscal. El *Cost of Equity*, por su parte, es el retorno exigido por el accionista, y puede ser calculado por diferentes métodos: CAPM, Fama French, APT y CAMP Modificado.

La **tasa libre de riesgo** es la tasa de referencia con riesgo tendiente a cero y que por lo general se recomienda usar el rendimiento de bonos del tesoro de países como EEUU, Alemania o Inglaterra, aunque la tasa del tesoro de EEUU a 10 años es la que se utiliza por usos y costumbres.

El *Equity Risk Premium* es el retorno adicional requerido por los inversores sobre la tasa libre de riesgo, para compensarlos por el riesgo incremental de su negocio.

El **coeficiente beta**, por otro lado, es el riesgo marginal que un activo individual aporta a un portfolio diversificado, medido como proporción del riesgo de dicha cartera, es decir, cuanto mayor el β , mayor el riesgo. En primer lugar, se debe calcular el β de un grupo de compañías comparables y luego desapalancar el β de cada comparable.

Pronóstico de la performance futura

El método del flujo de fondos descontados implica definir un horizonte de proyección y proyectar no sólo ventas y costos, sino también todas las inversiones en capital de trabajo y en activos fijos para llegar a verdaderos flujos de caja. Además, como el objetivo de las empresas es perdurar a lo largo del tiempo, para los *cash flows* más allá del período explícitamente

proyectado se estima un valor terminal. Por último, todos estos CF deben ser descontados a la fecha de valuación a una tasa acorde a su riesgo a fin de arribar al valor de la compañía.

$$\text{Valor} = \text{VP CF periodo explicito} + \text{VP del valor terminal}$$

| |
|----------------------------------|
| FREE CASH FLOWS |
| Ventas Netas |
| -Costo de la Mercaderia Vendida |
| <hr/> |
| Resultado bruto |
| -Gastos Operativos |
| <hr/> |
| EBITD |
| -Depreciaciones y Amortizaciones |
| <hr/> |
| EBIT |
| -IGA |
| <hr/> |
| NOPLAT |
| +D&A |
| -Variación WK |
| -Inversiones en Capex |
| <hr/> |
| FRE CASH FLOW |

Descuento de los FCF del período explícitamente pronosticado.

Los FF de una empresa se producen a través del tiempo y no en un momento único (año). Por lo tanto, para poder obtener un descuento de FF acorde, se agrupa estos flujos en un momento de tiempo determinado, asumiendo que los fondos son recibidos a fin de cada año o uniformemente a lo largo de todo el año (factor a mitad de año).

Cálculo del valor terminal y su valor presente.

El valor terminal es el valor de la compañía posterior al período explícitamente proyectado, como empresa en funcionamiento, bajo condiciones estables y asumiendo su continuidad por un periodo indefinido de tiempo. La clave está en la utilización de una fórmula para su cálculo, eliminando así la necesidad de pronosticar en detalle los *cash flows* más allá del período explícito.

Este VT puede ser calculado como un múltiplo de salida (asumiendo la venta de la empresa) o mediante el Modelo de Gordon:

$$\text{Valor Terminal} = \text{FCF } t+1 / \text{WACC} - g$$

Una vez obtenido este VT, se deberá descontar el mismo a su Valor Terminal Presente.

Cálculo del Enterprise Value de la compañía.

Sumando el Valor Presente de los FCF del período explícitamente pronosticado y el Valor Presente del valor terminal se arriba al valor de la compañía. Este valor representa el VP de todos los *cash flow* que la empresa espera generar hasta la perpetuidad por sus operaciones habituales, disponibles para ser distribuidos entre todos sus inversores, ya sean de deuda o de equity. Es importante remarcar que el Enterprise Value no incluye ninguna partida financiera ni no operativa. Los activos no operativos deben ser valuados por separado y luego adicionados al Enterprise Value, mientras que aquellos pasivos cuyos *cash flows* no han sido considerados para el cálculo del enterprise value deben ser evaluados separadamente y sustraídos de dicho valor, a fin de arribar al valor del capital propio. En la práctica, la deuda suele evaluarse directamente a su valor libro.

b) Determinación del *equity value* antes de ajustes.

Luego de obtener el valor de las operaciones de la compañía, neteando el activo no operativo y el pasivo financiero, se debe evaluar la aplicabilidad de ciertos ajustes por control y liquidez con el fin de arribar a una estimación final de valor.

$$\text{Equity Value} = \text{Enterprise Value} + \text{Activos No Operativos} - \text{Deuda Financiera}$$

Prima-Descuento por Falta de Control

La Prima por Control es el valor adicional inherente de quien posee la mayoría accionaria (más 50% de las acciones) que refleja su poder de control, mientras que el Descuento por Falta de Control se define como la reducción de la parte proporcional del valor de todo el negocio, que refleja la ausencia del poder de control. Es decir, el descuento por minoría es lo opuesto a la prima de control. Este factor de ajuste tiene su explicación en que el control mayoritario trae aparejado una serie de derecho que la minoría no posee, tales como, dictar las políticas, contratar, comprar y vender activos y definir la estructura de capital, entre otras. En conclusión, la falta de control disminuye el valor de la participación en una compañía, sugiriendo un ajuste a su valor.

Prima-Descuento por Falta de Liquidez.

La liquidez se entiende como la posibilidad de convertir un activo en caja rápidamente, minimizando los costos de transacción y administrativos, con un alto grado de certeza de obtener los resultados esperados. La falta de liquidez disminuye el valor de la participación en una compañía, sugiriendo un ajuste a su valor.

Según Juana Cañadas y Pilar Belmonte (La Aplicación de Primas y Descuentos en la Valoración de Empresas, U. de Almería), la comercialización o liquidez es uno de los atributos más apreciados por los inversores quienes, racionalmente, prefieren las inversiones fácilmente negociables o líquidas frente a aquellas que no lo son. La literatura (Tabak, 2002; Lance, 2007 y Reilly y Rotkowsky, 2007) reconoce la existencia de dos modelos para la estimación del descuento por liquidez. En primer lugar, los **modelos empíricos** que estiman el descuento basándose en información extraída de los mercados financieros. Actualmente, se acepta la existencia de dos metodologías para la aproximación del descuento: la *“Restricted Stock Approach”* y la *“Initial Public Offer Approach”* (IPO). Los estudios enmarcados bajo ambas

metodologías componen lo que se conoce como “cuerpo de referencia” utilizado generalmente para la aplicación de dichos descuentos. No obstante, existe una tercera aproximación, la “Valuation Multiplier Approach” que, junto a otros estudios caracterizados por utilizar técnicas de naturaleza estadística, y que se han denominado como “otras aproximaciones empíricas”, terminan de componer el grueso de las investigaciones de esta naturaleza. En segundo lugar, **los modelos teóricos** que utilizan los fundamentos que sustentan la teoría de las opciones financieras y el descuento de flujos de caja para hallar un mecanismo de estimación.

c) Testeo y sensibilización de los resultados.

El Descuento de Flujos de Fondo requiere alta sensibilidad a los supuestos mostrados en las proyecciones, los cuales dependen de las expectativas gerenciales respecto al desenvolvimiento de la performance de la empresa, de la coyuntura micro y macroeconómicas y de la fecha de valuación.

Entre los testeos requeridos se puede mencionar el chequeo matemático y contable, la razonabilidad y coherencia de los datos, la determinación de distintos escenarios y la generación de datos aleatorios en base a distribuciones de probabilidad y análisis de los resultados.

d) Cálculo del valor del DCF e interpretación de los resultados.

El resultado del análisis puede arrojar un valor exacto o un rango de valor. Independientemente del tipo de resultado, la valuación debe tener con fin ser una guía para tomar cualquier decisión de negocios, y por lo tanto este resultado debe ser analizado e interpretado desde la perspectiva de la decisión a tomar. No existe una sola valuación correcta, sino que la interpretación le dará la validación exacta, recordando siempre que este resultado es una estimación sin el objetivo de arribar a un valor final y único y definitivo, y solamente aplicando la teoría financiera.

De esta manera, se llega a la conclusión que la valuación es tanto un arte como una ciencia, lo que implica no solamente seguir una metodología y aplicación de fórmulas, sino también en la aplicación del sentido común.

Como principales críticas, el DFC se basa en estimaciones futuras, que pueden ser subjetivas y sesgadas, son difíciles de definir en el horizonte de proyección y la tasa de descuento a utilizar muchas veces es difícil de determinar.

Opciones Reales

Cómo se ha desarrollado previamente, la valuación de una empresa es esencial para conocer el valor financiero de un proyecto de inversión, y a su vez conocer la viabilidad del negocio en marcha o de una posible compra por parte de inversores. En este último caso, el DFC se muestra como un método más que aceptado para mostrar el valor de una empresa, sin embargo, existen métodos alternativos para tomar decisiones de inversión, como es el caso de las opciones reales.

Las Opciones Reales (OR) consisten en el derecho (y no la obligación) de emprender una acción, como postergar, expandir, contratar o abandonar, a un costo y en un periodo determinado durante la vigencia de la opción. Las OR involucran seis características fundamentales:

El valor del activo subyacente: es el valor del proyecto resultante y como valor presente neto.

El precio de ejercicio: es la cantidad de dinero que se invierte para ejercer la opción o que se recibe.

El tiempo de vencimiento de la opción: es el tiempo de espera durante el cual la oportunidad de inversión es válida.

El desvío estándar: el valor de la opción aumenta con el riesgo del activo subyacente, ya que el valor pagado por la opción de compra depende del exceso del precio del activo sobre el

precio de ejercicio, y la probabilidad de tal evento se incrementa al aumentar la volatilidad del activo subyacente. Se trata del riesgo que existe sobre la inversión.

La tasa libre de riesgo: el costo de oportunidad de invertir ese dinero en otro proyecto libre de riesgo.

Los dividendos: los flujos de caja durante la vida del proyecto, o sea, los costos de preservar la opción de la inversión, o bien los flujos de caja perdidos cuando un competidor toma la delantera en el ejercicio de la opción.

a) Tipos de opciones reales

Hay distintos y variados tipos de opciones reales, con objetivos tales como opciones contractuales de concesiones y franquicias, opciones de crecimiento, ampliación, investigación, aprendizaje, nuevos negocios y clientes u opciones de flexibilidad tales como el plazo de una inversión, la reducción de un proyecto, el uso alternativo de una inversión o la renegociación de contratos. Entre ellas, se pueden mencionar como principales, las siguientes:

Opciones de crecimiento

Proporciona a su propietario el derecho de adquirir una parte adicional del mismo a cambio de un costo adicional. Es decir, la opción de compra sobre una parte adicional del proyecto o negocio con un precio de ejercicio igual a A_e .

Un ejemplo es la opción de ampliar la escala productiva como estrategia para la capitalización de futuras oportunidades de crecimiento. Estas opciones crean infraestructura y oportunidades para una expansión posterior y por son un valor estratégico.

En muchos casos las empresas hacen inversiones en otros negocios porque esto les permite hacerse indirectamente a su vez de otro tipo de inversión.

Opciones de abandono

Proporciona la posibilidad de vender, liquidar o abandonar un determinado proyecto a cambio de un precio.

Este tipo de opciones aparecen cuando inversores comprometen determinada cantidad de dinero en una nueva empresa, pero lo hacen por etapas, asegurándose la opción de abandonar el mismo si el futuro se vuelve incierto. Para ilustrar este tipo de opciones, se asume que V es el valor remanente de un proyecto si este continúa y L es el valor de abandono o liquidación de ese proyecto en un mismo punto de tiempo. Si el proyecto tiene una vida de n años, entonces el valor de continuar con el proyecto puede ser comparado con el valor de liquidación. Si el valor por continuarlo es mayor, entonces el proyecto debería continuar, si en cambio el valor de abandonar es mayor, entonces el tenedor de esta opción puede considerar abandonarlo.

Payoff de un tenedor de una opción de abandono = 0 si $V > L$

Payoff de un tenedor de una opción de abandono = $L - V$ si $V \leq L$

Opciones de espera

Las inversiones son analizadas por lo general en base al flujo de fondos esperado a una tasa de descuento a un momento determinado. Un proyecto que tiene VAN negativo es, en teoría, rechazado, aunque ese mismo VAN con el paso del tiempo puede cambiar a positivo y ser aceptado. En un contexto normalizado, un proyecto que hoy no es rentable, quizás se vuelva rentable con el paso del tiempo.

Se asume que un proyecto requiere de una inversión inicial de X , y que el VAN del flujo es hoy V . El Valor Presente Neto de los flujos es igual a la diferencia entre V y X .

Por otro lado, se asume que el inversor tiene derechos exclusivos sobre este proyecto por los próximos n años, y también se asume que el valor presente de los flujos puede variar durante n años, por cambios del flujo de caja o de la tasa de descuento.

Si $V > X$, se toma el proyecto.

Si $V < X$, se rechaza el proyecto (hoy).

Si la empresa no invierte en este proyecto, no incurre en ningún *cash flow* adicional, solo perderá lo que se invirtió originalmente en el proyecto.

3. Características De Las Pymes

Las principales características que diferencian a las pequeñas y medianas empresas de las grandes compañías se relacionan, en gran medida, con el volumen de operaciones o facturación.

Según la Ley 24.467 y sus modificaciones, se considera PYME a una micro, pequeña o mediana empresa que realiza sus actividades en el país, en alguno los estos sectores: comercial, servicios, comercio, industria o minería o agropecuario. Puede estar integrada por varias personas según la actividad y sus ventas totales anuales en pesos no pueden superar los montos establecidos según su categoría.

Tabla 1: Categoría de PYMES a Marzo 2020

| CATEGORIA | CONSTRUCCION | SERVICIOS | COMERCIO | INDUSTRIA | AGRO |
|------------------|----------------|----------------|------------------|------------------|----------------|
| MICO | \$ 15.230.000 | \$ 8.500.000 | \$ 29.740.000 | \$ 26.540.000 | \$ 12.890.000 |
| PEQUEÑA | \$ 90.310.000 | \$ 50.950.000 | \$ 178.860.000 | \$ 190.410.000 | \$ 48.480.000 |
| MEDIANA 1 | \$ 503.880.000 | \$ 425.170.000 | \$ 1.502.750.000 | \$ 1.190.330.000 | \$ 345.430.000 |
| MEDIANA 2 | \$ 755.740.000 | \$ 607.210.000 | \$ 2.146.810.000 | \$ 1.739.590.000 | \$ 547.890.000 |

FUENTE: AFIP

Además, es importante aclarar que no son consideradas PYMES, aquellas empresas que, a pesar de reunir los requisitos antes mencionados, se encuentran controladas por o vinculadas a empresas de grupos económicos que no reúnan tales requisitos.

