

**Universidad Austral**  
Facultad de Ciencias Empresariales



**Tesis Maestría en Finanzas**

**Análisis de Valor Havanna Holding**

Caso basado en el análisis del rango de precio de las acciones  
de la Compañía al momento de salida a oferta pública en junio de 2016

Autor:

**Ramiro Fontela**

Director:

**Alejandro Martinolich**

Rosario - Argentina

2020

Este trabajo se basa en un análisis de valor de Havanna Holding al momento de su salida a oferta pública en el Mercado Argentino durante el mes de junio de 2016, visto desde la perspectiva de un caso, a los fines de determinar si el rango indicativo de precios de la oferta de emisión era razonable.

En una primera instancia, se describe la compañía, el mercado en el que opera, sus líneas de negocio, su historia y sus estados financieros históricos, junto con un breve resumen del contexto macroeconómico y político del momento. En una segunda parte, se detalla la metodología de valuación aplicable al caso bajo análisis. Finalmente, se estima el valor de la Compañía con el objetivo de compararlo con el rango de precios indicativo de la emisión.

Los resultados de este trabajo demuestran que existían suficientes elementos de juicio para pensar que las acciones se encontraban sobrevaluadas al momento de la emisión.

## Índice

<b>1. Introducción al Caso</b> .....	<b>1</b>
1.1. El Caso Bajo Análisis .....	1
1.2. La Compañía.....	2
1.3. Estados Financieros Históricos .....	9
1.4. Escenario Macroeconómico y Político .....	10
<b>2. Marco Teórico</b> .....	<b>13</b>
2.1. Valor de una Compañía .....	13
2.2. Métodos de Valuación .....	17
2.2.1. Income Approach.....	17
2.2.2. Market Approach - Guideline companies .....	20
2.2.3. Market Approach - Similar Transactions.....	26
2.2.4. Cost Approach .....	28
2.2.5. Métodos aplicables al Caso bajo Análisis.....	28
2.3. Primas y Descuentos .....	29
2.4. Evolución de Precios de Acciones Post IPO.....	34
2.5. Tasa de Descuento WACC .....	38
2.6. Características Específicas de Empresas en Países Emergentes.....	46
<b>3. Solución al Caso</b> .....	<b>48</b>
3.1. Análisis de Valor de Havanna Holding – Income Approach.....	48
3.2. Análisis de Valor de Havanna Holding – Market Approach Guideline Companies .....	58
3.3. Análisis de Valor de Havanna Holding – Market Approach Similar Transactions .....	60
3.4. Resumen de Valor.....	62
3.5. Análisis del Rango de Precios.....	63
<b>4. Conclusiones</b> .....	<b>64</b>
Referencias bibliográficas.....	67
Anexo I – Tasa de descuento .....	69

## **1. Introducción al Caso**

### **1.1. El Caso Bajo Análisis**

Durante mayo de 2016, el equipo de portfolio managers de LeBron Investments de la ciudad de Rosario se encontraba analizando la posibilidad de invertir en Havanna Holding S.A. (“Havanna Holding” o “La Compañía” o “la Emisora”), ya que esta iba a realizar una Oferta Pública de Acciones en la Bolsa Argentina (“OPA” y/o “IPO”). La mayoría de los clientes consultaban acerca de la posibilidad de invertir en la OPA ya que lo veían como una oportunidad atractiva mediante la cual podrían obtener un retorno considerable en el corto plazo y mediano plazo. Además, la Emisora se presentaba como una oportunidad interesante para diversificar las carteras accionarias, dado que, en el Mercado Argentino no existían compañías que operen en un segmento similar, sino que predominaban los bancos y las compañías relacionadas con el petróleo en la mayoría de las carteras.

Al 6 de junio de 2016 (“la Fecha de la OPA”), el capital accionario de Havanna Holding se componía de 42.705.577 acciones ordinarias, de las cuales 34.164.462 eran acciones ordinarias Clase A, con derecho a 5 votos por acción y 8.541.115 eran Clase B con derecho a 1 voto por acción. La oferta se basaba en la emisión de 4.270.558 nuevas acciones de Clase B, lo que implicaba un aumento del 9% del capital de la Compañía.

Adicionalmente, los accionistas existentes se comprometieron a ofrecer una cantidad de 3.202.918 acciones de Clase B de sus tenencias y a renunciar a su derecho de suscripción preferente de adquirir nuevas acciones durante la emisión. Suponiendo la colocación de la totalidad de las nuevas acciones, las 3.202.918 acciones representaban aproximadamente el 7% del capital social.

De esta forma, teniendo en cuenta tanto las nuevas acciones, como las que los accionistas existentes se comprometieron a vender, se ponía en oferta el 16% del capital accionario de la Compañía.

En las condiciones de emisión de la OPA, se fijó un rango de precios indicativo (“el Rango de Precios”), el cual oscilaba entre \$32 y \$37 por acción.

Bajo este escenario, el equipo de LeBron Investments debía analizar si el Rango de Precios era razonable o no.

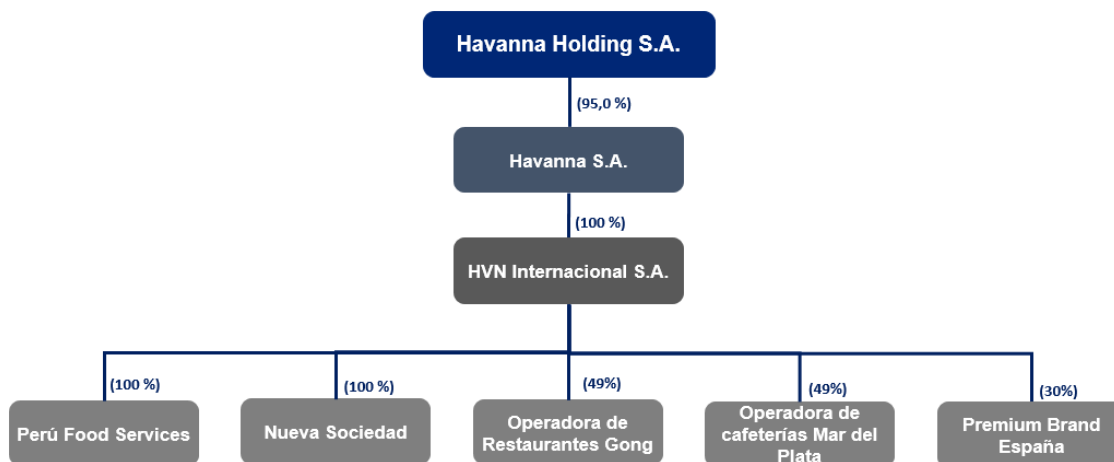
### **1.2. La Compañía<sup>1</sup>**

Havanna Holding S.A. es una sociedad holding que posee el 95% de las acciones de Havanna S.A. (“Havanna”), la sociedad operativa “*core*” del negocio. Además, Havanna S.A. posee, indirectamente a través de su tenencia del 100% en el holding Uruguayo HVN Internacional S.A. (antes denominada Savaly S.A.), el 100% de Peru Food Services S.A.C., una cafetería ubicada en Perú, el 100% de Nueva Sociedad S.A., dedicada a la comercialización de productos en Chile, sumado a las participaciones minoritarias de: (i) el 49% de Operadora de Restaurantes Gong S. de RL de CV y 49% de Operadora de cafeterías Mar del Plata S.A. de CV, ambas cafeterías ubicadas en México y (ii) el 30% de Premium Brand España S.L, dedicada a la comercialización de productos en España.

### **Gráfico I – Estructura Societaria**

---

<sup>1</sup> Fuente: Prospecto de Emisión de Acciones Havanna Holding S.A., recuperado de: <https://www.cnv.gov.ar/sitioweb/>

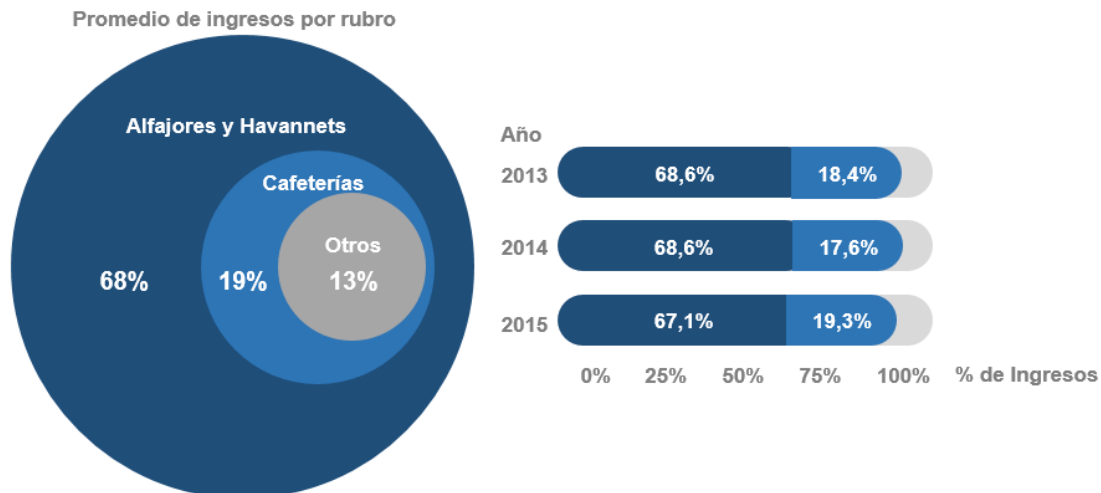


Fuente: Elaboración propia

Havana S.A., la principal subsidiaria de Havana Holding, es una compañía Argentina líder en repostería artesanal que opera en dos grandes rubros<sup>2</sup>. El primero de ellos, y que determina su principal fuente de ingresos, es la producción, comercialización, y exportación de alfajores, dulce de leche y galletitas y productos derivados, como se puede observar en el Gráfico II. En segundo lugar, la Compañía opera en Argentina bajo la modalidad de “*coffee store*” o “cafeterías especializadas”, conocidas como “Havana Café”, tanto en locales propios como a través de franquicias. El modelo de negocios de la Compañía se sustenta en el reconocimiento de la calidad de sus productos y la elevada ponderación de valor de su marca, una de las más prestigiosas y emblemáticas en Argentina en el mercado de alfajores; lo que se traduce en su posicionamiento de liderazgo en el segmento premium del mercado de alfajores y cafeterías.