Las PYMES, son en general, de orígenes familiares o unipersonales de carácter emprendedor que se inician en su mayoría por créditos o pequeñas inversiones. Estas empresas son gerenciadas y manejadas horizontal y verticalmente por una misma persona o grupo familiar, dejando solo a terceras decisiones de tipo operativas.

Según Sergio Daniel Sucasas (2004), podemos identificar como principales características de las PYMES argentinas, cuyo impacto en la valuación se considera oportuno mencionar:

1) Concentración propietaria en pocos individuos

En este tipo de empresas, el capital accionario o societario corresponde a un número reducido de personas, las cuales ejercen el control absoluto de la compañía y los criterios personales y deseos individuales afectan la administración y la toma de decisiones.

2) Estructura organizacional

Las PYMES no cuentan con una óptima división de tareas, en este sentido es muy común que, en este tipo de organizaciones, los accionistas tengan funciones a nivel directivo, gerencial y muchas veces hasta operativo. Esto implica en muchos casos una falta total de conocimientos técnicos específicos, lo que afecta indudablemente a la toma de decisiones, como lo son las decisiones financieras. Se basan en las experiencias más que en el conocimiento.

Todo esto lleva a una dificultosa valuación de las acciones de cada uno de los directores y gerentes, y el peso de los recursos humanos en la toma de decisiones.

3) Nivel de capacitación de los RRHH

En general, los socios fundadores de las pequeñas y medianas empresas no tienen una formación específica académica. Muchos de ellos son profesionales, pero, aun así, basan sus decisiones en la experiencia y no en el conocimiento académico. Esta característica se derrama verticalmente, teniendo muchas veces áreas administrativas o comerciales pocos profesionalizados.

4) Planeamiento estratégico y táctico

El desarrollo de las PYMES se realiza en general sin un planeamiento estratégico y táctico, lo cual dificulta muchas veces venderlas como un proyecto con claros fundamentos más allá de las variables cuantificables. Esto, sumado a la coyuntura local, las decisiones se basan en aspectos intuitivos sin demasiada información para evaluar el proceso de toma de decisiones.

5) Disponibilidad de información contable financiera

Quizás el punto más importante a la hora de iniciar el proceso de valuación, es la informalidad en las operaciones de la compañía, lo cual lleva a dificultar la obtención de datos contables y financieros, con estados contables simples solo para cumplir normativas legales y fiscales.

6) Poca diversificación de las operaciones

En general, las PYMES están conformadas por una o algunas unidades operativas que desarrollan su gestión en una sola ubicación, con una baja diversificación en el origen de sus ventas, concentrándose en un solo mercado. Es por ello, que la exposición a la coyuntura o cambios en el mercado, tendrán mayor impacto sobre estas empresas: cambios en la economía local, condiciones de la economía externa, acción de la competencia, cambios tecnológicos, etc.

4. Análisis Del Caso

Bases fundamentales para el proceso inicial de valuación.

Se centrará el objetivo de la valuación en la posible **obtención de socios estratégicos o inversores a partir de la venta total o parcial de las participaciones de cada socio**, teniendo este objetivo un impacto muy importante en las bases fundamentales para la toma de mejores decisiones en una coyuntura de crecimiento y apertura hacia nuevos negocios. Si bien los objetivos de evaluación son diversos y específicos de cada empresa, creemos importante mencionar que una buena planificación estratégica, tendrá impacto inmediato en todos los demás potenciales objetivos de valuación, tal como la potencial obtención de socios estratégicos, de los cuales la empresa, por sus características, tendrá que requerir en un futuro cercano.

En cuanto al tipo de valor, se llega a la conclusión que utilizar el **Valor Justo de Mercado** o *Fair Value Market*, coincidirá con un mejor acercamiento a los requerimientos de los socios, ya que, si bien no está pensando en el corto plazo la venta de la compañía, es fundamental conocer el valor del negocio en marcha y si este valor coincide o no con la planificación actual y permitir el análisis de posibles cambios con respecto a esa planificación existente. Se descarta por un lado el Valor Para el Inversor, por ser una empresa muy joven, con pocos requerimientos específicos por parte de los propietarios y se descarta a su vez el Valor de Liquidación y el Valor Libro, por ser modelos pocos reales para las características de la empresa, el sector y el país en donde opera.

En cuanto a las premisas de valor, se puede concluir que utilizar el supuesto del **Going-concern Value** se adaptará mejor a las necesidades de la empresa, en pleno crecimiento y con gran potencial en la generación de futuros *cash flows*. Esta premisa tiene en cuenta la contribución de todos sus activos a la generación de los mismos, tanto tangibles como intangibles, tales

como los recursos humanos, una planta operativa, una marca reconocida, capital de trabajo, licencias, sistemas, procedimientos en orden, entre otros. Se descarta así la premisa de la Liquidación, por no coincidir con las características fundamentales del objetivo de valuación. Se evaluará el 100% del capital propio, determinando luego el grado de liquidez y ajuste por control correspondientes.

Este informe determinará como fecha de valuación el **01/03/2020**

Recopilación de Información y Análisis de la Empresa y su Entorno

Dinamarca PR SRL es una empresa argentina registrada en el año 2016, con el objetivo de ofrecer servicios de publicidad, representación pública y medios. En su página web, además, se definen como productores de ideas, generadores de audiencias y medidores de medios. Si bien su registro es reciente, la empresa como unipersonal funcionaba unos años antes, aunque con total marginalidad, hasta el año 2016 cuando los tres socios fundadores decidieron enmarcarse en una sociedad de responsabilidad limitada.

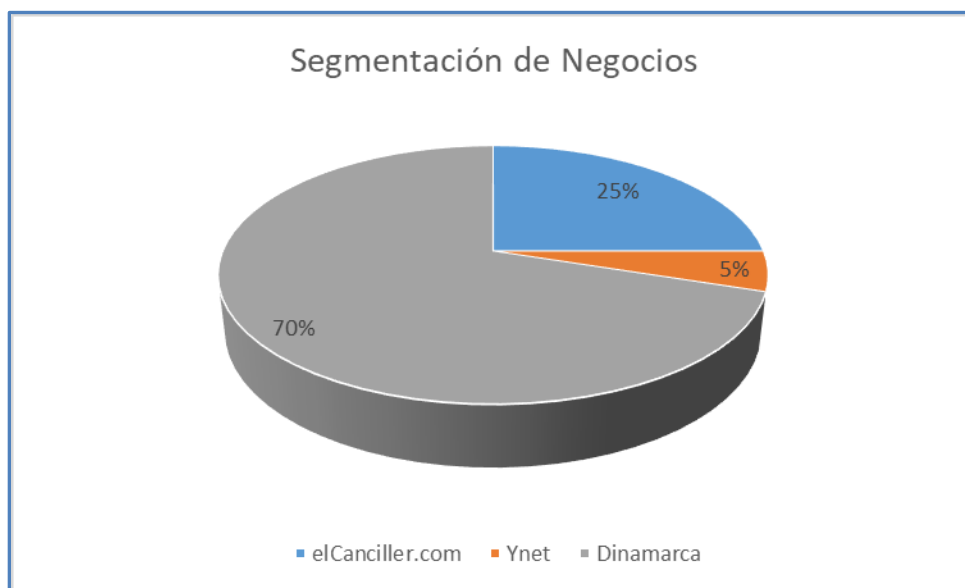
Su mercado objetivo se centra en artistas, políticos y personalidades reconocidas, con clara exposición pública, pero también en empresas que requieran cierto posicionamiento comercial o de mercado. La empresa diseña sus estrategias de forma personalizada y el canal de ventas es directo, con la premisa fundamental de la confidencialidad absoluta.

La empresa cuenta con tres productos bien identificados: por un lado, **Dinamarca**, como la empresa madre, y por otro lado con **elCanciller.com** e **Ynet** en español, compartiendo estos dos últimos los mismos recursos.

El Canciller es un medio creado por Dinamarca, como respuesta al principal servicio ofrecido: posicionamiento en medios a través de una novedosa plataforma digital de actualidad y noticias. Cuentan con una redacción compuesta por jóvenes profesionales expertos en la

distribución de contenidos en Internet, quienes suman esfuerzos para publicar las cuestiones neurálgicas del AMBA, en una agenda que incluye además internacionales, gossip y deportes con actualización segundo a segundo.

Ynet, por otro lado, es el principal medio de noticias de Israel, propiedad de Yedioth Ahronoth que opera en todo el mundo y Dinamarca posee la licencia local. El posicionamiento estratégico en este medio se debió al gran número de integrantes de la comunidad judía argentina, los cuales en muchos casos son clientes de Dinamarca a través de contactos hechos durante los últimos años.

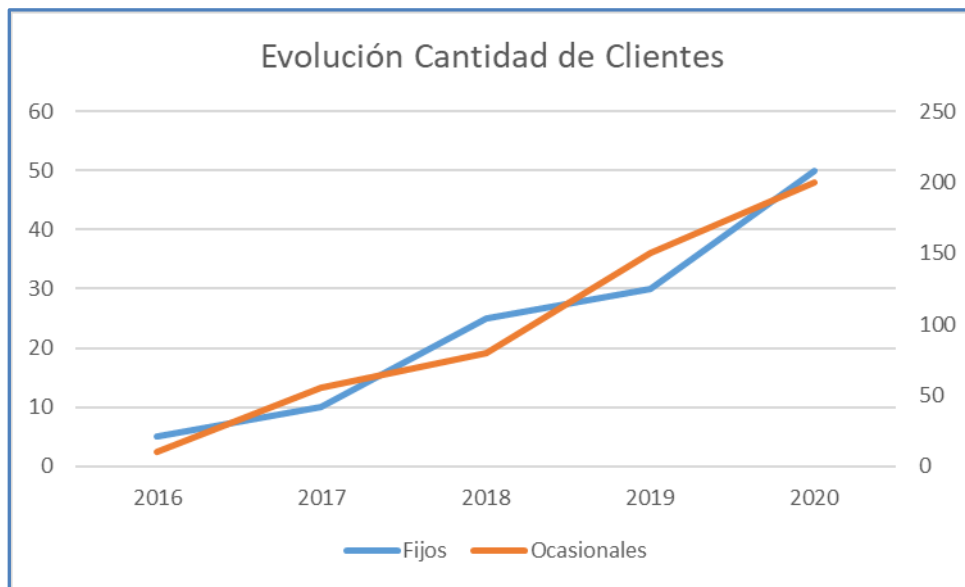


Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de entrevistas.

Actualmente el grupo Dinamarca posee sus oficinas en el barrio de Palermo, en CABA, contando al momento de la valuación con un total de 15 empleados entre administrativos, comerciales y operativos. Esta estructura es complementada con la contratación de *freelancers*, principalmente para el área de diseño, imagen y sonido. Originalmente la idea de los fundadores era tener una estructura propia, pero por cuestión de costos y sobretodo por la capacitación que requiere un servicio como ese, se decidió tercerizar esto en agencias o en profesionales

independientes hasta tener una base de clientes grande que justifique la incorporación de estos puestos.

En la actualidad la empresa cuenta con una cartera promedio de 50 clientes fijos, aunque la rotación es alta por el tipo de negocio y el tipo de servicio que se ofrece, esto hace que haya también muchos clientes esporádicos con necesidades específicas y sin contratos anuales. Este dato si bien número parece simplemente informativo, es el principal dato que tienen en cuenta a la hora de ver la evolución del negocio. Como se mencionó anteriormente, el negocio funciona bajo recomendaciones de “boca en boca”, aumentando el número de clientes fijos, y diversificando los sectores a los cuales se llega, se obtienen mejores respuestas comerciales.



Fuente: Elaboración propia a partir de datos obtenidos de entrevistas.

En cuanto al mercado, la competencia directa está compuesta por dos empresas del sector: Dift.co y Encender Comunicación, ambas de Buenos Aires, aunque con nichos de mercado algo diferenciados, teniendo Dinamarca amplias ventajas competitivas en el sector político, de gran demanda en sus servicios.

Debido al tipo de negocio, el *Market share* es desconocido, aunque Dinamarca por su tamaño y su corta antigüedad en la industria, todavía está debajo de sus competidores en posicionamiento de mercado.

Como se ha mencionado con anterioridad, el objetivo de la valuación es la de captar nuevos inversores a través de la venta parcial o total de las participaciones actuales, pero a su vez, y no menos importante, la incorporación de un equipo de profesionales que lleve a la empresa hacia un nuevo nivel o un simple inversor que quiera comprar la compañía. Esto se venía buscando desde hacía algún tiempo, cuando los principales socios se daban cuenta de que su experiencia y conocimientos, deberían ser a su vez complementados con una fuerte influencia de perfil profesional o académico. Se decidió continuar con el negocio, teniendo como socio minoritario a un profesional de las ciencias económicas, pero sin un elevado o marcado perfil.

Consolidándose toda la operatoria, se decidió por iniciar el proceso de evaluación para vender el negocio parcialmente a potenciales inversores que habían estado interesados en varias oportunidades en ingresar al negocio, pero que los socios de Dinamarca habían desistido por desconocimiento o por pensar que la empresa tenía un potencial mucho mayor a lo que esos inversores pensaban tenía en su momento. Con el paso del tiempo, quedó demostrado que los socios fundadores terminaron teniendo razón, aunque también es válido mencionar que las valuaciones que ellos manejaban, estaban viciadas de marginalidad, por ser una empresa nueva y con operatorias por fuera del balance contable legal.

A partir de esta propuesta, se inicia el proceso de valuación con la metodología antes descrita y con el establecimiento de tres supuestos bien diferenciados: el supuesto base, que es la proyección de un escenario de crecimiento normal, basándose en la historia de la empresa y en las variables micro y macro económicas obtenidas a la actualidad, y por otro lado dos

escenarios extras, uno negativo o pesimista y otro optimista, tomando como punto de comparación el escenario base.

La empresa cuenta con todas las características descritas en el marco teórico, las cuales dificultan en gran medida la obtención de datos claros para realizar los supuestos. En base a eso, el sentido común obliga al ajuste de muchos ítems que no eran claros al momento de analizarse los estados contables y financieros

Escenario Base

A partir de las entrevistas realizadas con la empresa, y tomando como base datos históricos desde 2017, se elaboró el escenario base a partir del cual se realizó la evaluación. Se tuvo en cuenta el factor *marginalidad* para el registro de datos, es decir, todos los datos que, por la coyuntura local, quedan fuera de la información contable informada. Para el año 2018, por ejemplo, el crecimiento en ventas real es menor al informado, por presentar el acumulado no contabilizado durante 2017. Con lo cual, para este tipo de datos, se usó un promedio y a su vez un factor subjetivo consecuencia de las entrevistas realizadas.