### Gráfico II – Ingresos por Rubro

<sup>2</sup> El tercer rubro expuesto como “Otros” incluye ventas de: mercadería de reventa, chocolates, pastelería, regalías y productos estacionales.



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de la Compañía

Por medio del desarrollo y expansión del concepto llamado “Havanna Café”, la Compañía logró escalar y darle volumen de ventas a este posicionamiento estratégico, que en sus orígenes contaba con limitados canales de distribución y presencia.

Su gran crecimiento se basó en el desarrollo de locales propios y en un esquema de franquicias que le permitió escalar el negocio con requerimientos de capital moderado y menores riesgos operativos. La combinación de estos factores, junto con el gran reconocimiento de la marca, resulta en un modelo de negocios distintivo, difícil de replicar en idéntica escala por sus competidores.

Los locales operados por la Compañía son los más estratégicos por su ubicación, lo que le permiten a Havanna tener un control más cercano sobre la marca. Sin embargo, estos tienen un margen menor que las franquicias, donde la Compañía vende los productos a un valor que aseguren una ganancia, y el franquiciado afronta los gastos de la sucursal y la inversión en capital de trabajo.

Havanna cuenta con una clara estacionalidad afectada principalmente por la temporada de verano e invierno, potenciando la venta en locales ubicados en zonas turísticas. Los

principales productos elegidos como obsequio toman protagonismo en estos periodos aumentando el nivel de actividad notoriamente sobre los restantes meses del año. Las fechas festivas como la Navidad y Pascuas incorporan al mix nuevos productos estacionales que disparan un aumento de actividad respecto al funcionamiento normal del negocio.

Para poder abastecer al mercado con sus productos, Havanna contaba con tres plantas de producción en Argentina en funcionamiento, las cuales conformaban los principales activos de la Compañía, donde se producían íntegramente toda la variedad de productos. Dos plantas de fabricación se encuentran ubicadas en la ciudad de Mar del Plata y una en Bariloche. Además, había adquirido en 2014 una nueva Planta en el “Parque Industrial Batán”, Mar del Plata.

Adicionalmente, la Compañía contaba con una planta de distribución y logística en Mar del Plata, que permitía una eficiente distribución de los productos a todos los locales de Argentina y América Latina.

### Historia

La Compañía fue fundada en 1948 por tres amigos en Mar del Plata y se dedicó desde sus comienzos a la producción y comercialización de alfajores. Con el paso del tiempo se convirtió en un clásico para los turistas que veraneaban en la Costa Argentina y llevaban estos alfajores de sus viajes.

Hacia 1995, 32 de los 35 locales de Havanna se encontraban en la Costa Atlántica. Durante ese año, se determinó la apertura de una nueva línea de negocios: se abrió el primer “Havanna Café”, y comenzó un periodo de expansión de locales fuera de la Costa, ganando



presencia a lo largo del territorio nacional, lo que sirvió para apalancar de manera estratégica la venta de alfajores y demás productos.

En 1998, Havanna fue vendida a un fondo de private equity local, llamado Exxel Group, por aproximadamente U\$S 85 millones. En ese momento, Havanna producía más de 60 millones de alfajores por año en sus dos fábricas en Mar del Plata.

Hacia el año 2003, Havanna había incrementado su deuda para financiar las operaciones a raíz de la crisis económica argentina, alcanzando la misma los U\$S 30 millones. Como resultado, Exxel Group vendió nuevamente la compañía a un grupo inversor llamado "Grupo DyG", el cual reforzó el modelo de negocio de la Compañía continuando con la expansión estratégica del rubro "*coffe store*" a lo largo del país.

Hacia finales de 2015 la empresa contaba con 1.420 empleados y 212 locales, de los cuales 61 eran operados directamente por la Compañía y 151 eran franquicias, estando presente en 17 de las 24 provincias del país. Por su parte, en las plantas de alfajores de Havanna ya se producían aproximadamente 100 millones de unidades al año. Estaba presente, mediante la exportación de sus productos, en nueve países (Brasil, Chile, Venezuela, Paraguay, Perú, Bolivia, Uruguay, España y México) y el 11% del total de su producción se destinaba al exterior, aunque más allá de esto, por la cantidad de turistas que traspasaban las fronteras de Argentina con productos Havanna, la presencia y reconocimiento en el exterior era aún mayor.

Durante el 2016, realizando las inversiones que restaban, se pensaba concentrar la producción de la Compañía, mediante la mudanza progresiva de las 3 plantas productivas, a la nueva planta en el Parque Industrial Batán. La misma había sido adquirida en 2014, y

en 2015 se comenzaron las obras en el predio que iban a permitir aumentar la producción en un 50%.

El objetivo de la unificación de las plantas era lograr un ahorro en costos y una mayor capacidad productiva, como así también continuar con la estrategia de integración vertical hacia arriba incorporando en el mediano plazo la producción propia de dulce de leche.

A principios de 2016 se obtuvieron las exenciones impositivas del 100% de impuestos y tasas provinciales y municipales por el término de 7 años contados desde la efectiva puesta en marcha de la producción en el predio.

#### Razones que motivaron a la OPA

Havanna Holding tenía un plan de negocios que incluía cambios estratégicos a fin de desarrollar una transformación tendiente a mejorar el resultado de sus operaciones. En ese contexto, la compañía estimaba por un lado, introducir modificaciones en los productos ofrecidos, en el diseño de interiores de sus locales, nueva capacitación y herramientas para los franquiciantes, y, por el otro, reestructurar la organización y los recursos a fin de implementar políticas más avocadas al cliente.

A su vez, Havanna aspiraba a aumentar la cantidad de locales de “Havanna Café” fuera de Argentina y ser una compañía con mayor alcance global, con el objetivo de apalancar la venta de alfajores y sus otros productos en el exterior, con el agregado del servicio distintivo de cafetería. A la Fecha de la OPA, Havanna contaba con 91 sucursales en el exterior, de las cuales 81 eran franquicias.

El desarrollo de esta estrategia de crecimiento se apoyaba en cuatro pilares principales:

**1) Continuar creciendo en el mercado doméstico logrando una mayor penetración de sus productos, basándose en la fortaleza de la marca Havanna.** Principalmente, a través de la apertura de nuevas bocas de venta, tanto propias como franquiciadas, sumando presencia en shopping malls, y negocios boutique y una mayor presencia en aeropuertos domésticos e internacionales. La explotación de la marca Havanna, que resulta la primera opción de *souvenir* tanto para argentinos como para extranjeros, continuaría siendo una de las principales herramientas de venta. Asimismo, se procuraba penetrar aún más en el mercado a través del lanzamiento de nuevos productos innovadores.

**2) Solidificar el proceso de expansión internacional en curso, principalmente mediante la apertura de cafeterías que impulsen la venta de productos.** Desde el año 2004, Havanna había iniciado un proceso sostenido de expansión internacional, cuyo objetivo era continuarlo y profundizarlo. La Compañía apostaba permanentemente al crecimiento en las principales ciudades de América Latina, pero recientemente también había iniciado la expansión hacia otros países fuera de la región, con la apertura de locales en España y la exportación de productos a Estados Unidos.

Adicionalmente, la Compañía desarrolló un nuevo canal de ventas con cafeterías en los aeropuertos de Argentina, Miami (Estados Unidos), y Río de Janeiro (Brasil). Este canal produce ventajas debido a la gran afluencia de personas, y un perfil de cliente con una tendencia a realizar consumos mayores.

Además, la Compañía también invertía en otras sociedades, por lo que tenía a la fecha de la OPA las participaciones previamente mencionadas: en México en Operadora de Restaurantes Gong S. de RL de CV y en Operadora de cafeterías Mar del Plata S.A. de CV,

en Perú en Perú Food Services, en Chile en Nueva Sociedad y, en España en Premium Brand, mediante las cuales apalancaba la distribución de sus productos en estos países.

**3) Acentuar la integración de los procesos de producción, distribución y venta minorista de manera de maximizar la rentabilidad.** Si bien Havanna ya controlaba distintas etapas de la cadena de valor, llevando a cabo la producción, distribución, y venta minorista, pretendía profundizar y optimizar la integración de los procesos con el objetivo de lograr una reducción de costos, que mejore la eficiencia de la Compañía; y

**4) Ampliar la diversificación de su portafolio de productos con otros que sean complementarios a su línea de negocios de “Havanna Café”.** La diversificación a través del lanzamiento de nuevos productos y la permanente innovación en el desarrollo de nuevas formas de comercialización ha sido constante en la historia de Havanna, y es uno de los principales factores de crecimiento frente a sus competidores.

### **1.3. Estados Financieros Históricos**

#### **Tabla I –Estado de Resultados Histórico**

<i>(US\$ miles)</i>	2013	2014	2015
Total Ingresos	85.959	81.135	91.050
Total Gastos	(36.439)	(33.075)	(37.213)
<b>Contribución Marginal</b>	<b>49.520</b>	<b>48.060</b>	<b>53.837</b>
<i>Margen bruto (%)</i>	57,6%	59,2%	59,1%
Total Gastos de Estructura	36.074	36.476	39.309
<b>EBITDA Havana Holding</b>	<b>13.447</b>	<b>11.584</b>	<b>14.528</b>
<i>Margen EBITDA (%)</i>	15,6%	14,3%	16,0%
Depreciaciones Bienes de uso	(1.495)	(884)	(1.173)
Depreciaciones Intangibles	(53)	(35)	(26)
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	<b>11.899</b>	<b>10.665</b>	<b>13.329</b>
Resultados financieros	(2.008)	(315)	(180)
Resultado subsidiarias	116	(139)	(231)
Otros ingresos y egresos	-	(672)	(828)
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	<b>10.007</b>	<b>9.539</b>	<b>12.090</b>
Impuesto a la Ganancias	(3.962)	(3.719)	(4.575)
Intereses minoritarios	(300)	(308)	(392)
<b>Resultado Neto</b>	<b>5.745</b>	<b>5.512</b>	<b>7.123</b>
<i>Margen Neto (%)</i>	6,7%	6,8%	7,8%

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de la Compañía

**Tabla II –Estado de Situación Patrimonial Histórico**

<i>(US\$ miles)</i>	2013	2014	2015
Inventarios	6.578	6.750	5.901
Créditos por ventas	9.822	11.014	11.251
Otros créditos	2.203	1.865	1.592
Efectivo y equivalentes	649	1.353	537
<b>Activo corriente</b>	<b>19.252</b>	<b>20.982</b>	<b>19.281</b>
Propiedades, planta y equipo	8.820	13.009	13.130
Intangibles y Valor Llave	9.179	6.983	4.617
Inversiones en asociadas	164	291	247
Otros Activos	896	1.128	599
<b>Activo no corriente</b>	<b>19.059</b>	<b>21.411</b>	<b>18.593</b>
<b>Total Activo</b>	<b>38.311</b>	<b>42.393</b>	<b>37.874</b>
Cuentas por pagar	5.009	5.502	5.451
Préstamos	12.217	8.517	9.096
Deudas sociales y fiscales	4.961	6.357	5.728
Otros pasivos	1.416	1.622	1.389
<b>Pasivo corriente</b>	<b>23.603</b>	<b>21.998</b>	<b>21.664</b>
Préstamos	780	3.861	3.472
Otros pasivos	2.000	4.832	2.885
Participación minoritaria	801	748	605
<b>Pasivo no corriente</b>	<b>3.581</b>	<b>9.441</b>	<b>6.962</b>
<b>Total Pasivo</b>	<b>27.184</b>	<b>31.439</b>	<b>28.626</b>
<b>Patrimonio neto</b>	<b>11.127</b>	<b>10.954</b>	<b>9.248</b>

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Financieros de la Compañía

#### 1.4. Escenario Macroeconómico y Político

Hacia el año 2016, momento de la OPA, la Argentina vivía un proceso de cambio de Gobierno, en el cual la nueva Administración presentaba un perfil político antagónico respecto de la anterior. El nuevo Gobierno, que asumía en diciembre 2015, tenía un perfil político-económico más orientado hacia el mercado, quien estaba expectante de sus nuevas medidas. Esta situación se veía reflejada en la cotización de las compañías en el mercado Argentino y de los ADRs en el exterior, y en las cifras de Riesgo País<sup>3</sup>.

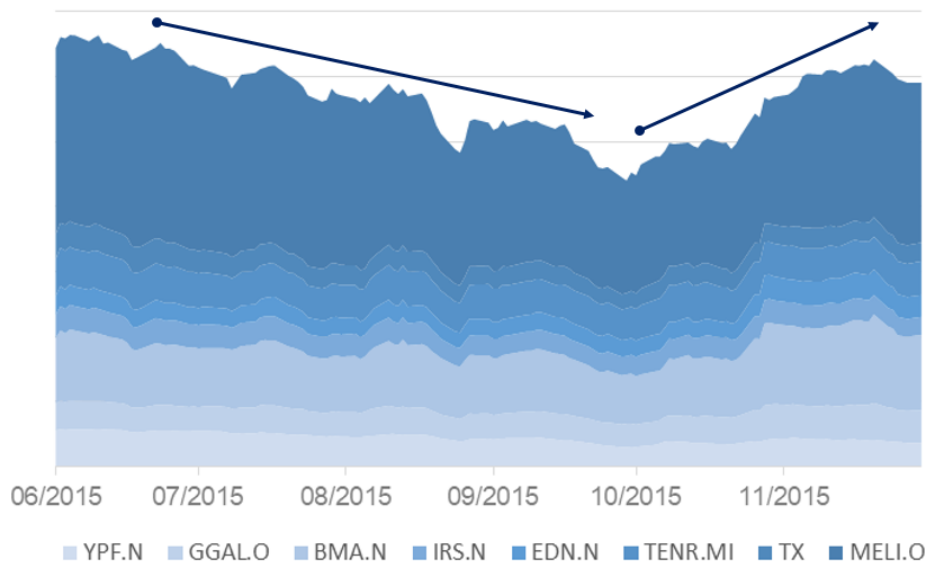
**Gráfico III –Evolución Merval**



Fuente: Elaboración propia en base a <https://www.puentenet.com/>

**Gráfico IV –Cotización ADRs**

<sup>3</sup> Fuente: <https://www.ambito.com/economia/efecto-balotaje-ii-acciones-del-merval-volaron-172-y-bonos-134-n3913267>



Fuente: Elaboración propia en base a <https://www.puentenet.com/>

### Gráfico V – Riesgo País Argentina



Fuente: Elaboración propia en base a EMBI Argentina

Parecía reflejarse que los inversores comenzaban a ver a Argentina con otros ojos, y que las acciones de las compañías locales iban a ser una alternativa atractiva de inversión para ellos.

El país había transitado años con cifras no confiables respecto de inflación por parte del INDEC, las que diferían significativamente de las mediciones privadas<sup>4</sup>. Las consultoras coincidían en gran medida respecto a las proyecciones: una inflación superior al 30% para el 2016, valores cercanos al 20% para 2017 para luego irse estabilizando progresivamente en cifras menores a dos dígitos a partir de 2018.

Con respecto al tipo de cambio, a finales de 2015 se liberó el cepo cambiario que existía sobre la libre compra de la divisa, lo que provocó una suba considerable del tipo de cambio oficial. A futuro se esperaba que la moneda se devalúe en mayor medida hasta 2017 producto de la inflación local, y para luego irse ajustando progresivamente por la diferencia entre la inflación local y estadounidense<sup>5</sup>.

**Tabla III –Proyecciones Macroeconómicas**

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Inflación Argentina acumulada Anual</b>	38,5%	27,7%	32,1%	19,7%	9,1%	7,0%	5,1%	4,6%
<i>Inflación Argentina Promedio</i>		33,1%	29,9%	25,9%	14,4%	8,1%	6,1%	4,9%
<b>Tipo de cambio a fin de año</b>	8,6	13,4	17,4	19,1	22,6	24,6	25,3	27,1
<i>Tipo de cambio promedio</i>		11,0	15,4	18,3	20,9	23,6	25,0	26,2
<b>Crecimiento PBI</b>	-2,6%	1,9%	-1,0%	3,2%	5,2%	6,0%	5,0%	4,7%
<b>Inflación USA acumulada Anual</b>	1,6%	0,1%	1,6%	2,3%	2,5%	1,7%	1,9%	2,0%

Fuente: Elaboración propia en base a The Economist Intelligence Unit

## 2. Marco Teórico

### 2.1. Valor de una Compañía

El valor correspondiente a los accionistas de una empresa (*Equity Value*) está determinado por el valor de las operaciones (*Enterprise Value*) más los activos no

<sup>4</sup> Fuente: [https://www.bbc.com/mundo/noticias/2016/02/160218\\_argentina\\_inflacion\\_indec\\_all](https://www.bbc.com/mundo/noticias/2016/02/160218_argentina_inflacion_indec_all)

<sup>5</sup> Fuente: The Economist Intelligence Unit – Argentina Forecast



operativos netos (activos no operativos menos pasivos no operativos) menos la deuda financiera.