Sobre esta base, se tomaron datos macroeconómicos elaborados por el Banco Central de la República Argentina (BCRA) en su informe de Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) para el mes de febrero de 2020.

Tabla 2: Proyecciones Datos Macroeconómicos (2020 – 2025)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EXPECTATIVAS DE INFLACION ANUAL | 40% | 31% | 27% | 24% | 21% | 19% |
| EXPECTATIVAS DE TASA DE INTERES | 30% | 24% | 19% | 15% | 12% | 10% |
| TIPO DE CAMBIO NOMINAL (MEP) | \$ 100 | \$ 124 | \$ 148 | \$ 171 | \$ 191 | \$ 210 |
| EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO | -1,20% | 1,70% | 2,00% | 2,50% | 3,00% | 3,50% |

Fuente: Elaboración propia en base a datos del REM (BCRA – marzo 2020) e informes privados

Entre otros datos se utilizaron, tasas de interés, crecimiento del PBI, inflación y valor nominal del tipo de cambio. Debido al límite temporal de las proyecciones informadas por el BCRA, y teniendo en cuenta que esta valuación requiere de una proyección de flujos de al menos 5 años, en este caso, muchos datos fueron ajustados para obtener valores acordes. Con respecto al tipo de cambio nominal, se decidió, dadas las restricciones al acceso al Mercado Único y Libre de Cambio (MULC), el uso del Dólar MEP como valor de referencia, y su respectivo ajuste interanual en base a la proyección de la tasa de interés de referencia del BCRA. Esta justificación se basa en el hecho de que, si los propietarios vendieran la empresa, solo podrían comprar con esos pesos moneda extranjera en el mercado bursátil.

En el siguiente cuadro se puede ver el crecimiento de los ingresos por ventas y los costos directos e indirectos imputados en función de las variables macroeconómicas proyectadas. En el caso de los costos se tomó, como antes fue explicado, la inflación como índice de indexación directa.

Tabla 3: Tasas de Variación Anual para Proyección de Flujos

| | VARIACION ANUAL | | | | | |
|--|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| CRECIMIENTO ECONOMIA ARGENTINA | -1% | 2% | 2% | 2% | 2% | 2% |
| VARIACION VENTAS | 35% | 35% | 35% | 35% | 35% | 35% |
| COSTOS DE SERVICIOS | 40% | 31% | 27% | 24% | 21% | 19% |
| GASTOS DE ADMINISTRACION Y COMERCIALIZACION | 40% | 31% | 27% | 24% | 21% | 19% |
| GASTOS DE FINANCIACION | 30% | 24% | 19% | 15% | 12% | 10% |
| INGRESOS BRUTOS | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% |
| INGRESOS FINANCIEROS | 42% | 31% | 25% | 20% | 20% | 20% |

Fuente: Elaboración Propia

Estado de Resultados

Se detalla en el Anexo 1 el Estado de Resultados, conteniendo:

a) Ventas

Para la proyección de las ventas, se tomó como referencia y piso el último período reportado por la empresa en 2019, teniendo en cuenta un decrecimiento de la economía argentina de alrededor del 3% para el mismo período. Es decir, con las proyecciones sobre la economía argentina para 2020 en adelante, se estima que por lo menos la empresa alcanzará la misma variación en sus ventas, un 35% anual. Este escenario podría darse de forma más optimista, pero se pretende dar una proyección conservadora hasta tener datos más certeros sobre la evolución de la actividad económica y política local, la cual impacta directamente en la cartera de clientes de la empresa. En este sentido, por ejemplo, un cambio de gobierno tendrá un impacto incierto en los cobros.

A su vez, se aclara la participación en las ventas de cada producto, es decir, un 70% de implicancia en Dinamarca y un 30% en las otras dos líneas que están integradas en elcanciller.com.

Si bien existen distintos tipos de servicios ofrecidos, no es posible detallar cantidades ni discriminar por cada segmento, ya que, por lo general, y en especial la línea Dinamarca, los contratos pueden incluir desde solo representación, hasta publicidad, manejo de redes y posicionamiento comercial. No existe un producto o servicio como tal, sino que son contratos estandarizados a la medida de cada cliente.

b) Costos, Gastos y Otros Ingresos.

Por ser una empresa pequeña, con estructura limitada, los costos son totalmente identificables y cuantificables. En base a ello, se toma como supuesto una tasa impositiva y de cargas sociales constantes para el período de tiempo a analizar. A su vez se estima una estructura de Recursos Humanos fija y constante, la cual es suficiente para el manejo operativo de la compañía,

dejando como complemento la contratación de empleados en formato freelance, estructura que actualmente es usada.

Costos de Ventas

Las erogaciones incluidas en este apartado, corresponden a aquellos costos directamente relacionados con las ventas, entre ellas: Servicios, Alquileres y Sueldos. Como factor de indexación común para todos los rubros dentro de este grupo, se utiliza la inflación proyectada por el BCRA en su Relevamiento de Expectativas de Mercado, a partir del último Estado de Resultados informado. Si bien muchos de los servicios requieren también un ajuste con el tipo de cambio (por ejemplo, los servicios de hosting web internacional), se decidió el uso de la inflación como medida simplificadora. Además, en el mediano plazo, el índice inflacionario tiene incorporado un aumento del tipo de cambio nominal. A partir del 2020 el promedio de aumento de costos sobre ventas es del 27% anual.

Servicios: adquisición de prestaciones de redes sociales, hosting web, servicios de transporte, diseñadores, agencias de comunicación y empleados *freelance*.

Alquileres: correspondiente a las oficinas donde se encuentra localiza la empresa. Se usa el supuesto de un contrato de alquiler cada dos años, con ajuste acorde al finalizar el mismo y su renovación. Se incluyen además las expensas.

Sueldos y cargas sociales: Solo se incluye la planta permanente y fija de la empresa. Las cargas free lance están incluidas dentro del rubro Servicios.

Gastos de Administración

Se incluyen en este apartado los gastos administrativos incurridos por la operación diaria de la compañía, entre los que se destacan los impuestos, tasas y los gastos bancarios. Se utiliza en mismo factor de indexación que para los gastos detallados más arriba y tomando como supuesto

que se mantienen constantes las tasas, impuestos y aranceles. A pesar de no tener impacto en la valuación, existe una diferenciación dentro del grupo en cuanto al IVA: se considera un IVA constante del 21% para las actividades relacionadas a Dinamarca SRL y del 2,5% al Canciller por encontrarse este último dentro del rubro aplicable a las ventas y locaciones de diarios, revistas y publicaciones periódicas según lo indicado en la ley 27.273. En cuanto a los gastos bancarios se refiere a los costos incurridos por los servicios bancarios, no así el impuesto a los débitos y créditos del 1,2% que está incluido dentro del subrubro Impuestos y Tasas, pero que, dado el tamaño de la empresa, es deducible del impuesto a las ganancias. Para la valuación no se toma esta deducción en cuenta, ya que se considera coyuntural y atada al crecimiento de la empresa valuada.

Gastos de Financiación

Se incluyen los costos financieros derivados del descubierto bancario y el descuento de valores en mercado. Como factor de indexación se utiliza la proyección de la tasa de interés realizada por el BCRA en su Relevamiento de Expectativas de Mercado. Es de importancia mencionar que, a la fecha de valuación, la empresa estaba por ser aprobada como avalada dentro de una Sociedad de Garantía Recíproca, lo cual bajaría considerablemente los costos financieros. A nivel valuación no se tomaron en cuenta las proyecciones de los costos no operativos (financieros), evaluándose todo a su market value.

Otros ingresos y Otros Resultados Financieros

Dentro de este rubro se destacan todos los ingresos generados por fuera de la actividad principal de la empresa, principalmente sus colocaciones dentro del mercado financiero. Estos activos o pasivos de carácter financiero serán valuados a su valor de mercado e incorporados al Enterprise Value, al igual que los costos financieros.

Depreciaciones

Se considera para la valuación la inversión en activos fijos representativos del 4% de las ventas en 2021 y se vuelve a invertir un 2% en 2023, principalmente con el objetivo de adquirir rodados y equipamientos de uso comercial. Estas inversiones generan el flujo de amortizaciones dispuesto en el Estado de Resultados.

Tabla 4: Inversiones en CAPEX

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| Ventas | \$ 45.512.169 | \$ 61.441.429 | \$ 82.945.929 | \$ 111.977.004 | \$ 151.168.955 | \$ 204.078.089 |
| % crecimiento | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% |
| Inversiones en CAPEX | | 2.457.657 | 0 | 2.239.540 | 0 | 4.081.562 |
| % ventas | | 4,0% | 0,0% | 2,0% | 0,0% | 2,0% |

Fuente: Elaboración propia

EBITDA y Margen Neto

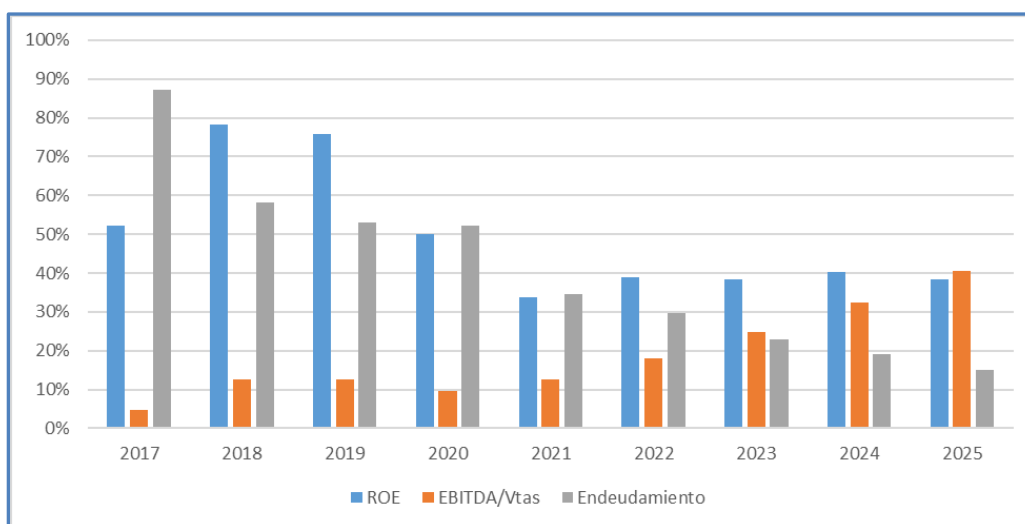
Con el confeccionamiento del Estado de Resultados se llega un crecimiento promedio del EBITDA de poco más del 60% anual para el plazo evaluado, logrando así un Margen sobre EBITDA promedio del 23% anual para el mismo período. En cuanto al Margen Neto alcanza el 7% para el primer periodo (año 2020) llegando hasta el 29% en el período 5.

Tabla 5: Ratios

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------------------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| LIQUIDEZ | | | | | | | | | |
| Liquidez Cte. | 1,15 | 1,72 | 2,11 | 2,07 | 2,76 | 3,27 | 4,17 | 5,10 | 6,39 |
| Dias de Caja | 0,25 | 0,44 | 0,64 | -1,71 | 2,42 | 5,30 | 10,53 | 15,96 | 23,50 |
| ENDEUDAMIENTO | | | | | | | | | |
| Sobre Recursos Propios | 688,9% | 139,3% | 112,8% | 109,3% | 53,9% | 43,5% | 30,5% | 24,2% | 18,1% |
| Endeudamiento Total | 87,3% | 58,2% | 53,0% | 52,2% | 35,0% | 30,3% | 23,4% | 19,5% | 15,4% |
| Endeudamiento Financiero | | -2,7% | 2,4% | | | | | | |
| Coficiente de intereses | | -2,3% | 2,3% | | | | | | |
| RENTABILIDAD | | | | | | | | | |
| ROE | 52% | 78% | 76% | 50% | 32% | 39% | 38% | 40% | 38% |
| ROA | 7% | 33% | 36% | 24% | 21% | 27% | 29% | 33% | 32% |
| % Margen de Contribución | 8% | 18% | 18% | 15% | 18% | 23% | 30% | 37% | 44% |
| EBITDA/Vtas | 5% | 13% | 13% | 10% | 13% | 18% | 25% | 33% | 41% |

Fuente: Elaboración propia

Tabla 6: Evolución Ratios en Escenario Base



Fuente: Elaboración propia

Proyección Del Capital De Trabajo Necesario

A partir de las ventas netas reportadas hasta 2019, se obtuvieron los datos respectivos en cuanto a los días de Proveedores, Activos Corrientes, Créditos por Ventas y otros Pasivos Corrientes, utilizando el promedio como dato para la proyección de 2020 en adelante.

A partir de esto se ha podido proyectar las variables necesarias para la obtención del capital de trabajo requerido para el normal funcionamiento de la empresa, con un promedio interanual de suba del 19,2%, en concordancia con el crecimiento total de pagos y cobros totales. Esta proyección puede ser encontrada en el Anexo 2.

Valuación del Escenario Base

Con el escenario base descrito se procedió a la obtención de la WACC, para ello se definieron los siguientes inputs:

- 1) **Beta apalancada:** según los datos obtenidos en la plataforma Reuters, la beta desapalancado de la industria de las relaciones públicas en EEUU era del 0,61, con una ratio deuda-equity del 37% y una tasa impositiva del 30%, se obtiene una beta apalancada del 0,76.
- 2) **Tasa libre de riesgo:** el rendimiento de los bonos del tesoro americano para la fecha de valuación era del 1,90%.
- 3) **Prima por riesgo soberano:** con un riesgo país de 3.000 puntos básicos a la fecha de valuación se obtiene una prima del 30%. Dado que esta prima no asegura bajo ningún punto de vista sustentabilidad y teniendo en cuenta que este pico en el riesgo país se debe a no solo la coyuntura local, sino la internacional, tomamos como dato de valuación el promedio de prima argentino de los últimos 10 años que alcanza el 7,8%, confiando en la estabilización macroeconomía del país en el mediano plazo.

El Costo del Capital Propio alcanzado con los datos presentados un costo del capital propio del 13,4%. Con un costo de deuda en dólares para bonos locales argentinos BBB a la fecha del 12% y una tasa de impuesto a las ganancias del 30%, se alcanza un **WACC del 13,04%**.