**Gráfico VI –Valor**



Fuente: Elaboración propia

Si bien existen diversas metodologías para determinar el valor de una empresa, toda valuación trata de un proceso cuyo objetivo es determinar una estimación o rango de valor a partir de conocimientos técnicos y que, al incluir cierto grado de subjetividad, el resultado podría ser distinto para diferentes analistas con distintas percepciones sobre determinados aspectos, para distintas personas, o para la misma persona en un momento distinto del tiempo.

Un aspecto a destacar es que no debe confundirse la definición de “precio” con “valor”. El precio es aquella cantidad de dinero por lo que la propiedad de una empresa va a cambiar de manos entre comprador y vendedor, y que puede diferir del valor determinado. El precio surge de un proceso de negociación entre las partes y puede verse afectado por factores como formas de pago, urgencias, factores emocionales, etc. (Orsi, 2019).

Dentro de los distintos tipos de valor, podemos encontrar:

*Fair Market Value*: el precio al cual la propiedad de una empresa cambiaría de manos entre un vendedor y un comprador, bajo las condiciones existentes a la fecha de valuación, cuando ninguno de ellos actúe bajo compulsión y cuando ambos tengan un conocimiento razonable de los hechos relevantes.

*Market Value*: el precio más probable por el cual debería negociarse una empresa en un mercado competitivo y abierto, con todas las condiciones requeridas para una venta justa, donde el comprador y vendedor actúan con prudencia y conocimiento, suponiendo que el precio no se ve afectado por estímulos indebidos.

*Investment Value*: el valor específico de una empresa para un inversor particular basado en un requerimiento o condición de este; diferenciado del *Market Value* que es impersonal y desinteresado, para un inversor racional.

Si bien el *Investment Value* y el *Market Value* pueden ser muy diferentes, para tomar una decisión sobre el primero de ellos, se lo suele comparar con el segundo.

Las principales razones que implican la existencia de un *Investment Value*, son las siguientes:

- Diferencias en estimaciones sobre futuras ganancias o poder adquisitivo;
- Diferencias en las percepciones sobre el grado de riesgo y requerimiento de tasa de retorno;
- Diferencias en costos de financiamiento y situación fiscal;
- Sinergias provenientes de otras operaciones del comprador.

*Intrinsic or fundamental Value*: constituye un juicio analítico de valor basado en las características percibidas inherentes a la inversión, pero no por la situación de un inversor

en particular, a diferencia del *Investment Value*. Este valor se convertirá en el Valor de Mercado cuando los otros inversores alcancen a las mismas conclusiones sobre la inversión. Tiene en cuenta situaciones como dividendos, estructura de capital, calidad de la gerencia, etc.

*Fair Value*: el valor de las acciones de un accionista que va a vender su participación, justo antes de que la transacción se lleve a cabo, excluyendo cualquier apreciación o depreciación que se pueda producir por la misma. Este valor se suele usar mucho en los procesos de *M&A*<sup>6</sup> donde hay intereses de partes minoritarias que podrían verse afectados por el mismo.

*Book Value*: es el valor contable -de libros- de la compañía, que surge de los registros contables, y que determina el valor del patrimonio neto por diferencia entre los activos y pasivos.

Respecto a las premisas de valor, las empresas, o parte de ellas, deberían ser analizadas bajo alguna de las siguientes premisas:

- Valor como empresa en marcha: aquella empresa comercial capaz de generar ingresos que se transforman en activos (*Going-concern*);
- Valor como un conjunto de activos: aquel conjunto de activos capaz de generar ingresos, pero que no están siendo usados en el giro de una empresa comercial para obtenerlos;

---

<sup>6</sup> Mergers and Acquisitions: Fusiones y adquisiciones.

- Valor de activos: valor de aquellos activos para ser vendidos individualmente, no como parte de un conjunto que puede agregar valor adicional por formar parte de ese;
- Valor de liquidación: valor que tendrán los activos una vez que sean vendidos de forma individual, por la necesidad de un proceso forzado de liquidación (Pratt, 2007).

En base a lo descrito a lo largo de este apartado, para el caso bajo análisis se determinará el *Fair Market Value* de Havana Holding, bajo la premisa de empresa en marcha.

## **2.2. Métodos de Valuación<sup>7</sup>**

Existen diferentes métodos de valuación, que, de acuerdo al objetivo que se busque, al tipo de empresa a la que se esté valuando, la información disponible, entre otros, se va a determinar uno en particular o utilizar varios de ellos conjuntamente en el análisis.

Hay una gran influencia y dependencia de la información histórica existente a la fecha de valuación, sobre los datos que se estiman proyectar. Esta información proyectada suele partir de los datos ya conocidos, es decir los Estados financieros, ajustados por determinadas variables para poder pronosticar de la manera más acertada los hechos futuros.

### **2.2.1. Income Approach**

Este método determina el valor a través del valor presente de los flujos futuros que la empresa sea capaz de generar, descontados a la fecha de valuación a una determinada tasa

---

<sup>7</sup> Fuente: Pratt, Shannon. P. (2007). *Valuing a Business: The analysis and appraisal of Closely Held Companies* (5th Edition).

requerida por el inversor, que será estimada de acuerdo al riesgo que conlleve la inversión. Se basa en el principio de anticipación, donde se consideran las características operativas de cada compañía o activo mediante un análisis prospectivo. Es la metodología más utilizada a escala mundial y la más recomendada por los especialistas para la valuación de una empresa en marcha (Pratt, 2007).

Respecto a “los flujos que la inversión sea capaz de generar”, existen diferentes categorías de ingresos que pueden ser valuados:

1. Free Cash Flow: EBIT<sup>8</sup> menos impuestos efectivos, CAPEX<sup>9</sup>, inversión en activos intangibles e inversión en capital de trabajo, más egresos que no representan salidas de fondos (amortizaciones y depreciaciones);
2. Equity Cash Flow: utilidad neta más los conceptos que no representan salidas de fondos, menos la inversión en capital de trabajo y CAPEX, más la variación neta en la deuda financiera;
3. Dividendos;
4. Utilidad neta.

En la práctica, el Free Cash Flow es el concepto más utilizado. Este es un flujo de fondos operativo, que no considera el efecto de la estructura de capital, es decir neto de conceptos financieros. Este se trae a valor presente mediante una tasa “WACC”<sup>10</sup>, por lo que considera el escudo fiscal dentro de la tasa, y como resultado se obtiene el valor de las operaciones (“*Enterprise Value*” o “EV”).

---

<sup>8</sup> EBIT: Utilidad antes de intereses e impuestos.

<sup>9</sup> CAPEX: Inversión en bienes de capital.

<sup>10</sup> Ver Apartado 2.5 “Tasa de Descuento WACC”

Por el contrario, utilizando Equity Cash Flow, el flujo de fondos debería ser descontado a una tasa de costo de capital de los accionistas " $Ke$ "<sup>11</sup>, el escudo fiscal estaría considerado dentro de los flujos y como resultado se llegaría al valor de los accionistas ("*Equity Value*" o "*valor del patrimonio*"). Este flujo de fondos suele utilizarse a la hora de realizar estimaciones de valor de bancos, compañías seguro, u otras compañías en las que el negocio financiero es el más importante de la empresa, y, en muchos de los casos, es difícil separarlo del negocio operativo de la misma.

### **Periodos bajo análisis**

A la hora de estimar los flujos de fondos de la empresa, es imposible proyectarlos durante toda la vida de la misma. En cambio, se considera que las empresas permanecen a perpetuidad; por lo que se analiza y se proyecta un período hasta el cual se logra obtener un flujo normalizado, que sea sostenible en el tiempo. Si bien lo más frecuente es utilizar cinco años a la hora de proyectar los flujos correspondientes, dependiendo del caso y de la información disponible, este período puede oscilar entre tres y diez años. Luego se considera un flujo constante que va a mantenerse a lo largo de tiempo, generalmente con alguna tasa de crecimiento estimada, para obtener el valor terminal de la empresa.

### **Valor determinado mediante el método**

Mediante el *Income Approach* podemos obtener valores tanto para accionistas mayoritarios como minoritarios. Los dos principales problemas que pueden presentarse son que: i) los flujos de fondos esperados pueden diferir entre lo esperado por el accionista que ejerce control, de aquellos que tienen una participación minoritaria, es decir ser distinto el

---

<sup>11</sup> Ver Apartado 2.5 "Tasa de Descuento WACC"

numerador de la ecuación; ii) si bien el costo de capital exigido puede ser idéntico para ambos, en la consideración de la estructura de capital, como aquel que ejerce control puede variar la porción de deuda de la empresa, pueden existir diferentes tasas WACC para cada una de las dos posturas, es decir cambiar la parte del denominador de la ecuación.

Más allá de este problema de participación controlante o no, la salida básica del modelo luego de proyectar de forma racional y objetiva los flujos de fondos y la tasa de costo de oportunidad, es el *Fair Market Value* del negocio. Adicionalmente, para ciertos inversores que tengan diferentes tasas de costos de oportunidad, o bien, sinergias provenientes por la adquisición de la empresa, puede ser calculado un *Investment Value* de acuerdo sus particularidades (Pratt, 2007).