Tabla 7: Enterprise Value

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | PERPETUIDAD |
|--|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Ventas netas | \$ 45.512.169 | \$ 61.441.429 | \$ 82.945.929 | \$ 111.977.004 | \$ 151.168.955 | \$ 204.078.089 | |
| EBITDA | \$ 4.394.217 | \$ 7.782.501 | \$ 14.913.604 | \$ 27.683.838 | \$ 49.151.533 | \$ 82.952.022 | |
| Resultado Operativo después de Impuestos | \$ 3.075.952 | \$ 5.275.715 | \$ 10.267.487 | \$ 19.049.883 | \$ 34.077.269 | \$ 57.451.903 | |
| (+) Depreciaciones & amortizaciones (D&A) | \$ - | \$ 245.766 | \$ 245.766 | \$ 469.720 | \$ 469.720 | \$ 877.876 | |
| (-) Inversiones en capital de trabajo (WK) | -\$ 5.186.013 | -\$ 3.020.905 | -\$ 4.124.032 | -\$ 5.567.443 | -\$ 7.516.048 | -\$ 10.146.664 | |
| (-) Inversiones de activos fijos (CAPEX) | \$ - | \$ 2.457.657 | \$ - | \$ 2.239.540 | \$ - | \$ 4.081.562 | |
| Free Cash Flows (moneda local) | -\$ 2.110.061 | \$ 4.958.232 | \$ 6.389.221 | \$ 16.191.700 | \$ 27.030.941 | \$ 52.264.676 | |
| (x%) Tipo de Cambio | \$ 100 | \$ 124 | \$ 148 | \$ 171 | \$ 191 | \$ 210 | |
| Free Cash Flows (US\$) | -USD 21.101 | USD 39.986 | USD 43.226 | USD 94.960 | USD 141.180 | USD 248.542 | USD 253.512 |
| Crecimiento a Perpetuidad en USD | | | | | | | 2,00% |
| Múltiplo Período Terminal | | | | | | | 9,1 |
| Períodos Medios | | 0,5 | 1,5 | 2,5 | 3,5 | 4,5 | 5,5 |
| Factor de Descuento WACC | 13,04% | 0,94 | 0,83 | 0,74 | 0,65 | 0,58 | 0,51 |
| Cash Flows Descontados | | -USD 19.846 | USD 33.269 | USD 31.815 | USD 61.827 | USD 81.314 | USD 126.632 |
| Total Cash Flows Descontados (Enterprise Value) | | | | | | | 436.494 |
| (+) Valor Activos no Operativos | | | | | | | 15.000 |
| (-) Deuda Financiera | | | | | | | (4.000) |
| Valor del Equity antes de Ajustes | | | | | | | 447.494 |
| (-) Descuento por Falta de Liquidez @ 10% | | | | | | | (44.749) |
| Valor del 100% del Equity | | | | | | | 402.744 |

Fuente: Elaboración propia

Conocida las Ventas Netas, el EBITDA y el Resultado Operativo Neto de Impuestos, se netean las Depreciaciones, Inversiones en Capital de Trabajo e Inversiones en Activos Fijos, obteniendo así los Flujos Libres de Caja en moneda local, llevados a las proyecciones del tipo de cambio obtenemos el FCF en dólares, y descontándolo en períodos medios a la tasa WACC obtenida y con una tasa g del 2%, justificado en el promedio anual de crecimiento del PBI en Argentina proyectado para los próximos años, se llega el *Enterprise Value*.

A partir del *Enterprise Value* se netea el Valor de los Activos No Operativos y de la Deuda Financiera tomando como valor el precio de mercado a hoy. Se utiliza este supuesto, ya que en el hipotético caso de que un inversor adquiriera la compañía, cancelará la deuda o venderá los activos no operativos al valor del momento o su *market value*. Sumado a eso, tanto los activos

no operativos como la deuda financiera, provienen de prestamos y colocaciones de mercado con valor cierto a la fecha.

Se aplica un descuento por Falta de Liquidez o de Comercialización del 10%, justificado a partir de que la venta de una empresa con estas características y en esta industria esta solo destinada a inversores que se encuentre dentro del mismo segmento, con el *know-how* y cartera de clientes establecida, y de darse un contexto desfavorable dentro del mismo sector, su venta se dificultaría. Según distintos análisis empíricos expuestos en el libro “Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies” Shannon P. Pratt (Año 2008), Capitulo 17, el rango de descuento o castigo por falta de liquidez o *marketability* se encuentra en un rango de entre un 10% al casi 50%, mencionando fuentes tales como análisis elaborados por la SEC, Gelman Group, Moroney, Silber, Columbia Financial Advisors y FMV Opinions INC. Se decide optar por el rango inferior para no otorgar un castigo desmedido.

No aplicamos descuentos por Falta de Control ya que el directorio y el manejo de la política es perfectamente influenciable, ni tampoco un descuento por tamaño, ya que, si bien la compañía se encuentra dentro del segmento de pequeñas empresas, su visible estructura permite identificar todos los factores para la correcta elaboración de la tasa de descuento, la cual ya castiga su estructura. Se llega a una valuación al 31/03/2020 de **USD 402.744**

Valuación de Escenarios Alternativos

El escenario base valuado parte de supuestos y proyecciones hechas que no solo dependen del desenvolvimiento de la empresa, sino también del contexto macro y microeconómico del país donde se encuentra su principal actividad comercial. A partir de esto y teniendo en cuenta que el escenario futuro de la economía argentina tendrá gran volatilidad y las proyecciones actuales seguramente distarán de las reales, se procedió a la valoración de dos escenarios alternativos:

un escenario pesimista y otro escenario optimista, siempre partiendo del escenario base como referencia.

Escenario Pesimista

Para la elaboración de este escenario, se partió por modificar los supuestos macroeconómicos para los próximos años, es decir, un aumento considerable de la inflación trasladada al tipo de cambio y expectativas de crecimiento de la economía menores a las esperadas, llevando el nivel de ventas por debajo del escenario base.

Tabla 8:

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EXPECTATIVAS DE INFLACION ANUAL | 40% | 38% | 35% | 32% | 30% | 27% |
| EXPECTATIVAS DE TASA DE INTERES | 35% | 30% | 26% | 22% | 19% | 16% |
| TIPO DE CAMBIO NOMINAL | \$ 120 | \$ 162 | \$ 211 | \$ 265 | \$ 323 | \$ 384 |
| EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO | -3% | -1% | 0% | 1% | 2% | 2% |

Fuente: Elaboración propia en base a REM BCRA (Febrero 2020).

Si bien un cambio negativo en las condiciones macroeconómica, lógicamente conllevan un deterioro directo en la actividad comercial de cualquier empresa, la ventaja competitiva de Dinamarca con respecto a otro tipo de empresas o sectores, es que cuenta con un segmento con demanda relativamente elástica a caídas en la actividad económica, como por ejemplo el sector político, que de presentarse un escenario pesimista, recurrirá de todas maneras a la prestación de servicios por parte de la compañía, por no haber servicios sustitutos y también por contar con recursos ilimitados como lo es el Sector Público. Es por ello que no se castiga en gran medida el crecimiento de ventas, aunque los costos, al ser en su mayoría prácticamente fijos, se ven afectados por el aumento considerable de la inflación.

Tabla 9:

| | VARIACION ANUAL | | | | | |
|--|------------------------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| CRECIMIENTO ECONOMIA ARGENTINA | -3% | -1% | 0% | 1% | 2% | 2% |
| VARIACION VENTAS | 27% | 28% | 29% | 30% | 31% | 32% |
| COSTOS DE SERVICIOS | 40% | 38% | 35% | 32% | 30% | 27% |
| GASTOS DE ADMINISTRACION Y COMERCIALIZACION | 40% | 38% | 35% | 32% | 30% | 27% |
| GASTOS DE FINANCIACION | 35% | 30% | 26% | 22% | 19% | 16% |
| INGRESOS FINANCIEROS | 42% | 31% | 25% | 20% | 20% | 20% |

Fuente: Elaboración propia

Se observa como primera consecuencia una caída en todos los indicadores de rentabilidad, llevando el ROE para 2022 a un -141%, un endeudamiento total del 105% y un EBITDA/Ventas del -5%, en promedio, impactado directamente por la caída en las ventas y el aumento de los costos. En cuanto a la liquidez, se mantiene un ratio más que aceptable para la liquidez corriente pero no así para los días de caja.

Tabla 10:

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|--------|--------|
| LIQUIDEZ | | | | | | | | | |
| Liquidez Cte. | 1,15 | 1,72 | 2,11 | 1,81 | 1,76 | 1,18 | 0,77 | 0,37 | 0,42 |
| Días de Caja | 0,25 | 0,44 | 0,64 | -3,28 | -3,70 | -7,39 | -9,92 | -12,39 | -12,10 |
| ENDEUDAMIENTO | | | | | | | | | |
| Sobre Recursos Propios | 689% | 139% | 113% | 149% | 111% | 337% | -18055% | -212% | -291% |
| Endeudamiento Total | 87,3% | 58,2% | 53,0% | 59,9% | 52,7% | 77,1% | 100,6% | 189,0% | 152,4% |
| Endeudamiento Financiero | | -2,7% | 2,4% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| Coficiente de intereses | | -2,3% | 2,3% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| RENTABILIDAD | | | | | | | | | |
| ROE | 52% | 78% | 76% | 28% | -21% | -141% | - | - | - |
| ROA | 7% | 33% | 36% | 11% | -10% | -32% | -53% | -88% | -43% |
| % Margen de Contribución | 8% | 18% | 18% | 10% | 3% | -1% | -3% | -2% | 2% |
| EBITDA/Vtas | 5% | 13% | 13% | 4% | -4% | -8% | -10% | -9% | -5% |

Fuente: Elaboración propia

En cuanto a la obtención de la tasa de descuento, se eleva la prima de riesgo país al 30% o 3000 puntos básicos, que es la prima de riesgo máxima tolerable en un escenario pesimista, como el actual al momento de realizar esta valuación. Se obtiene así una **WACC del 29,28%**, que,

manteniéndose todos los demás supuestos constantes, incluidas las variables tributarias, nos dan un *Enterprise Value* negativo, es decir la empresa no tiene valor económico.

Tabla 11:

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | PERPETUIDAD |
|--|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|
| Ventas netas | \$ 42.815.152 | \$ 54.803.394 | \$ 70.696.379 | \$ 91.905.292 | \$ 120.395.933 | \$ 158.922.632 | |
| EBITDA | \$ 1.697.200 | -\$ 1.939.380 | -\$ 5.749.391 | -\$ 9.184.180 | -\$ 10.532.755 | -\$ 7.812.089 | |
| Resultado Operativo después de Impuestos | \$ 1.188.040 | -\$ 1.511.015 | -\$ 4.178.023 | -\$ 6.711.043 | -\$ 7.655.045 | -\$ 5.973.071 | |
| (+) Depreciaciones & amortizaciones (D&A) | \$ - | \$ 219.214 | \$ 219.214 | \$ 403.024 | \$ 403.024 | \$ 720.869 | |
| (-) Inversiones en capital de trabajo (WK) | -\$ 4.666.781 | -\$ 2.267.126 | -\$ 3.047.882 | -\$ 4.067.345 | -\$ 5.463.801 | -\$ 7.388.469 | |
| (-) Inversiones de activos fijos (CAPEX) | \$ - | \$ 2.192.136 | \$ - | \$ 1.838.106 | \$ - | \$ 3.178.453 | |
| Free Cash Flows (moneda local) | -\$ 3.478.741 | -\$ 1.366.792 | -\$ 7.006.691 | -\$ 8.537.258 | -\$ 12.715.822 | -\$ 9.462.217 | |
| (x%) Tipo de Cambio | \$ 120 | \$ 162 | \$ 211 | \$ 265 | \$ 323 | \$ 384 | |
| Free Cash Flows (US\$) | -USD 28.990 | -USD 8.437 | -USD 33.270 | -USD 32.246 | -USD 39.355 | -USD 24.632 | -USD 25.124 |
| Crecimiento a Perpetuidad en USD | | | | | | | 2,00% |
| Múltiplo Período Terminal | | | | | | | 3,7 |
| Períodos Medios | 0,5 | 1,5 | 2,5 | 3,5 | 4,5 | 5,5 | 6 |
| Factor de Descuento | 29,28% | 0,88 | 0,68 | 0,53 | 0,41 | 0,31 | 0,24 |
| Cash Flows Descontados | -USD 25.496 | -USD 5.739 | -USD 17.506 | -USD 13.124 | -USD 12.389 | -USD 5.998 | -USD 5.380 |
| Total Cash Flows Descontados (Enterprise Value) | | | | | | | (85.632) |
| (+) Valor Activos no Operativos | | | | | | | 12.500 |
| (-) Deuda Financiera | | | | | | | (3.333) |
| Valor del Equity antes de Ajustes | | | | | | | (76.465) |
| (-) Descuento por Falta de Liquidez @ 10% | | | | | | | 7.647 |
| | | | | | | | - |
| Valor del 100% del Equity | | | | | | | (68.819) |

Fuente: Elaboración propia

A partir de esto, se puede afirmar que, de darse un escenario económico negativo o una coyuntura no deseada, no se tendrían inversores interesados económicamente el proyecto, aunque esto no es completamente cierto, dado que el posicionamiento que tiene la compañía dentro de un segmento de mercado muy apegado a la marca, posibilitaría, que aun siendo económicamente no rentable la empresa, aparezcan inversores dentro del rubro, o la misma competencia. Esta premisa queda sujeta a futuras negociaciones, siempre teniendo en cuenta el *Going-concern Value*.

Escenario Optimista

De igual modo, se procedió a la confección de un escenario amigable para el desenvolvimiento de la economía argentina que impacte de manera positiva en la actividad comercial de Dinamarca, haciendo foco en las variables fundamentales que definen el flujo de fondos:

inflación (por su alto impacto en los costos fijos), tipo de cambio nominal y expectativas de crecimiento económico.

Tabla 12:

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| EXPECTATIVAS DE INFLACION ANUAL | 40% | 30% | 20% | 10% | 7% | 4% |
| EXPECTATIVAS DE TASA DE INTERES | 30% | 24% | 15% | 12% | 10% | 8% |
| TIPO DE CAMBIO NOMINAL | \$ 100 | \$ 124 | \$ 143 | \$ 160 | \$ 175 | \$ 188 |
| EXPECTATIVAS DE CRECIMIENTO | -1% | 2% | 3% | 3% | 4% | 5% |

Fuente: Elaboración propia

A partir de estos supuestos macroeconómicos, se alcanza un crecimiento de ventas promedio interanual del 47% y un aumento de los costos del 19%

Tabla 13:

| | VARIACION ANUAL | | | | | |
|---|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
| CRECIMIENTO ECONOMIA ARGENTINA | -1% | 2% | 3% | 3% | 4% | 5% |
| VARIACION VENTAS | 40% | 42% | 45% | 50% | 53% | 54% |
| COSTOS DE SERVICIOS | 40% | 30% | 20% | 10% | 7% | 4% |
| GASTOS DE ADMINISTRACION Y COMERCIAL | 40% | 30% | 20% | 10% | 7% | 4% |
| GASTOS DE FINANCIACION | 30% | 24% | 15% | 12% | 10% | 8% |
| INGRESOS BRUTOS | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% | 2,5% |
| INGRESOS FINANCIEROS | 42% | 31% | 25% | 20% | 20% | 20% |

Fuente: Elaboración propia

A partir del escenario planteado, se observa una gran mejoría en los ratios financieros llegando el ROE al 51% para el 2022, un EBITDA/Vtas promedio del 44% y una liquidez corriente de casi 10 para el 2025.

Tabla 14:

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| LIQUIDEZ | | | | | | | | | |
| Liquidez Cte. | 1,15 | 1,72 | 2,11 | 2,22 | 3,23 | 4,36 | 6,17 | 7,97 | 9,86 |
| Dias de Caja | 0,25 | 0,44 | 0,64 | -0,82 | 5,20 | 11,80 | 22,41 | 32,83 | 43,85 |
| ENDEUDAMIENTO | | | | | | | | | |
| Sobre Recursos Propios | 688,9% | 139,3% | 112,8% | 94,6% | 43,3% | 29,8% | 19,1% | 14,4% | 11,2% |
| Endeudamiento Total | 87,3% | 58,2% | 53,0% | 48,6% | 30,2% | 23,0% | 16,0% | 12,6% | 10,0% |
| Endeudamiento Financiero | | -2,7% | 2,4% | | | | | | |
| Coficiente de intereses | | -2,3% | 2,3% | | | | | | |
| RENTABILIDAD | | | | | | | | | |
| ROE | 52% | 78% | 76% | 58% | 42% | 51% | 51% | 50% | 46% |
| ROA | 7% | 33% | 36% | 30% | 30% | 39% | 43% | 44% | 41% |
| % Margen de Contribución | 8% | 18% | 18% | 18% | 25% | 38% | 55% | 68% | 79% |
| EBITDA/Vtas | 5% | 13% | 13% | 13% | 20% | 34% | 52% | 66% | 77% |

Fuente: Elaboración propia

A partir del establecimiento de los nuevos flujos de fondos y los requerimientos de capital de trabajo, se procedió a obtener la WACC usando una prima de Riesgo Soberano de 400 puntos básicos que coincide que la zona mínima alcanzada en los últimos 10 años, a partir del índice elaborado por Morgan Stanley. Se obtiene así una tasa de descuento del **10,3%**, lo que arroja una valuación de la empresa de **USD 1.549.298**

Tabla 13:

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 | PERPETUIDAD |
|--|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| Ventas netas | \$ 47.197.805 | \$ 67.020.883 | \$ 97.180.281 | \$ 145.770.421 | \$ 223.028.745 | \$ 343.464.267 | |
| EBITDA | \$ 6.079.853 | \$ 13.567.546 | \$ 33.120.775 | \$ 75.304.965 | \$ 147.896.575 | \$ 264.992.890 | |
| Resultado Operativo después de Impuesto: | \$ 4.255.897 | \$ 9.309.623 | \$ 22.996.884 | \$ 52.321.739 | \$ 103.135.865 | \$ 184.622.436 | |
| (+) Depreciaciones & amortizaciones (D&A) | \$ - | \$ 268.084 | \$ 268.084 | \$ 559.624 | \$ 559.624 | \$ 1.246.553 | |
| (-) Inversiones en capital de trabajo (WK) | -\$ 5.510.533 | -\$ 3.766.387 | -\$ 5.783.827 | -\$ 9.318.388 | -\$ 14.816.237 | -\$ 23.096.557 | |
| (-) Inversiones de activos fijos (CAPEX) | \$ - | \$ 2.680.835 | \$ - | \$ 2.915.408 | \$ - | \$ 6.869.285 | |
| Free Cash Flows (moneda local) | -\$ 1.254.636 | \$ 8.492.156 | \$ 17.481.141 | \$ 46.478.383 | \$ 88.879.253 | \$ 169.641.717 | |
| (x/%) Tipo de Cambio | \$ 100 | \$ 124 | \$ 143 | \$ 160 | \$ 175 | \$ 188 | |
| Free Cash Flows (US\$) | -USD 12.546 | USD 68.485 | USD 122.589 | USD 291.014 | USD 507.753 | USD 900.015 | USD 918.015 |
| Crecimiento a Perpetuidad en USD | | | | | | | 2,00% |
| Múltiplo Período Terminal | | | | | | | 12,0 |
| Períodos Medios | 0,5 | 1,5 | 2,5 | 3,5 | 4,5 | 5,5 | 6 |
| Factor de Descuento | 10,31% | 0,95 | 0,86 | 0,78 | 0,71 | 0,64 | 0,58 |
| Cash Flows Descontados | -USD 11.946 | USD 59.115 | USD 95.928 | USD 206.447 | USD 326.547 | USD 524.737 | USD 509.614 |
| Total Cash Flows Descontados (Enterprise Value) | | | | | | | 1.710.443 |
| (+) Valor Activos no Operativos | | | | | | | 15.000 |
| (-) Deuda Financiera | | | | | | | (4.000) |
| Valor del Equity antes de Ajustes | | | | | | | 1.721.443 |
| (-) Descuento por Falta de Liquidez @ 10% | | | | | | | (172.144) |
| Valor del 100% del Equity | | | | | | | 1.549.298 |

Fuente: Elaboración propia

El escenario optimista mantiene de manera porcentual el flujo destinado a inversiones en CAPEX, aunque en la práctica, un crecimiento en las ventas requerirá de mayor estructura en bienes de uso, con lo cual el crecimiento en ventas determinado esta ajustado a la máxima capacidad de la empresa en generar negocios con la estructura actual. A su vez, se mantuvo el descuento por falta de liquidez, dado que se considera que una mejor coyuntura no cambiará el nivel de dificultad en hacer liquida la inversión.

Tabla 14:

| | BASE | PESIMISTA | OPTIMISTA |
|------------------------------|-------------|-------------|---------------|
| CRECIMIENTO PROMEDIO DEL PBI | 2% | 0% | 3% |
| WACC | 13% | 29,3% | 10,3% |
| EQUITY VALUE | USD 402.744 | -USD 64.839 | USD 1.549.238 |
| ROE PROMEDIO | 40% | -45% | 50% |
| ENDEUDAMIENTO PROMEDIO | 29,3% | 105% | 23,40% |
| EBITDA/VENTAS | 23% | -5% | 44% |

Fuente: Elaboración propia

Valuación Mediante Métodos Alternativos: Opciones Reales

Una vez obtenida las valuaciones bajo el método del descuento de flujo de fondo y la implementación de tres escenarios aleatorios, se procedió a valorar usando otro método alternativo, como se explicó en el marco teórico, usando opciones reales. Para ello se basa el análisis del valor de la opción a través de modelo binomial, el cual solo puede tomar dos valores posibles, uno al alza (U) y otro a la baja (D), con probabilidades asociadas a cada uno de los escenarios.

Los supuestos básicos que se toman para realizar la valuación son:

- 1) Mercado financiero perfecto, competitivo y eficiente.
- 2) Ausencia de costos de transacción en exceso de los ya establecidos, al igual que impositivos o ausencia de información.
- 3) Posibilidad de comprar y vender sin barreras.
- 4) Existencia de una tasa libre de riesgo conocida y establecida.
- 5) Todas las transacciones son realizadas de manera simultánea y los activos son perfectamente identificables.

Una empresa del sector de medios está interesada en ingresar al mercado de las Relaciones Públicas y el posicionamiento en medios para el sector político. Debido a que crear una base de clientes sólidas y contactos requiere de un lapso de tiempo considerable, deciden que la mejor opción es hacerse de una compañía de la industria y ponen sus ojos en Dinamarca.

Debido a la situación económica y financiera del país, hay una incertidumbre muy grande sobre el desenvolvimiento futuro de la empresa en el mercado. Saben que el Valor Presente de los flujos esperados hasta 2025 en el **escenario base** ascienden a USD 402.744 y que la volatilidad, alcanza el 23%, explicado como promedio el desvío estándar de la rentabilidad para cada escenario. La inversión que deberán realizar para hacerse con Dinamarca, asciende a los USD

450.000 y la tasa libre de riesgo del 1,9%. El coste actual del proyecto tiene un crecimiento de su valor a razón de un 3,2% anual y acumulativo año a año.

Tabla 15:

| Calculo de Volatilidad | | | | | | |
|------------------------|------|--------------|-----------|--------------|-----------|--------------|
| AÑO | BASE | RENTABILIDAD | PESIMISTA | RENTABILIDAD | OPTIMISTA | RENTABILIDAD |
| 2020 | -1% | 0,50 | -3% | 0,00 | -1% | 0,58 |
| 2021 | 2% | 0,32 | -1% | -0,21 | 2% | 0,42 |
| 2022 | 2% | 0,39 | 0% | -1,41 | 3% | 0,51 |
| 2023 | 2% | 0,38 | 1% | 0,00 | 3% | 0,51 |
| 2024 | 2% | 0,40 | 2% | 0,00 | 4% | 0,50 |
| 2025 | 2% | 0,38 | 2% | 0,00 | 5% | 0,46 |
| 23% | | 0,06 | | 0,56 | | 0,05 |

Fuente: Elaboración propia

Como se aprecia en la información brindada (VAN negativo), la empresa decide no realizar la compra ahora mismo, pero se plantea la posibilidad de aplazar su realización durante un año, atento a posibles mejoras en la coyuntura económica argentina.

VP del proyecto = USD 402.744

Inversión: USD 450.000

VAN = USD -47.256

Costo de esperar un año = USD 402.744 * 3.2% = USD 12.887

Como el modelo de valoración elegido es el método binomial, es necesario calcular el coeficiente de ascenso del valor actual del activo subyacente (el valor del proyecto):

$C_u = e^{\text{volatilidad}} = 1,25$

Mientras que el coeficiente de descenso C_d será igual a la inversa de C_u , es decir, 0,79.

El hecho de que los factores ascenso y descenso sean recíprocos, en un árbol binomial, hará que los sucesos sean recombinantes, siempre y cuando la volatilidad se mantenga constante.

Para hallar el valor de la opción, se trabajará con la probabilidad de riesgo neutro p , lo que implicará el uso de la tasa libre de riesgo antes descripta.

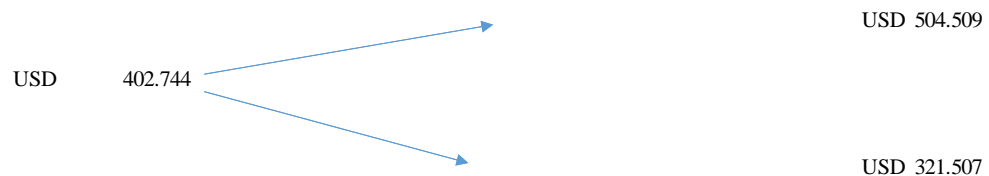
$$p = (1 + R_f) \cdot C_d / (C_u - C_d)$$

La probabilidad neutral al riesgo de que el VAN ascienda es del 48,57%, lo cual indica una probabilidad de descenso de $1-p$ igual al 51,43%.

Con esta información se plantea el árbol binomial para conocer cuánto vale la opción de diferir la inversión un año, ya conocido el Valor Actual de los flujos.

$$E_+ = (VA * C_u) = \text{USD } 504.509$$

$$E_- = (VA * C_d) = \text{USD } 321.507$$



Dentro de un año el costo de realizar la inversión habrá ascendido y el costo inicial en ese momento será igual a:

$$\text{Inversión Año 1} = \text{Inversión Año 0} + \text{Costo por esperar un año}$$

$$\text{Inversión Año 1} = \text{USD } 450.000 + \text{USD } 12.887 = \text{USD } 462.887$$

Si se espera un escenario de aumento y que el valor de la compañía se sitúe en los USD 504.509, invertir los USD 462.887 dará un VAN positivo, con lo cual se estaría de acuerdo en realizar el proyecto.

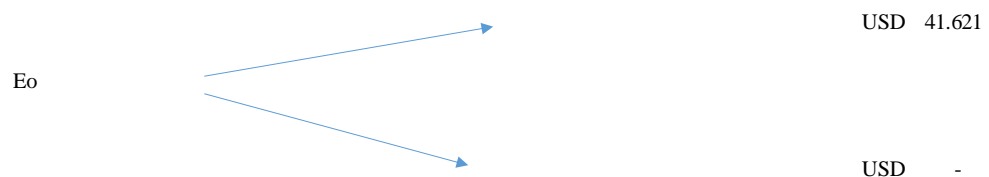
Sin embargo, si el escenario es negativo, y la coyuntura económica del país tiene impacto en la actividad comercial de Dinamarca, el VA de los flujos disminuirá hasta los USD 321.507, con lo cual, teniendo un VAN negativo, el inversor desiste de realizar la compra.

Se presenta a continuación el resumen de la decisión de realizar o no la inversión a finales del Año 1:

$$E1+ = \text{Max} (E+ - \text{Inversión Año 1}; 0) = \text{Max} (504.509 - 462.887; 0) = \text{USD } 41.621$$

$$E1- = \text{Max} (E- - \text{Inversión Año 1}; 0) = \text{Max} (321.507 - 462.887; 0) = 0$$

Se puede observar que, en el segundo caso, el inversor no realizará el proyecto porque su ganancia es nula. En el siguiente árbol de decisión, se muestra las ganancias obtenidas a finales del primer año por la constructora si se plantea realizar el proyecto o desistir de la compra.



La probabilidad neutral al riesgo de que se produzca el escenario optimista es del 48,57%, mientras que la probabilidad del escenario pesimista es del 51,43%. Luego el VAN total del proyecto a finales del Año 1 será igual a:

$$\text{VAN1 total} = \text{USD } 283.304 * 48,57\% + 0 * 51,43\% = 20.217$$

Obtenido este dato, se descuenta el monto a la tasa libre de riesgo dada (1,9%):

$$\text{USD } 20.217 / (1+Rf) = \text{USD } 19.839$$

De esta forma se obtiene el Valor Presente Neto del proyecto con la opción de diferirlo un año. Siendo el VAN de la inversión en el Año 0 de -USD 47.256, la diferencia entre ambos dará el valor de la opción de diferirlo un año:

$$\text{VALOR DE LA OPCION} = \text{USD } 19.839 - (-\text{USD } 47.256) = \text{USD } 67.095$$

En conclusión, el valor de la opción de diferir un año es igual a **USD 67.095**

El inversor que decida ejercer la opción, en teoría, tendría que realizar una inversión total de USD 462.887 + USD 67.095 (correspondientes a la inversión en el año 1 más la prima de la opción). A pesar de ello, se deja establecido que, de darse un caso real, y para diferenciar un ejercicio de una opción real de una financiera, el inversor solo haría un desembolso equivalente a la inversión en el año 1 (USD 462.887), dando por entendido que la prima calculada es solo teórica.