### **2.2.2. Market Approach - Guideline companies**

El propósito del método es construir métricas de valor basadas en precios de acciones de compañías similares que coticen en el mercado, para utilizarlas para determinar el valor de la compañía bajo análisis.

Esta métrica de valor generalmente es un múltiplo que surge de dividir el valor de mercado de la compañía pública por alguna variable de sus estados financieros, a la fecha de valuación.

Las variables más utilizadas para el armado de múltiplos provenientes del estado de resultados, son:

- EBITDA<sup>12</sup>
- Ventas;

---

<sup>12</sup> EBITDA: Utilidad antes de impuestos, intereses, depreciaciones y amortizaciones.

- Utilidad neta después de impuestos;
- Book Value;
- Flujo de fondos neto;
- Dividendos.

Como alternativa a considerar únicamente las acciones (*equity*) para elaborar los múltiplos, se podría considerar todo el capital invertido. En este caso, al numerador se lo denomina *Enterprise Value* (“*EV*”) e incluye todas las clases de acciones y la deuda financiera.

Los periodos de tiempo más utilizados para recopilar los datos son:

- Últimos 12 meses (LTM)
- Último año fiscal;
- Estimaciones sobre el año próximo;
- Promedios simples o ponderados sobre un número determinado de años anteriores.

El valor inicial, antes de ajustes, obtenido por este método es llamado normalmente “*publicly traded equivalent value*”, que constituye el *Fair Market Value* al cual la acción debería ser negociada si esta fuera una empresa pública en marcha, para un interés minoritario sobre la firma (Pratt, 2007).

### **Elección de comparables**

La posibilidad de encontrar empresas que sean similares a la empresa bajo análisis puede ser complicado. Más allá de considerar, como primer requisito, que cuenten con similares



líneas de negocios, existen otros factores que también deben entrar en consideración, tales como:

- Estructura de capital;
- Productos y mix entre las diferentes líneas;
- Mercados y posición en la industria;
- Management;
- Ganancias;
- Volumen de ventas;
- Países en los que opera;
- Capacidad de pago de dividendos;
- Valor de libros.

El número de compañías comparables a analizar va a depender de diversos factores, entre ellos:

- Similitud de las comparables: entre más similares, menos se requieren.
- Liquidez: entre más comercializada sea una acción, menos se requieren.
- Dispersión entre los criterios claves comparables.

### **Múltiplos a utilizar según cada caso en particular**

Intereses de control vs participación minoritaria: Cuando se valúa una participación controlante generalmente se utilizan múltiplos en base a EV en lugar del patrimonio únicamente, ya que al tener el control sobre la empresa se podría tomar la decisión financiera de cambiar la estructura de capital. Muchas veces, ya sea que se trate de una

participación controlante o no, se utiliza el EV sin la deuda financiera, en aquellos casos donde el apalancamiento es muy distinto entre las comparables.

Empresas públicas vs privadas: Las compañías públicas tienden a enfocarse más en la ganancia neta<sup>13</sup> que las compañías privadas, mientras que estas últimas centran su foco principalmente en el EBITDA y el flujo de efectivo.

Empresa en marcha vs empresas en liquidación: Para determinar un valor de liquidación, generalmente se suele analizar individualmente los activos del negocio, por lo que el método se centraría en variables del estado de situación patrimonial. Como se mencionó anteriormente, este método es utilizado para empresas en marcha, y rara vez para empresas en liquidación.

Empresas individuales vs Holdings: En la mayoría de los casos, en la valuación de las empresas individuales el foco tiende a centrarse en la capacidad de generar variables de ingresos, mientras que en holdings, este se centra en las variables de valor de los activos. Por lo tanto, en las empresas individuales el enfoque tiende a ser la relación entre precio y EBITDA, flujo de efectivo, ganancias o dividendos, mientras que para los holdings, el enfoque tiende a ser la relación entre precio y valor de libros o precio y valor de libros ajustado.<sup>14</sup>

Etapa de la compañía en el ciclo de vida: Entre más madura sea la empresa, más estable; por lo que el foco debería estar puesto en variables como flujo de efectivo y EBITDA.

---

<sup>13</sup> El múltiplo más utilizado a la hora de centrarse en la ganancia neta de una compañía es el Price to Earnings Ratio (P/E).

<sup>14</sup> Havana Holding, al tener un solo activo que es su participación en Havana S.A., será analizada bajo la perspectiva de una empresa individual, mediante un análisis de las principales operaciones de su principal subsidiaria.

Mientras que, las compañías en crecimiento, suelen tener varios períodos de flujos de fondos netos negativos por lo que sería más útil analizar otras variables como ingresos.

Línea de negocio: Entre más significativos sean los activos al tipo de negocio, más debería ser la importancia de ellos en los múltiplos. Por ejemplo, en instituciones financieras, los activos y deudas financieras juegan un papel muy importante a la hora de elaborar los múltiplos. En cambio, en compañías manufactureras los activos fijos pueden variar de manera significativa entre las empresas comparables en condiciones, edad, importancia en las operaciones, por lo que se dificultaría armar métricas comparables. En compañías de servicios, los activos juegan un papel muy poco importante, o nulo en muchos casos, para el armado de múltiplos (Pratt, 2007).

### **Ajustes a Estados Financieros de las comparables**

Entre los ajustes posibles a realizar, podemos encontrar los siguientes:

- Remoción de partidas que sean extraordinarias, no recurrentes (y sus efectos impositivos);
- Ajustes por partidas no operativas;
- Ajustes por operaciones discontinuadas;
- Ajustes a la comparabilidad de la contabilización del inventario, métodos de amortización y vida de activos;
- Ajustes por arrendamientos operativos. Muchas compañías que se financian mediante arrendamientos operativos no tienen contabilizada dicha deuda en sus balances, y el devengamiento del alquiler no contempla ningún tipo de intereses, por lo que el EBITDA se ve “castigado” en cierta forma. La NIIF 16 corrige dicho

problema para los Estados Financieros emitidos tales normas. Si las empresas bajo análisis tienen diferentes métodos de contabilización sobre estos, se deberían ajustar para que sean comparables.

### **Múltiplos de variables del estado de resultados**

Este tipo de múltiplos son los más utilizados en la práctica y se ven influenciados por:

1. Riesgo;
2. Crecimiento esperado en las variables operativas.

El múltiplo más utilizado en la práctica es el *EV/EBITDA*, ya que este último es la variable más representativa de las operaciones de una empresa, contemplado su margen de ventas y los gastos de estructura.

Con respecto a los múltiplos de ventas, la correlación difiere mucho entre las distintas empresas y los distintos tipos de industria. Este tipo de múltiplos es más frecuentemente usado en Start-ups, donde probablemente las variables como el EBITDA, o más aun la ganancia neta, son negativas; o en empresas de servicios, como agencias de publicidad, compañías de seguro, servicios profesionales, etc.

Una gran debilidad de estos múltiplos sobre ingresos es que son muy susceptibles a la estructura de capital de cada compañía, no reflejan de ninguna forma la eficiencia o no, de las operaciones ni contempla el margen asociado a esos ingresos (Pratt, 2007).

### **Tratamiento de los activos no operativos**

Los activos no operativos deben ser dejados de lado a los efectos de los análisis, tanto para la empresa bajo análisis, como para las comparables -de ser posible- en caso de utilizar

múltiplos. Cualquier ingreso proveniente de estos activos, debe ser dejado de lado a la hora de proyectar flujos de fondos, o bien a la hora de utilizar un múltiplo.

Los activos no operativos más comunes son la caja, en exceso de la necesaria para el normal funcionamiento, y los activos financieros.

### **2.2.3. Market Approach - Similar Transactions**

El método es similar al descrito anteriormente (*Guideline companies*), pero la diferencia es que en lugar de basarse en cotizaciones de empresas públicas, se construyen métricas de valor en base a datos de transacciones concretadas de empresas comparables.

Uno de los principales problemas se da a la hora de recopilar información para el armado de los múltiplos. Muchas de las transacciones son privadas y no se cuenta con información de mercado, sumado a que algunos sectores en particular cuentan con pocas transacciones.

Los múltiplos podrían reflejar tanto un *Fair Market Value* como un *Investment Value* de cada operación, estando este muy influenciado debido al tipo de comprador existente en cada transacción. Por un lado, podemos encontrar un comprador estrictamente financiero (Ej: *Private Equity*) que mira la empresa por su valor “*Stand-Alone*”, con el solo objetivo de adquirirla para obtener retorno sobre su inversión. Este tipo de compradores tendería a pagar una empresa por su *Fair Market Value*. En cambio, por otro lado, existen compradores estratégicos, los cuales estarían dispuestos a pagar más precio por una compañía por la existencia de sinergias o cuestiones meramente estratégicas. Aquí el valor observado mediante el múltiplo de la transacción sería un *Investment Value*.

Por su parte, se debe analizar si las transacciones corresponden a compras de tenencias minoritarias o mayoritarias, ya que en el caso de las segundas es muy probable que existan

primas por control. En la práctica se suelen ajustar los múltiplos de tenencias minoritarias con una prima por control, con el objetivo de obtener el múltiplo que sea aplicable al 100% de la compañía bajo análisis.