5. Conclusiones Finales

Al elaborar el presente trabajo, se realizó con gran énfasis una lectura más profunda de los conceptos adquiridos durante la Maestría en relación a la valuación de empresas, utilizando prácticamente toda la información disponible en cuanto a la metodología a aplicar. Si bien la bibliografía disponible es basta y suficiente, la valuación de empresas argentinas, aún más de pequeñas y medianas empresas, requiere de un esfuerzo extra, que escapa a la simple lectura tradicional.

Durante la recopilación de datos para la elaboración de la valuación, se han hallado todas las características de las PYMES argentinas mencionadas en el marco teórico, lo cual tuvo un impacto muy negativo a la hora de obtención de información precisa y confiable. La falta de información contable y financiera, en primera instancia, dificultó la elaboración del escenario inicial a partir del cual se desarrollaron las variables proyectadas, sumado al hecho de la marginalidad en las ventas, es decir, información que se presentaba por fuera de los estados contables legales, pero que hacían al valor de la compañía. Estos datos se trataron de normalizar, incluyéndolos en los estados contables para tener una base sólida de la cual partir y marcar el camino a seguir.

Sin dejar de lado el objetivo de la valuación, que era la incorporación de nuevos inversores o la venta total o parcial de las operaciones a otra compañía, fue fundamental para los socios conocer el valor del negocio en marcha y si este valor coincide o no con la planificación actual y permitir el análisis de posibles cambios con respecto a esa planificación existente. Una vez obtenido los resultados, y mediante la presentación de datos como ratios financieros o los flujos de caja necesarios, los socios observaron como mayor claridad cuáles eran sus necesidades, no solo operativas, sino también políticas y estratégicas.

Una vez superadas las barreras presentadas en la elaboración de datos, se trazarán los escenarios posibles, logrando concluir que el desarrollo de la coyuntura económica en un país como Argentina, tiene un efecto directo en la tasa de descuento y por ende en la valorización de las empresas locales, lo cual explica con obviedad la marginalidad presente al estudiar el caso. Un cambio en el crecimiento del PBI, con un impacto directo en la tasa de descuento, por ejemplo, cambiará radicalmente las necesidades de caja de una empresa, su grado de liquidez o sus ratios de endeudamiento. Si bien estas características parecen obvias y son aplicables universalmente, la velocidad en el cambio de la coyuntura económica local, hace pensar que una proyección de datos como lo es la valorización de una empresa, deja la objetividad en un segundo plano, y pasa a ser, como la bibliografía lo indica, un proceso que goza de alta subjetividad y sentido común.

Si bien la metodología del Descuento de Flujo de Fondos, como tal, fue suficiente y abarcó las necesidades planteadas, el uso de un método complementario como las Opciones Reales, permitió al evaluador brindar una herramienta excelente para paliar la plena incertidumbre a la hora de invertir en un proyecto en un país como Argentina, brindando a un potencial inversor la posibilidad de esperar al menos un año y saber el valor exacto o costo que incurrirá al momento de comprar el derecho a ese diferimiento, llegando una vez más a un dato que se tuvo a lo largo de toda la elaboración del trabajo pero que solo se pudo cuantificar al obtener el valor de la opción, que es la volatilidad entre escenarios económicos positivos o negativos a la hora de la tomar de decisiones de inversión y que como tal, el valor de esa opción, es una herramienta fundamental y precisa para aquellos inversores interesados en una compañía o en un proyecto de inversión ante escenarios binomiales.

Bibliografía

Banco Central de la República Argentina (BCRA) (Marzo 2020) *Relevamiento de Expectativas de Mercado*.

Barad, Michael W. (2009) *Size Matters: How to Apply Size Premium Metrics When Size-Based Category Breakpoints Overlap*.

Brealey, Myers and Allen (2010) *Principios de Finanzas Corporativas*. Novena Edición.

Cañadas Alonso, Juana (2010) *La Aplicación de Primas y Descuentos en la Valoración de Empresas*. Universidad de Almería.

Damodaran, Aswath (2010). *The Dark Side of Valuation*. Second Edition: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses.

Fernandez, Pablo (1996) *Valoración de opciones reales: dificultades, problemas y errores*. IESE Business School. Universidad de Navarra.

Lopez Dumrauf, Guillermo (2004) *Las opciones reales: ¿hacia un nuevo paradigma en valuación?* Colombia.

Novak, Nathan P. *Measuring the Discount for Lack of Marketability for Noncontrolling, Nonmarketable Ownership Interests*. 2016.

Orsi, Federico (2019) *Nota técnica: Introducción a la Valuación de Empresas*. Universidad Austral.

Orsi, Federico (2019) *Nota técnica: Valuación de Empresas por la Metodología del Descuento de Cash Flow (DCF)*. Universidad Austral.

Sucasas, Sergio Daniel (2004) *Valoración de pequeñas y medianas empresas en un contexto de incertidumbre*.

Thomson Reuters Eikon.

Anexos

Anexo 1: Estado de Resultados Escenario Base

| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|-----|--------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|-----------------|----------------|------------------|----------------|
| Ventas | | \$ 5.306.843 | \$ 25.932.860 | \$ 33.712.718 | \$ 45.512.169 | \$ 61.441.429 | \$ 82.945.929 | \$ 111.977.004 | \$ 151.168.955 | \$ 204.078.089 |
| Dinamarca | 70% | \$ 3.714.790 | \$ 18.153.002 | \$ 23.598.903 | \$ 31.858.519 | \$ 43.009.000 | \$ 58.062.150 | \$ 78.383.902 | \$ 105.818.268 | \$ 142.854.662 |
| elcanciller.com | 30% | \$ 1.592.053 | \$ 7.779.858 | \$ 10.113.815 | \$ 13.653.651 | \$ 18.432.429 | \$ 24.883.779 | \$ 33.593.101 | \$ 45.350.686 | \$ 61.223.427 |
| % crecimiento | | | 389% | 30% | 35% | 35% | 35% | 35% | 35% | 35% |
| Gastos de Comercializacion | | \$ 4.887.070 | \$ 21.229.941 | \$ 27.598.923 | \$ 38.508.493 | \$ 50.253.583 | \$ 63.707.536 | \$ 78.934.682 | \$ 95.525.147 | \$ 113.417.738 |
| Servicios | | \$ 4.227.122 | \$ 17.830.026 | \$ 23.179.034 | \$ 32.450.647 | \$ 42.348.095 | \$ 53.782.080 | \$ 66.636.879 | \$ 80.736.462 | \$ 95.859.020 |
| Alquileres | | \$ 200.000 | \$ 250.000 | \$ 325.000 | \$ 325.000 | \$ 424.125 | \$ 424.125 | \$ 525.498 | \$ 525.498 | \$ 623.928 |
| Reparaciones | | \$ 287.600 | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - |
| Sueldos y Cargas Sociales | | \$ 172.348 | \$ 3.149.915 | \$ 4.094.890 | \$ 5.732.845 | \$ 7.481.363 | \$ 9.501.331,16 | \$ 11.772.305 | \$ 14.263.186,88 | \$ 16.934.791 |
| % crecimiento | | | 334% | 30% | 40% | 31% | 27% | 24% | 21% | 19% |
| CONTRIBUCION MARGINAL | | \$ 419.773 | \$ 4.702.919 | \$ 6.113.795 | \$ 7.003.677 | \$ 11.187.846 | \$ 19.238.392 | \$ 33.042.321 | \$ 55.643.808 | \$ 90.660.350 |
| Gastos de Administracion | | \$ 162.749 | \$ 1.433.769 | \$ 1.863.899,70 | \$ 2.609.460 | \$ 3.405.345 | \$ 4.324.788 | \$ 5.358.483 | \$ 6.492.275 | \$ 7.708.328 |
| Impuestos, tasas y servicios | | \$ 132.671 | \$ 1.370.303 | \$ 1.781.394 | \$ 2.493.951 | \$ 3.254.607 | \$ 4.133.350 | \$ 5.121.289 | \$ 6.204.894 | \$ 7.367.118 |
| Gastos Bancarios | | \$ 30.078 | \$ 63.466 | \$ 82.506 | \$ 115.508 | \$ 150.738 | \$ 191.437 | \$ 237.194 | \$ 287.382 | \$ 341.210 |
| EBITDA | | \$ 257.024 | \$ 3.269.150 | \$ 4.249.895 | \$ 4.394.217 | \$ 7.782.501 | \$ 14.913.604 | \$ 27.683.838 | \$ 49.151.533 | \$ 82.952.022 |
| % crecimiento | | | 1172% | 30% | 3% | 77% | 92% | 86% | 78% | 69% |
| Depreciaciones y amortizaciones | | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ 245.765,71 | \$ 245.765,71 | \$ 469.719,72 | \$ 469.719,72 | \$ 877.875,90 |
| EBIT | | \$ 257.024 | \$ 3.269.150 | \$ 4.249.895 | \$ 4.394.217 | \$ 7.536.735 | \$ 14.667.839 | \$ 27.214.119 | \$ 48.681.813 | \$ 82.074.146 |
| Resultados financieros negativos | | \$ - | \$ 75.967,00 | \$ 98.757,10 | | | | | | |
| Resultados financieros positivos | | \$ - | \$ 851.496 | \$ 1.106.945 | | | | | | |
| Otros Resultados No Operativo | | \$ - | \$ 941.276 | \$ 941.276 | | | | | | |
| RESULTADO ANTES DE IGA | | \$ 257.024 | \$ 3.103.403 | \$ 4.514.321 | \$ 4.394.217 | \$ 7.536.735 | \$ 14.667.839 | \$ 27.214.119 | \$ 48.681.813 | \$ 82.074.146 |
| IGA | | \$ 77.107 | \$ 931.021 | \$ 1.354.296 | \$ 1.318.265 | \$ 2.261.021 | \$ 4.400.352 | \$ 8.164.236 | \$ 14.604.544 | \$ 24.622.244 |
| % crecimiento | | | 1107% | 45% | -3% | 72% | 95% | 86% | 79% | 69% |
| GANANCIA NETA | | \$ 179.917 | \$ 2.172.382 | \$ 3.160.025 | \$ 3.075.952 | \$ 5.275.715 | \$ 10.267.487 | \$ 19.049.883 | \$ 34.077.269 | \$ 57.451.903 |
| Margen/EBITDA | | 5% | 13% | 13% | 10% | 13% | 18% | 25% | 33% | 41% |
| Margen Neto | | 3% | 8% | 9% | 7% | 9% | 12% | 17% | 23% | 28% |
| ROA | | 7% | 33% | 36% | 24% | 21% | 27% | 29% | 33% | 32% |
| ROE | | 52% | 78% | 76% | 50% | 32% | 39% | 38% | 40% | 38% |

Anexo 2: Capital de Trabajo Necesario Escenario Base

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Ventas netas | \$ 5.306.843 | \$ 25.932.860 | \$ 33.712.718 | \$ 45.512.169 | \$ 61.441.429 | \$ 82.945.929 | \$ 111.977.004 | \$ 151.168.955 | \$ 204.078.089 |
| % de crecimiento | | 388,7% | 30,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% |
| (-) Costo de Ventas | \$ 4.887.070 | \$ 21.229.941 | \$ 27.598.923 | \$ 38.508.493 | \$ 50.253.583 | \$ 63.707.536 | \$ 78.934.682 | \$ 95.525.147 | \$ 113.417.738 |
| Días: | | | | | | | | | |
| Créditos por Ventas | 139 | 46 | 43 | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| Otros Activos Corrientes | 41 | 45 | 37 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| Proveedores | 126 | 9 | 7 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Otros Pasivos Corrientes | 37 | 45 | 34 | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| Créditos por Ventas | \$ 2.022.740 | \$ 3.273.992 | \$ 4.000.000 | \$ 9.497.712 | \$ 12.821.911 | \$ 17.309.579 | \$ 23.367.932 | \$ 31.546.708 | \$ 42.588.056 |
| % de crecimiento | | 61,9% | 22,2% | 137,4% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% |
| Otros Activos Corrientes | \$ 590.638 | \$ 3.210.259 | \$ 3.387.566 | \$ 5.090.869 | \$ 6.872.673 | \$ 9.278.108 | \$ 12.525.446 | \$ 16.909.352 | \$ 22.827.626 |
| % de crecimiento | | 443,5% | 5,5% | 50,3% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% |
| Proveedores | \$ 1.832.137 | \$ 629.800 | \$ 629.800 | \$ 997.527 | \$ 1.346.661 | \$ 1.817.993 | \$ 2.454.290 | \$ 3.313.292 | \$ 4.472.944 |
| % de crecimiento | | -65,6% | 0,0% | 58,4% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% |
| Otros Pasivos Corrientes | \$ 537.275 | \$ 3.181.737 | \$ 3.181.737 | \$ 4.829.011 | \$ 6.564.975 | \$ 8.862.716 | \$ 11.964.666 | \$ 16.152.299 | \$ 21.805.604 |
| | | 492,2% | 0,0% | 51,8% | 35,9% | 35,0% | 35,0% | 35,0% | 35,0% |
| Total Capital de Trabajo | \$ 243.966 | \$ 2.672.714 | \$ 3.576.029 | \$ 8.762.042 | \$ 11.782.947 | \$ 15.906.979 | \$ 21.474.422 | \$ 28.990.469 | \$ 39.137.134 |
| % sobre Ventas | 4,6% | 10,3% | 10,6% | 19,3% | 19,2% | 19,2% | 19,2% | 19,2% | 19,2% |
| Variación de Capital de Trabajo | | | | \$ 5.186.013 | \$ 3.020.905 | \$ 4.124.032 | \$ 5.567.443 | \$ 7.516.048 | \$ 10.146.664 |

Anexo 3: Estado Situación Patrimonial Escenario Base

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ACTIVO | | | | | | | | | |
| Activo Corriente | | | | | | | | | |
| Caja y Bancos | \$ 455.625 | \$ 276.150,00 | \$ 405.000,00 | -\$ 1.705.061 | \$ 3.253.171 | \$ 9.642.392 | \$ 25.834.092 | \$ 52.865.034 | \$ 105.129.709 |
| Créditos Comerciales | \$ 2.022.740 | \$ 3.273.992,00 | \$ 4.000.000,00 | \$ 9.497.712 | \$ 12.821.911 | \$ 17.309.579 | \$ 23.367.932 | \$ 31.546.708 | \$ 42.588.056 |
| Créditos Fiscales | \$ 112.078 | \$ 621.543,00 | \$ 670.000,00 | | | | | | |
| Otros Créditos | \$ 22.935 | \$ 2.312.566,00 | \$ 2.312.566,00 | \$ 5.090.869 | \$ 6.872.673 | \$ 9.278.108 | \$ 12.525.446 | \$ 16.909.352 | \$ 22.827.626 |
| Inversiones | \$ 100.000 | \$ 150.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 |
| | \$ 2.713.378 | \$ 6.634.251 | \$ 8.887.566 | \$ 12.883.519 | \$ 22.947.754 | \$ 36.230.080 | \$ 61.727.471 | \$ 101.321.094 | \$ 170.545.392 |
| Activo No Corriente | | | | | | | | | |
| Bienes de Uso | | | | | \$ 2.211.891 | \$ 1.966.126 | \$ 3.735.946 | \$ 3.266.226 | \$ 6.469.912 |
| TOTAL ACTIVO | \$ 2.713.378 | \$ 6.634.251 | \$ 8.887.566 | \$ 12.883.519 | \$ 25.159.646 | \$ 38.196.205 | \$ 65.463.417 | \$ 104.587.321 | \$ 177.015.304 |
| PASIVO | | | | | | | | | |
| Pasivo Corriente | | | | | | | | | |
| Deudas Comerciales | \$ 1.832.137 | \$ 629.800 | \$ 629.800 | \$ 997.527 | \$ 1.346.661 | \$ 1.817.993 | \$ 2.454.290 | \$ 3.313.292 | \$ 4.472.944 |
| Remuneraciones y Cargas | \$ 53.251 | \$ 526.688 | \$ 526.688 | | | | | | |
| Otros Pasivos Corrientes | \$ 484.024 | \$ 2.655.049 | \$ 2.655.049 | \$ 4.829.011 | \$ 6.564.975 | \$ 8.862.716 | \$ 11.964.666 | \$ 16.152.299 | \$ 21.805.604 |
| Prestamos | \$ - | \$ 50.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 |
| | \$ 2.369.412 | \$ 3.861.537 | \$ 4.211.537 | \$ 6.226.538 | \$ 8.311.636 | \$ 11.080.709 | \$ 14.818.957 | \$ 19.865.591 | \$ 26.678.548 |
| Pasivo No Corriente | | | | | | | | | |
| Prestamos | \$ - | \$ - | \$ 500.000,00 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 |
| TOTAL PASIVO | \$ 2.369.412 | \$ 3.861.537 | \$ 4.711.537 | \$ 6.726.538 | \$ 8.811.636 | \$ 11.580.709 | \$ 15.318.957 | \$ 20.365.591 | \$ 27.178.548 |
| PATRIMONIO NETO | \$ 343.966 | \$ 2.772.714 | \$ 4.176.029 | \$ 6.156.981 | \$ 16.348.010 | \$ 26.615.497 | \$ 50.144.460 | \$ 84.221.729 | \$ 149.836.755 |

Anexo 4: Estado de Resultados Escenario Pesimista

| | | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|-----|--------------|---------------|-----------------|---------------|---------------|------------------|---------------|------------------|----------------|
| Ventas | | \$ 5.306.843 | \$ 25.932.860 | \$ 33.712.718 | \$ 42.815.152 | \$ 54.803.394 | \$ 70.696.379 | \$ 91.905.292 | \$ 120.395.933 | \$ 158.922.632 |
| Dinamarca | 70% | \$ 3.714.790 | \$ 18.153.002 | \$ 23.598.903 | \$ 29.970.606 | \$ 38.362.376 | \$ 49.487.465 | \$ 64.333.705 | \$ 84.277.153 | \$ 111.245.842 |
| elcanciller.com | 30% | \$ 1.592.053 | \$ 7.779.858 | \$ 10.113.815 | \$ 12.844.546 | \$ 16.441.018 | \$ 21.208.914 | \$ 27.571.588 | \$ 36.118.780 | \$ 47.676.789 |
| % crecimiento | | | 389% | 30% | 27% | 28% | 29% | 30% | 31% | 32% |
| Gastos de Comercializacion | | \$ 4.887.070 | \$ 21.229.941 | \$ 27.598.923 | \$ 38.508.493 | \$ 53.141.720 | \$ 71.584.347 | \$ 94.660.880 | \$ 122.591.328 | \$ 156.117.282 |
| Servicios | | \$ 4.227.122 | \$ 17.830.026 | \$ 23.179.034 | \$ 32.450.647 | \$ 44.781.893 | \$ 60.455.556 | \$ 79.944.518 | \$ 103.681.507 | \$ 132.036.052 |
| Alquileres | | \$ 200.000 | \$ 250.000 | \$ 325.000 | \$ 325.000 | \$ 448.500 | \$ 448.500 | \$ 593.082 | \$ 593.082 | \$ 755.277 |
| Reparaciones | | \$ 287.600 | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - |
| Sueldos y Cargas Sociales | | \$ 172.348 | \$ 3.149.915 | \$ 4.094.890 | \$ 5.732.845 | \$ 7.911.327 | \$ 10.680.290,79 | \$ 14.123.279 | \$ 18.316.739,10 | \$ 23.325.953 |
| % crecimiento | | | 334% | 30% | 40% | 38% | 35% | 32% | 30% | 27% |
| CONTRIBUCION MARGINAL | | \$ 419.773 | \$ 4.702.919 | \$ 6.113.795 | \$ 4.306.659 | \$ 1.661.675 | \$ 887.968 | \$ 2.755.587 | \$ 2.195.395 | \$ 2.805.350 |
| Gastos de Administracion | | \$ 162.749 | \$ 1.433.769 | \$ 1.863.899,70 | \$ 2.609.460 | \$ 3.601.054 | \$ 4.861.423 | \$ 6.428.593 | \$ 8.337.359 | \$ 10.617.438 |
| Impuestos, tasas y servicios | | \$ 132.671 | \$ 1.370.303 | \$ 1.781.394 | \$ 2.493.951 | \$ 3.441.653 | \$ 4.646.232 | \$ 6.144.030 | \$ 7.968.305 | \$ 10.147.456 |
| Gastos Bancarios | | \$ 30.078 | \$ 63.466 | \$ 82.506 | \$ 115.508 | \$ 159.401 | \$ 215.192 | \$ 284.563 | \$ 369.054 | \$ 469.982 |
| EBITDA | | \$ 257.024 | \$ 3.269.150 | \$ 4.249.895 | \$ 1.697.200 | \$ 1.939.380 | \$ 5.749.391 | \$ 9.184.180 | \$ 10.532.755 | \$ 7.812.089 |
| % crecimiento | | | 1172% | 30% | -60% | -214% | 196% | 60% | 15% | -26% |
| Depreciaciones y amortizaciones | | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ 219.213,58 | \$ 219.213,58 | \$ 403.024,16 | \$ 403.024,16 | \$ 720.869,43 |
| EBIT | | \$ 257.024 | \$ 3.269.150 | \$ 4.249.895 | \$ 1.697.200 | \$ 2.158.593 | \$ 5.968.605 | \$ 9.587.204 | \$ 10.935.779 | \$ 8.532.958 |
| Resultados financieros negativos | | \$ - | \$ 75.967,00 | \$ 98.757,10 | | | | | | |
| Resultados financieros positivos | | \$ - | \$ 851.496 | \$ 1.106.945 | | | | | | |
| Otros Resultados No Operativo | | \$ - | \$ 941.276 | \$ 941.276 | | | | | | |
| RESULTADO ANTES DE IGA | | \$ 257.024 | \$ 3.103.403 | \$ 4.514.321 | \$ 1.697.200 | \$ 2.158.593 | \$ 5.968.605 | \$ 9.587.204 | \$ 10.935.779 | \$ 8.532.958 |
| IGA | | \$ 77.107 | \$ 931.021 | \$ 1.354.296 | \$ 509.160 | \$ 647.578 | \$ 1.790.581 | \$ 2.876.161 | \$ 3.280.734 | \$ 2.559.887 |
| % crecimiento | | | 1107% | 45% | -62% | -227% | 177% | 61% | 14% | -22% |
| GANANCIA NETA | | \$ 179.917 | \$ 2.172.382 | \$ 3.160.025 | \$ 1.188.040 | \$ 1.511.015 | \$ 4.178.023 | \$ 6.711.043 | \$ 7.655.045 | \$ 5.973.071 |
| Margen/EBITDA | | 5% | 13% | 13% | 4% | -4% | -8% | -10% | -9% | -5% |
| Margen Neto | | 3% | 8% | 9% | 3% | -3% | -6% | -7% | -6% | -4% |
| ROA | | 7% | 33% | 36% | 11% | -10% | -32% | -53% | -88% | -43% |
| ROE | | 52% | 78% | 76% | 28% | -21% | -141% | 9515% | 99% | 81% |

Anexo 5: Capital de Trabajo Necesario Escenario Pesimista

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|--|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Ventas netas | \$ 5.306.843 | \$ 25.932.860 | \$ 33.712.718 | \$ 42.815.152 | \$ 54.803.394 | \$ 70.696.379 | \$ 91.905.292 | \$ 120.395.933 | \$ 158.922.632 |
| % de crecimiento | | 388,7% | 30,0% | 27,0% | 28,0% | 29,0% | 30,0% | 31,0% | 32,0% |
| (-) Costo de Ventas | \$ 4.887.070 | \$ 21.229.941 | \$ 27.598.923 | \$ 38.508.493 | \$ 53.141.720 | \$ 71.584.347 | \$ 94.660.880 | \$ 122.591.328 | \$ 156.117.282 |
| Días: | | | | | | | | | |
| Créditos por Ventas | 139 | 46 | 43 | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| Otros Activos Corrientes | 41 | 45 | 37 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| Proveedores | 126 | 9 | 7 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Otros Pasivos Corrientes | 37 | 45 | 34 | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| Créditos por Ventas | \$ 2.022.740 | \$ 3.273.992 | \$ 4.000.000 | \$ 8.934.884 | \$ 11.436.652 | \$ 14.753.281 | \$ 19.179.265 | \$ 25.124.837 | \$ 33.164.785 |
| % de crecimiento | | 61,9% | 22,2% | 123,4% | 28,0% | 29,0% | 30,0% | 31,0% | 32,0% |
| Otros Activos Corrientes | \$ 590.638 | \$ 3.210.259 | \$ 3.387.566 | \$ 4.789.188 | \$ 6.130.160 | \$ 7.907.907 | \$ 10.280.279 | \$ 13.467.165 | \$ 17.776.658 |
| % de crecimiento | | 443,5% | 5,5% | 41,4% | 28,0% | 29,0% | 30,0% | 31,0% | 32,0% |
| Proveedores | \$ 1.832.137 | \$ 629.800 | \$ 629.800 | \$ 938.414 | \$ 1.201.170 | \$ 1.549.510 | \$ 2.014.363 | \$ 2.638.815 | \$ 3.483.236 |
| % de crecimiento | | -65,6% | 0,0% | 49,0% | 28,0% | 29,0% | 30,0% | 31,0% | 32,0% |
| Otros Pasivos Corrientes | \$ 537.275 | \$ 3.181.737 | \$ 3.181.737 | \$ 4.542.847 | \$ 5.855.705 | \$ 7.553.860 | \$ 9.820.018 | \$ 12.864.223 | \$ 16.980.774 |
| | | 492,2% | 0,0% | 42,8% | 28,9% | 29,0% | 30,0% | 31,0% | 32,0% |
| Total Capital de Trabajo | \$ 243.966 | \$ 2.672.714 | \$ 3.576.029 | \$ 8.242.810 | \$ 10.509.937 | \$ 13.557.818 | \$ 17.625.164 | \$ 23.088.964 | \$ 30.477.433 |
| % sobre Ventas | 4,6% | 10,3% | 10,6% | 19,3% | 19,2% | 19,2% | 19,2% | 19,2% | 19,2% |
| Variación de Capital de Trabajo | | | | \$ 4.666.781 | \$ 2.267.126 | \$ 3.047.882 | \$ 4.067.345 | \$ 5.463.801 | \$ 7.388.469 |

Anexo 6: Estado Situación Patrimonial Escenario Pesimista

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| ACTIVO | | | | | | | | | |
| Activo Corriente | | | | | | | | | |
| Caja y Bancos | \$ 455.625 | \$ 276.150,00 | \$ 405.000,00 | -\$ 3.073.741 | -\$ 4.440.534 | -\$ 11.447.225 | -\$ 19.984.483 | -\$ 32.700.305 | -\$ 42.162.522 |
| Créditos Comerciales | \$ 2.022.740 | \$ 3.273.992,00 | \$ 4.000.000,00 | \$ 8.934.884 | \$ 11.436.652 | \$ 14.753.281 | \$ 19.179.265 | \$ 25.124.837 | \$ 33.164.785 |
| Créditos Fiscales | \$ 112.078 | \$ 621.543,00 | \$ 670.000,00 | | | | | | |
| Otros Créditos | \$ 22.935 | \$ 2.312.566,00 | \$ 2.312.566,00 | \$ 4.789.188 | \$ 6.130.160 | \$ 7.907.907 | \$ 10.280.279 | \$ 13.467.165 | \$ 17.776.658 |
| Inversiones | \$ 100.000 | \$ 150.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 |
| | \$ 2.713.378 | \$ 6.634.251 | \$ 8.887.566 | \$ 10.650.330 | \$ 13.126.278 | \$ 11.213.962 | \$ 9.475.060 | \$ 5.891.697 | \$ 8.778.921 |
| Activo No Corriente | | | | | | | | | |
| Bienes de Uso | | | | | \$ 1.972.922 | \$ 1.753.709 | \$ 3.188.790 | \$ 2.785.766 | \$ 5.243.349 |
| TOTAL ACTIVO | \$ 2.713.378 | \$ 6.634.251 | \$ 8.887.566 | \$ 10.650.330 | \$ 15.099.200 | \$ 12.967.671 | \$ 12.663.851 | \$ 8.677.464 | \$ 14.022.270 |
| PASIVO | | | | | | | | | |
| Pasivo Corriente | | | | | | | | | |
| Deudas Comerciales | \$ 1.832.137 | \$ 629.800 | \$ 629.800 | \$ 938.414 | \$ 1.201.170 | \$ 1.549.510 | \$ 2.014.363 | \$ 2.638.815 | \$ 3.483.236 |
| Remuneraciones y Cargas | \$ 53.251 | \$ 526.688 | \$ 526.688 | | | | | | |
| Otros Pasivos Corrientes | \$ 484.024 | \$ 2.655.049 | \$ 2.655.049 | \$ 4.542.847 | \$ 5.855.705 | \$ 7.553.860 | \$ 9.820.018 | \$ 12.864.223 | \$ 16.980.774 |
| Prestamos | \$ - | \$ 50.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 |
| | \$ 2.369.412 | \$ 3.861.537 | \$ 4.211.537 | \$ 5.881.262 | \$ 7.456.875 | \$ 9.503.369 | \$ 12.234.380 | \$ 15.903.038 | \$ 20.864.010 |
| Pasivo No Corriente | | | | | | | | | |
| Prestamos | \$ - | \$ - | \$ 500.000,00 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 |
| TOTAL PASIVO | \$ 2.369.412 | \$ 3.861.537 | \$ 4.711.537 | \$ 6.381.262 | \$ 7.956.875 | \$ 10.003.369 | \$ 12.734.380 | \$ 16.403.038 | \$ 21.364.010 |
| PATRIMINIO NETO | \$ 343.966 | \$ 2.772.714 | \$ 4.176.029 | \$ 4.269.069 | \$ 7.142.325 | \$ 2.964.302 | -\$ 70.529 | -\$ 7.725.574 | -\$ 7.341.740 |
| | | \$ 2.516.348 | \$ 5.932.739 | \$ 5.364.069 | \$ 2.758.053 | \$ 2.964.302 | -\$ 3.746.741 | -\$ 7.725.574 | -\$ 13.698.645 |