### **Cuestiones a tener en cuenta sobre transacciones**

#### Fecha de anuncio versus fecha de cierre de la transacción

Un tema importante a la hora de recopilar la información es determinar a qué fecha se recopila la información de las compañías comparables. Hay dos fechas claves durante un proceso de *M&A*: la fecha de anuncio y la fecha de cierre del *deal*. Entre ambas fechas generalmente existe un lapso de varios meses y el precio de las acciones de las compañías a ser adquiridas, si son públicas, suelen tener una gran variación.

#### Estructura de la transacción

Dentro de las características de la estructura de la transacción, se deben tener en consideración los siguientes puntos:

- **Términos del *deal*:** Se debe analizar si la transacción fue realizada 100% en efectivo o mediante intercambio de acciones. Generalmente el valor que se paga en efectivo es inferior al que si la transacción se realiza mediante acciones, acciones preferidas u obligaciones convertibles. El análisis debería lograr de la manera más precisa posible cual sería el valor de la compañía de realizarse 100% en efectivo.
- **Bienes involucrados:** Muchas veces las transacciones involucran solo una parte de los activos de la compañía, como puede ser una unidad de negocios, una marca, una planta de operaciones, etc. El valor determinado sería distinto en caso de tratarse del 100% de las acciones de una compañía a solo un conjunto de activos.

- Acuerdos de no competencia, empleo o consultoría: En el caso de existir acuerdos que puedan llegar a tener efectos significativos, se debe analizar qué impacto tienen los mismos dentro del precio determinado para la transacción (Pratt, 2007).

#### **2.2.4. Cost Approach**

El método consiste en valorar a cada uno de los activos fijos, financieros e intangibles menos el valor estimado de los pasivos existentes o potenciales de la empresa. Por cuestiones contables, salvo algunas excepciones, muchas de las partidas se registran a su costo histórico a la hora de ingresar a la contabilidad, lo cual puede diferir en mayor o menor medida de su valor de mercado a una fecha determinada. Incluso pueden existir activos intangibles no reflejados en la contabilidad, como así también contingencias no registradas. En síntesis, el valor de libros de la compañía generalmente difiere de su valor de mercado.

En el método de *Cost Approach*, cada activo y pasivo es analizado y valuado individualmente. Esto se hace basándose en el principio de sustitución, es decir al valor de reposición que debería tener cada una de las partidas a la fecha de valuación. Así, la suma de los activos menos los pasivos, ambos a su valor de mercado, determina el valor de la empresa (Pratt, 2007).

Más allá de lo descrito anteriormente, el valor de una compañía "en marcha" normalmente excede el valor de mercado de sus activos, por lo que este método no suele ser usado en la práctica, salvo para empresas que se encuentren transitando un proceso de liquidación.

#### **2.2.5. Métodos aplicables al Caso bajo Análisis**

En base a lo analizado a lo largo del apartado 2.2, y teniendo en cuenta las particularidades del caso bajo análisis, se ha decidido aplicar los métodos de Income Approach y Market Approach.

La determinación de valor mediante el descuento de flujo de fondos es el método más utilizado en la práctica, y que determina por excelencia el valor de empresas en marcha. Es por ello que, el Income Approach será el método principal para estimar el precio de las acciones de La Compañía. Adicionalmente, se utilizará como método complementario el Market Approach, seleccionando compañías comparables públicas que coticen en el mercado y transacciones concretadas de compañías similares.

Por lo expuesto en el apartado 2.2.4, el *Cost Approach* no será utilizado para el análisis de valor de Havanna Holding.

### **2.3. Primas y Descuentos<sup>15</sup>**

#### Primas y descuentos por control

La tenencia de una mayoría accionaria tiene un valor superior que una minoría ya que cuentan con una serie de beneficios, como por ejemplo: nombrar miembros de la gerencia o el directorio; determinar el plan de negocios, despedir personal inactivo, aumentar precios, reducir costos mediante sinergias, eliminar competidores del mercado, liquidar, disolver o capitalizar la empresa; definir la estructura de capital; determinar o no el pago de dividendos y bajo qué forma; etc.

En términos generales, los inversores no aceptarían una tasa de rendimiento esperada más baja por la compra de una participación mayoritaria que por la compra de una

---

<sup>15</sup> E: Pratt, Shannon. P. (1998). Cost of Capital: estimation and applications (1st Edition); y Pratt, Shannon. P. (2007). Valuing a Business: The analysis and appraisal of Closely Held Companies (5th Edition).

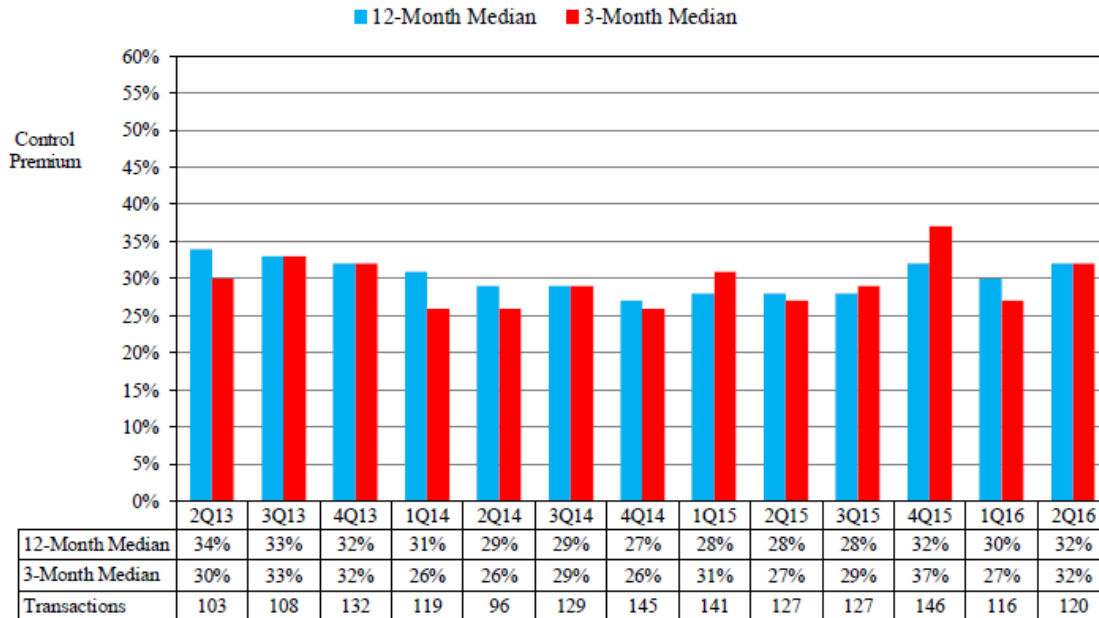


participación minoritaria, como consecuencia de haber realizado una inversión más alta en la primera de ellas. Los compradores de participaciones controlantes pagan primas porque esperan ejercer algunos de los derechos nombrados en el párrafo precedente con el objetivo de aumentar los flujos de fondos esperados; salvo en aquellos casos que se tratan de compras estratégicas.

El valor de mercado de las acciones de una empresa pública refleja por definición una tenencia minoritaria sobre la misma. Si se quisiera determinar el valor de 100% del patrimonio de la misma, debería adicionarse una prima por control. Por el contrario, si se está analizando el valor de una compañía desde la metodología de *Income Approach* por ejemplo, a efectos de comparar el valor determinado con el “*Market Cap*” debería restarse un descuento por falta de control (Pratt, 2002).

Tomando como base “*Control Premium Study – 2nd Quarter 2016*” de Mergerstat se puede ver en el Gráfico VII a continuación, que al 30 de junio de 2016 (2Q16), la mediana de las primas por control de las transacciones relevadas se ubicaba en 32%.

#### **Gráfico VII –Prima por Control**



Fuente: Control Premium Study – 2nd Quarter 2016

El *Control Premium Study* examina las primas pagadas por inversores por encima del valor de mercado de una determinada cantidad de transacciones públicas, tanto en el mercado de Estados Unidos como en demás mercados internacionales, en las que se adquiere más del 50,01% del capital accionario de la empresa, es decir el control de la misma.

Relevando información histórica del mismo estudio de Mergerstat, como se puede observar en el gráfico a continuación, la mediana de primas por control al 31 de diciembre de los últimos cuatro años, considerando los 10 años previos a cada fecha, mantiene la tendencia del 32%, por lo que esta prima será la utilizada a los efectos del análisis.

### **Gráfico VIII –Evolución histórica de Primas por Control**

*12-months median*

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
1Q	33%	36%	24%	22%	21%	22%	34%	41%	35%	38%	34%	31%	28%	30%
2Q	35%	30%	24%	22%	21%	25%	38%	38%	34%	40%	34%	29%	28%	32%
3Q	37%	27%	23%	22%	21%	27%	41%	36%	35%	40%	33%	29%	28%	32%
4Q	38%	26%	24%	21%	21%	31%	44%	36%	35%	37%	32%	27%	32%	32%

**Control Premium (10 years) - Median**

al 31/12/2015	32%
al 31/12/2014	32%
al 31/12/2013	32%
al 31/12/2012	33%

Fuente: Elaboración propia en base a estudios históricos de Mergerstat

En el caso bajo análisis, al determinar bajo los diferentes métodos el valor del 100% del capital accionario, se procede a aplicar un descuento por falta de control de 24%:  $[1 - (1/(1+32\%))]$ .