Anexo 7: Estado de Resultados Escenario Optimista

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---|--------------|---------------|-----------------|---------------|----------------|-----------------|----------------|------------------|------------------|
| Ventas | \$ 5.306.843 | \$ 25.932.860 | \$ 33.712.718 | \$ 47.197.805 | \$ 67.020.883 | \$ 97.180.281 | \$ 145.770.421 | \$ 223.028.745 | \$ 343.464.267 |
| Dinamarca | 70% | \$ 3.714.790 | \$ 18.153.002 | \$ 23.598.903 | \$ 33.038.464 | \$ 46.914.618 | \$ 68.026.197 | \$ 102.039.295 | \$ 156.120.121 |
| elcanciller.com | 30% | \$ 1.592.053 | \$ 7.779.858 | \$ 10.113.815 | \$ 14.159.342 | \$ 20.106.265 | \$ 29.154.084 | \$ 43.731.126 | \$ 66.908.623 |
| % crecimiento | | 389% | 30% | 40% | 42% | 45% | 50% | 53% | 54% |
| Gastos de Comercializacion | \$ 4.887.070 | \$ 21.229.941 | \$ 27.598.923 | \$ 38.508.493 | \$ 50.061.040 | \$ 59.988.748 | \$ 65.987.623 | \$ 70.355.815 | \$ 73.482.740 |
| Servicios | \$ 4.227.122 | \$ 17.830.026 | \$ 23.179.034 | \$ 32.450.647 | \$ 42.185.842 | \$ 50.623.010 | \$ 55.685.311 | \$ 59.397.665 | \$ 62.037.561 |
| Alquileres | \$ 200.000 | \$ 250.000 | \$ 325.000 | \$ 325.000 | \$ 422.500 | \$ 422.500 | \$ 464.750 | \$ 464.750 | \$ 485.406 |
| Reparaciones | \$ 287.600 | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - |
| Sueldos y Cargas Sociales | \$ 172.348 | \$ 3.149.915 | \$ 4.094.890 | \$ 5.732.845 | \$ 7.452.699 | \$ 8.943.238,67 | \$ 9.837.563 | \$ 10.493.400,04 | \$ 10.959.773 |
| % crecimiento | | 334% | 30% | 40% | 30% | 20% | 10% | 7% | 4% |
| CONTRIBUCION MARGINAL | \$ 419.773 | \$ 4.702.919 | \$ 6.113.795 | \$ 8.689.313 | \$ 16.959.843 | \$ 37.191.532 | \$ 79.782.798 | \$ 152.672.930 | \$ 269.981.527 |
| Gastos de Administracion | \$ 162.749 | \$ 1.433.769 | \$ 1.863.899,70 | \$ 2.609.460 | \$ 3.392.297 | \$ 4.070.757 | \$ 4.477.833 | \$ 4.776.355 | \$ 4.988.637 |
| Impuestos, tasas y servicios | \$ 132.671 | \$ 1.370.303 | \$ 1.781.394 | \$ 2.493.951 | \$ 3.242.137 | \$ 3.890.564 | \$ 4.279.621 | \$ 4.564.929 | \$ 4.767.814 |
| Gastos Bancarios | \$ 30.078 | \$ 63.466 | \$ 82.506 | \$ 115.508 | \$ 150.161 | \$ 180.193 | \$ 198.212 | \$ 211.426 | \$ 220.823 |
| EBITDA | \$ 257.024 | \$ 3.269.150 | \$ 4.249.895 | \$ 6.079.853 | \$ 13.567.546 | \$ 33.120.775 | \$ 75.304.965 | \$ 147.896.575 | \$ 264.992.890 |
| % crecimiento | | 1172% | 30% | 43% | 123% | 144% | 127% | 96% | 79% |
| Depreciaciones y amortizaciones | \$ - | \$ - | \$ - | \$ - | -\$ 268.083,53 | -\$ 268.083,53 | -\$ 559.624,38 | -\$ 559.624,38 | -\$ 1.246.552,91 |
| EBIT | \$ 257.024 | \$ 3.269.150 | \$ 4.249.895 | \$ 6.079.853 | \$ 13.299.462 | \$ 32.852.692 | \$ 74.745.341 | \$ 147.336.951 | \$ 263.746.337 |
| Resultados financieros negativos | \$ - | -\$ 75.967,00 | \$ 98.757,10 | | | | | | |
| Resultados financieros positivos | \$ - | \$ 851.496 | \$ 1.106.945 | | | | | | |
| Otros Resultados No Operativo | \$ - | -\$ 941.276 | -\$ 941.276 | | | | | | |
| RESULTADO ANTES DE IGA | \$ 257.024 | \$ 3.103.403 | \$ 4.514.321 | \$ 6.079.853 | \$ 13.299.462 | \$ 32.852.692 | \$ 74.745.341 | \$ 147.336.951 | \$ 263.746.337 |
| IGA | \$ 77.107 | \$ 931.021 | \$ 1.354.296 | \$ 1.823.956 | \$ 3.989.839 | \$ 9.855.808 | \$ 22.423.602 | \$ 44.201.085 | \$ 79.123.901 |
| % crecimiento | | 1107% | 45% | 35% | 119% | 147% | 128% | 97% | 79% |
| GANANCIA NETA | \$ 179.917 | \$ 2.172.382 | \$ 3.160.025 | \$ 4.255.897 | \$ 9.309.623 | \$ 22.996.884 | \$ 52.321.739 | \$ 103.135.865 | \$ 184.622.436 |
| Margen/EBITDA | 5% | 13% | 13% | 13% | 20% | 34% | 52% | 66% | 77% |
| Margen Neto | 3% | 8% | 9% | 9% | 14% | 24% | 36% | 46% | 54% |
| ROA | 7% | 33% | 36% | 30% | 30% | 39% | 43% | 44% | 41% |
| ROE | 52% | 78% | 76% | 58% | 42% | 51% | 51% | 50% | 46% |

Anexo 8: Capital de Trabajo Necesario Escenario Optimista

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|---------------------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| Ventas netas | \$ 5.306.843 | \$ 25.932.860 | \$ 33.712.718 | \$ 47.197.805 | \$ 67.020.883 | \$ 97.180.281 | \$ 145.770.421 | \$ 223.028.745 | \$ 343.464.267 |
| % de crecimiento | | 388,7% | 30,0% | 40,0% | 42,0% | 45,0% | 50,0% | 53,0% | 54,0% |
| (-) Costo de Ventas | \$ 4.887.070 | \$ 21.229.941 | \$ 27.598.923 | \$ 38.508.493 | \$ 50.061.040 | \$ 59.988.748 | \$ 65.987.623 | \$ 70.355.815 | \$ 73.482.740 |
| Días: | | | | | | | | | |
| Créditos por Ventas | 139 | 46 | 43 | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 | 76 |
| Otros Activos Corrientes | 41 | 45 | 37 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 | 41 |
| Proveedores | 126 | 9 | 7 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 | 8 |
| Otros Pasivos Corrientes | 37 | 45 | 34 | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 | 39 |
| Créditos por Ventas | \$ 2.022.740 | \$ 3.273.992 | \$ 4.000.000 | \$ 9.849.479 | \$ 13.986.260 | \$ 20.280.077 | \$ 30.420.115 | \$ 46.542.776 | \$ 71.675.875 |
| % de crecimiento | | 61,9% | 22,2% | 146,2% | 42,0% | 45,0% | 50,0% | 53,0% | 54,0% |
| Otros Activos Corrientes | \$ 590.638 | \$ 3.210.259 | \$ 3.387.566 | \$ 5.279.419 | \$ 7.496.776 | \$ 10.870.325 | \$ 16.305.487 | \$ 24.947.395 | \$ 38.418.988 |
| % de crecimiento | | 443,5% | 5,5% | 55,8% | 42,0% | 45,0% | 50,0% | 53,0% | 54,0% |
| Proveedores | \$ 1.832.137 | \$ 629.800 | \$ 629.800 | \$ 1.034.472 | \$ 1.468.951 | \$ 2.129.979 | \$ 3.194.968 | \$ 4.888.301 | \$ 7.527.984 |
| % de crecimiento | | -65,6% | 0,0% | 64,3% | 42,0% | 45,0% | 50,0% | 53,0% | 54,0% |
| Otros Pasivos Corrientes | \$ 537.275 | \$ 3.181.737 | \$ 3.181.737 | \$ 5.007.863 | \$ 7.161.135 | \$ 10.383.646 | \$ 15.575.470 | \$ 23.830.469 | \$ 36.698.922 |
| | | 492,2% | 0,0% | 57,4% | 43,0% | 45,0% | 50,0% | 53,0% | 54,0% |
| Total Capital de Trabajo | \$ 243.966 | \$ 2.672.714 | \$ 3.576.029 | \$ 9.086.562 | \$ 12.852.949 | \$ 18.636.776 | \$ 27.955.164 | \$ 42.771.401 | \$ 65.867.958 |
| % sobre Ventas | 4,6% | 10,3% | 10,6% | 19,3% | 19,2% | 19,2% | 19,2% | 19,2% | 19,2% |
| Variación de Capital de Trabajo | | | | \$ 5.510.533 | \$ 3.766.387 | \$ 5.783.827 | \$ 9.318.388 | \$ 14.816.237 | \$ 23.096.557 |

Anexo 9: Estado Situación Patrimonial Escenario Optimista

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025 |
|----------------------------|---------------------|---------------------|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|
| ACTIVO | | | | | | | | | |
| Activo Corriente | | | | | | | | | |
| Caja y Bancos | \$ 455.625 | \$ 276.150,00 | \$ 405.000,00 | -\$ 849.636 | \$ 7.642.519 | \$ 25.123.660 | \$ 71.602.044 | \$ 160.481.297 | \$ 330.123.014 |
| Créditos Comerciales | \$ 2.022.740 | \$ 3.273.992,00 | \$ 4.000.000,00 | \$ 9.849.479 | \$ 13.986.260 | \$ 20.280.077 | \$ 30.420.115 | \$ 46.542.776 | \$ 71.675.875 |
| Créditos Fiscales | \$ 112.078 | \$ 621.543,00 | \$ 670.000,00 | | | | | | |
| Otros Créditos | \$ 22.935 | \$ 2.312.566,00 | \$ 2.312.566,00 | \$ 5.279.419 | \$ 7.496.776 | \$ 10.870.325 | \$ 16.305.487 | \$ 24.947.395 | \$ 38.418.988 |
| Inversiones | \$ 100.000 | \$ 150.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 | \$ 1.500.000,00 |
| | \$ 2.713.378 | \$ 6.634.251 | \$ 8.887.566 | \$ 14.279.262 | \$ 29.125.555 | \$ 56.274.061 | \$ 118.327.646 | \$ 231.971.467 | \$ 440.217.877 |
| Activo No Corriente | | | | | | | | | |
| Bienes de Uso | | | | | \$ 2.412.752 | \$ 2.144.668 | \$ 4.500.452 | \$ 3.940.828 | \$ 9.563.560 |
| TOTAL ACTIVO | \$ 2.713.378 | \$ 6.634.251 | \$ 8.887.566 | \$ 14.279.262 | \$ 31.538.307 | \$ 58.418.730 | \$ 122.828.098 | \$ 235.912.295 | \$ 449.781.437 |
| PASIVO | | | | | | | | | |
| Pasivo Corriente | | | | | | | | | |
| Deudas Comerciales | \$ 1.832.137 | \$ 629.800 | \$ 629.800 | \$ 1.034.472 | \$ 1.468.951 | \$ 2.129.979 | \$ 3.194.968 | \$ 4.888.301 | \$ 7.527.984 |
| Remuneraciones y Cargas | \$ 53.251 | \$ 526.688 | \$ 526.688 | | | | | | |
| Otros Pasivos Corrientes | \$ 484.024 | \$ 2.655.049 | \$ 2.655.049 | \$ 5.007.863 | \$ 7.161.135 | \$ 10.383.646 | \$ 15.575.470 | \$ 23.830.469 | \$ 36.698.922 |
| Prestamos | \$ - | \$ 50.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 | \$ 400.000 |
| | \$ 2.369.412 | \$ 3.861.537 | \$ 4.211.537 | \$ 6.442.336 | \$ 9.030.086 | \$ 12.913.625 | \$ 19.170.438 | \$ 29.118.770 | \$ 44.626.906 |
| Pasivo No Corriente | | | | | | | | | |
| Prestamos | \$ - | \$ - | \$ 500.000,00 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 | \$ 500.000 |
| TOTAL PASIVO | \$ 2.369.412 | \$ 3.861.537 | \$ 4.711.537 | \$ 6.942.336 | \$ 9.530.086 | \$ 13.413.625 | \$ 19.670.438 | \$ 29.618.770 | \$ 45.126.906 |
| PATRIMINIO NETO | \$ 343.966 | \$ 2.772.714 | \$ 4.176.029 | \$ 7.336.926 | \$ 22.008.220 | \$ 45.005.105 | \$ 103.157.660 | \$ 206.293.526 | \$ 404.654.532 |