Descuento por falta de liquidez

Entendiendo la liquidez como “la cantidad de tiempo requerida para convertir un activo en efectivo”, este concepto es sumamente importante para un inversor en cualquier ámbito. A la hora de realizar una inversión en una empresa en particular, que tan rápido, o no, se pueda convertir en efectivo la participación, va a tener un efecto sobre el precio de la misma, que se va a materializar en un descuento por falta de liquidez. Este descuento, a su vez, va a diferir en el caso de una tenencia mayoritaria o minoritaria, siendo más significativo el descuento en el segundo de los casos.

Este concepto está íntimamente relacionado a la existencia de un mercado donde las acciones puedan ser intercambiadas con facilidad, rapidez y costos mínimos.

Para el caso de tenencias minoritarias, estudios independientes de acciones se observan en “*Valuing a Business: The Analysis & Appraisal of Closely-Held Companies*”, (de

Shannon Pratt, Robert Reilly y Robert Schweihs, Dow Jones-Irvin, cuarta edición) y en *“Business Valuation Discounts and Premiums”* (de Shannon Pratt, John Wiley & Sons). Asimismo, se han desarrollado ciertos estudios empíricos en los EE.UU. durante las últimas décadas (Estudio del Inversionista Institucional de la SEC, además de estudios realizados por autores como Gelman, Moroney, Maher, Silber, etc.) Estos estudios muestran un rango aproximado de ajustes por falta de liquidez para minorías entre 10% a 43%.

Por otra parte, para el caso de tenencias mayoritarias, Pratt, (2002) demuestra en *“Cost Of Capital”* que, si bien en muchos casos de intereses controlantes es discutible la aplicabilidad de un descuento por falta de liquidez por los analistas, la Corte de Estados Unidos (U.S. Tax Court) determinó que usualmente el mismo se encuentra entre el 10% y el 25%.

Los factores que pueden afectar al descuento por falta de liquidez son:

- Existencia de “Puts” donde bajo ciertas circunstancias exista un comprador para la participación, ya previsto de ante mano de manera contractual;
- Pago de dividendos: aquellas empresas que repartan dividendos en efectivo tenderían a sufrir primas por falta de liquidez menor que aquellas donde no se abonen dividendos en efectivo;
- Existencia de un número razonable potenciales compradores;
- Tamaño de la participación: empíricamente está demostrado que aquellas participaciones más grandes tienden a tener descuentos por falta de liquidez mayores que aquellas participaciones más pequeñas;

- Proyecto de IPO: si bien nunca se podría estar 100% certero acerca de la salida a oferta pública, aquellas empresas que tengan la intención de realizarlo podrían tener descuentos inferiores al resto;
- Performance y riesgo: los estudios empíricos demuestran que aquellas empresas que han sido más sólidas financieramente y menos riesgosas (volátiles) en el pasado, tienden a tener descuentos inferiores.

**Gráfico IX –Primas y Descuentos**



Fuente: Elaboración propia

#### **2.4. Evolución de Precios de Acciones Post IPO**

Desde la década de 1980 hacia el 2001, una gran cantidad de empresas salieron a oferta pública en el mercado de Estados Unidos; más precisamente más de una por cada día hábil de mercado para este período. Estas emisiones variaron a lo largo del tiempo, existiendo

años en los que se realizaron 100 emisiones, y otros en los cuales el número de emisión alcanzó los 400. El volumen monetario de emisión de acciones fue en aumento durante este periodo, acelerándose considerablemente en los años 1999 y 2000, antes de la burbuja de las “*Dot-Com*”<sup>16</sup> (Ritter y Welch, 2002).

Muchos autores comenzaron a estudiar la evolución del precio de las acciones luego de la salida a oferta pública, y todos coincidían respecto a la subvaluación del precio de las acciones al momento del IPO.

El rendimiento promedio del primer día de cotización fue variando desde 7,4% en los años 80, 11,2% en la primera parte de los 90, 18% a mediados de los 90, para alcanzar rendimientos de 65% en los años 99 y 2000, y luego caer hacia un 14% en 2001 (Ritter y Welch, 2002) .

Sin embargo, en el largo plazo este patrón de rendimiento no se cumplía, sino que por el contrario, existían rendimientos negativos.

### **Teorías sobre la subvaluación de acciones al momento de IPO**

#### *Teorías basadas en la asimetría de información*

Una de las teorías propone que, si el emisor está más informado que el inversor, este último supone que los emisores con peor calidad que el promedio estarán dispuestos a vender sus acciones a un precio promedio. Para distinguirse de los emisores de “baja calidad”, los emisores de “alta calidad” deben dar una señal al mercado, y lo hacen

---

<sup>16</sup> Durante los últimos años de la década del 90 y los primeros años de los 2000, en la Bolsa de NASDAQ en New York, se produjo un crecimiento considerable de la cotización de empresas vinculadas a Internet, ya que se creía que estas eran el “futuro” y la “nueva economía”, sumado a una gran cantidad de capital disponible en el mercado. Esto derivó en una burbuja financiera denominada “Dot-Com” (del término “punto com”) que provocó la quiebra de muchas de estas empresas, que tuvieron que fusionarse con otras, reconvertirse o simplemente dejar de operar.

vendiendo sus acciones a un precio menor a lo que el mercado piensa que estas valen. Es decir que los emisores de “alta calidad” pagan un precio dejando de percibir una cierta cantidad de dinero en el IPO (Ritter y Welch, 2002).

Algunos autores en otras teorías suponen que producto de los “road show”, si los colocadores comunican a la compañía que estiman una demanda fuerte por parte de los potenciales inversores, la compañía estará dispuesta a vender sus acciones a un precio más alto, o al contrario en la situación inversa.

Baron (1982) establece una teoría basada en un problema de agencia. Para que los colocadores realicen su mejor esfuerzo en la colocación, el precio de la acción necesariamente debe estar subvaluado para que estos puedan obtener una mayor ganancia.

En resumen, estas y las demás teorías existentes relacionadas con la asimetría de información atribuyen a este factor la subvaluación del IPO. En tales modelos, reduciendo la asimetría de información a cero, se eliminaría la subvaluación del IPO.

#### *Teorías basadas en información simétrica:*

Una de las teorías fue elaborada por Tinic (1988), y en ella el autor comenta que la subvaluación de las acciones se ve motivada por la intención de reducir el potencial riesgo legal de la compañía. Por ejemplo, es menos probable que una compañía sea demandada legalmente por fraude por una acción que comience a ser vendida a \$30, cuando su precio informativo era de \$20, que una cuyo precio informativo era de \$30 y comienza a ser vendida a ese precio, sabiendo que en algún momento en el mercado el precio va a caer por debajo del precio al que se arrancó negociando tanto en un caso como en el otro.

Por su parte, Boehmer y Fisher (2001), en línea con la teoría de Baron, notaron que entre mayor sea la subvaluación, mayor es el volumen negociado en el *aftermarket*, por lo que el colocador obtiene mayores ingresos.

#### Teorías relacionadas con el control accionario

Brennan y Franks (1997) atribuyen la subvaluación inicial de las acciones a que los gerentes de las compañías estarían interesados en comprar acciones de forma estratégica para que no se armen bloques accionarios de inversores que adquirieran el control y puedan sacarlos de sus funciones.

#### **Performance de acciones del IPO a largo plazo**

El comportamiento de las acciones de los IPO en el mediano y largo plazo ha sido estudiado por muchos académicos en los últimos años. Como se supone que los mercados son eficientes, valuarían correctamente a su valor intrínseco cada acción, una vez finalizado cada IPO.

Medir los rendimientos de largo plazo se puede hacer de dos grandes formas: (i) midiendo la performance absoluta de la acción, o (ii) medirla en forma relativa a un *benchmark* (*abnormal return*).

Tomando como ejemplo todos los IPOs que se realizaron en el mercado de Estados Unidos de 1980 a 2001, se puede ver que si bien en promedio en términos absolutos no tuvieron un rendimiento negativo (+22,6%), al compararlos contra el mercado, el rendimiento relativo ajustado de estas acciones es de -23,4% (Ritter y Welch, 2002). Como característica similar, estas acciones presentaron un riesgo sistemático (Betas) más alto,



sus rendimientos de largo plazo fueron bajos, e incluso en algunos casos negativos, y siempre fueron poco atractivas cuando el mercado tuvo buenos rendimientos.

Dentro de las teorías que explican el comportamiento de largo plazo, Miller (1977) asume que existen restricciones para vender las acciones de los IPOs y que los inversores tienen expectativas exógenas con respecto al valor de la empresa. Los inversores más optimistas son los que compran acciones en el IPO. Cuando transcurre el tiempo, a medida que las distintas opiniones de los inversores del mercado se reducen, el precio converge a una valuación media, que está por debajo del precio de salida a oferta pública. Bradley (2001) agrega que este efecto negativo se ve mucho más pronunciado en caso de que ciertos fondos de *Venture-Capital* respalden y/o adquieran acciones en la emisión. Típicamente estos fondos distribuyen las acciones luego de un tiempo a sus clientes, quienes inmediatamente al recibirlas las venden, haciendo caer el precio.

Otros autores son menos ambiciosos y simplemente intentan justificar estos retornos argumentando que el rendimiento real de la compañía, proveniente de sus Estados Financieros, fue peor que lo que se esperaba al momento del IPO.

A modo de conclusión acerca de lo expuesto a lo largo de este apartado, cabe destacar que la evidencia histórica del mercado de Estados Unidos demuestra que existe una clara y generalizada subvaluación del precio de las acciones al momento de la salida a oferta pública de las diferentes compañías, y que, a su vez, en una cantidad considerable de casos, estas acciones tienen retornos inferiores al *benchmark* en el mediano y largo plazo.

## **2.5. Tasa de Descuento WACC**

En términos financieros, la tasa de descuento es un costo de oportunidad, que proviene del retorno esperado que un inversor debería exigirle a una empresa, de acuerdo al riesgo que conlleve y por invertir en esta, a pesar de tener la posibilidad de poder invertir en otras.

En la práctica, el modelo más utilizado para estimar la tasa de descuento es el *Capital Asset Pricing Model* (“CAPM”).

El modelo determina dos tipos de riesgos:

1. Riesgo sistemático/sistémico: aquel que no puede ser diversificado, que afecta a todas las compañías del mercado.
2. Riesgo no sistemático/específico: aquel propio del tipo de industria o empresa, que contempla factores de riesgo específicos del negocio, tales como riesgo climático, capacidad del management, etc.

El riesgo sistemático es medido en el modelo CAPM a través de la variable **Beta**. Esta mide el retorno de un activo (empresa) individual, contra el “portfolio de mercado”. Aquellas empresas que tengan mayor riesgo que el *benchmark*, deberían tener un retorno mayor que repague ese riesgo.

Siendo la beta del *benchmark* “1”; las betas que estén por encima de 1 indicarían que, cuando el mercado se mueve a la suba o a la baja, la acción se movería en el mismo sentido y en mayor magnitud, es decir que la acción es más riesgosa (volátil) que el mercado; y las que estén por debajo de 1, la situación inversa.

La beta de una acción se calcula como la covarianza del activo contra el *benchmark* sobre la varianza del *benchmark*, para el periodo bajo análisis (Pratt, 2007).

De esta forma, el modelo CAPM permite predecir el retorno esperado de un activo por medio de la siguiente ecuación:

$$E(R) = R_f + \beta \cdot (ERP)$$

Donde:

$E(R)$  = retorno esperado del activo;

$R_f$  = Tasa libre de riesgo (Generalmente es usada la tasa de bonos del Tesoro de EEUU);

$\beta$  = Beta;

ERP = Prima de riesgo (*Equity Risk Premium*).

La prima de Riesgo a utilizar en el caso bajo análisis es de 6,26%, que surge del promedio histórico del retorno del mercado accionario de Estados Unidos en exceso sobre los Bonos del Tesoro Americano, de 1928 a la fecha. (Damodaran<sup>17</sup>).

Principales supuestos del modelo CAPM:

1. Los inversores son aversos al riesgo;
2. Los inversores invierten en portfolios altamente diversificados;
3. Todos los inversores tienen igual horizonte temporal para su inversión;
4. Todos los inversores tienen las mismas expectativas futuras;
5. No hay costos de transacción ni impuestos relacionados con la inversión;
6. La tasa recibida por prestar dinero, es la misma cobrada por pedir prestado;
7. El mercado está perfectamente dividido y es completamente líquido;
8. No hay asimetrías de información.

---

<sup>17</sup>Fuente Equity Risk Premium: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

Si bien en la práctica no se cumplen ninguno de los supuestos, el modelo constituye una herramienta sencilla de gran utilidad para construir una tasa de costo de capital.

Para poder construir una tasa más adecuada a la empresa que se esté analizando, en la práctica se realizan dos grandes ajustes al modelo:

1) Se agrega una prima por tamaño (*Size Premium*): Muchos estudios mostraron evidencia empírica respecto de que, en promedio, las empresas más chicas han tenido mayores retornos que las empresas más grandes. Esto surgió en el Modelo de tres factores planteado por Fama y French en un documento llamado “*Common risk factors in the returns on stocks and bonds*” (Fama & French, 1993), en el cual se analizó que aquellas empresas más pequeñas, es decir con capitalización bursátil inferior, al ser más riesgosas y volátiles, tenían un retorno superior a aquellas empresas más grandes (Pratt, 2007).

Para el análisis del caso, se tomó como base el estudio de Duff & Phelps Valuation Handbook (2017), en el cual para empresas con capitalización bursátil inferior a 568 millones de dólares (*Micro Cap*), los autores encontraron en base a la evidencia empírica que la prima por tamaño, en exceso al CAPM, es de 3,67%.

**Gráfico X –Prima por Tamaño**

	Market Cap (USD millones)		Size Premium
	Desde	Hasta	
Mid Cap	2.392	10.711	1,02%
Low Cap	569	2.391	1,75%
Micro Cap	-	568	3,67%

Fuente: Elaboración propia en base a Duff & Phelps Valuation Handbook, 2017

2) Se considera el riesgo país (*Country Risk Premium*): Debido a la escasez de información de los mercados de países en desarrollo, se suele construir las tasas partiendo de datos del mercado de Estados Unidos. Por lo que, hasta este momento, todos los componentes utilizados para la tasa provienen de datos de dicho país. Para el caso de empresas que operen en otros países se agrega una prima adicional que compense el riesgo operacional financiero, político y económico de estos (Pratt, 2007).

En la práctica, el concepto mayormente aceptado como Riesgo País es el EMBI<sup>18</sup>. Este es un índice elaborado por JP Morgan Chase, que mide la diferencia de tasa de interés entre una determinada canasta de bonos emitidos por países emergentes denominados en dólares y los bonos del Tesoro Norteamericano, a los que se considera libres de riesgo.

Para el caso bajo análisis, se utilizó como prima por Riesgo País un 5,3%, que surge del promedio del EMBI de Argentina de los últimos doce meses transcurridos a la fecha de valuación de la Compañía (periodo abril 2015 a marzo 2016).

De esta manera y teniendo en cuenta los conceptos previamente explicados, arribamos a la conclusión de que los componentes de la tasa de descuento son:

1. Tasa libre de riesgo ( $R_f$ ), que incluye:
  - a. Tasa de rendimiento por el uso de los fondos durante el período;
  - b. Tasa de inflación esperada.
2. Una prima de riesgo, que contempla:
  - a. Riesgo sistemático (o general);
  - b. Riesgo no sistemático (de la inversión en particular).

---

<sup>18</sup> Emerging Market Bond Index

3. Prima por tamaño ( $S_p$ );
4. Riesgo País (CRP).

### **Betas apalancadas y desapalancadas**

Las betas públicas de las compañías con cotización se ven afectadas por la propia estructura de capital de la empresa. Esta puede diferir significativamente de la de la empresa a valorar, por lo que, en la práctica se trabaja “desapalancado” las betas, llevándolas a betas que no contemplan la deuda financiera de las compañías; para así apalancarlas de acuerdo a la estructura de capital de la compañía bajo análisis o del promedio o mediana de la industria, según el caso (Pratt, 2007).

### **Tasa de costo de oportunidad. WACC.**

Para estimar la tasa de costo de oportunidad que va a ser utilizada para descontar los flujos de fondos operativos, se utiliza la *Weighted Average Cost of Capital* (“WACC”). La WACC se define de acuerdo a la siguiente expresión:

$$WACC = \frac{D}{(E+D)} K_d (1-t) + \frac{E}{(E+D)} K_e$$

Donde:

D: Valor de mercado de la deuda financiera;

K<sub>d</sub>: Costo de la deuda;

t: Tasa de impuesto a las ganancias (impuestos corporativos);

E: Valor de mercado de equity;

K<sub>e</sub>: Costo de capital de equity, que proviene del modelo CAPM antes explicado:

$$K_e = Rf + \beta * ERP + Sp + CRP$$

Donde:

Rf: Tasa libre de riesgo (*Risk Free*)

$\beta$ : Beta;

ERP: Prima de riesgo de capital;

Sp; Prima por tamaño;

CRP: Prima de riesgo país.

### **Estructura de capital**

La estructura de capital de una empresa determina la forma en que son financiados los activos netos (inversión) utilizados para las operaciones. El activo neto surge de restar a los activos operativos (créditos por ventas, inventarios, maquinarias, etc) aquellos pasivos operativos que surgen de la propia actividad (proveedores, deudas fiscales, remuneraciones y cargas sociales, etc). La deuda financiera es aquella que tiene un costo explícito, y está compuesta por conceptos tales como préstamos, mutuos, obligaciones negociables, fideicomisos financieros, etc.

No existe una forma ideal de financiar las operaciones, sino que la porción de deuda y equity que va a existir en cada empresa va a depender de muchos factores como el managment, tangibilidad de los activos, rentabilidad, oportunidades de crecimiento, costo de la deuda, tamaño y edad de la empresa, entre otros.

En un primer momento, en Modigliani y Miller (1958) al estudiar el impacto de la estructura de capital en el valor de una empresa lo hicieron sin considerar el efecto de impuestos corporativos (Proposición I de Modigliani y Miller). En este caso, la conclusión

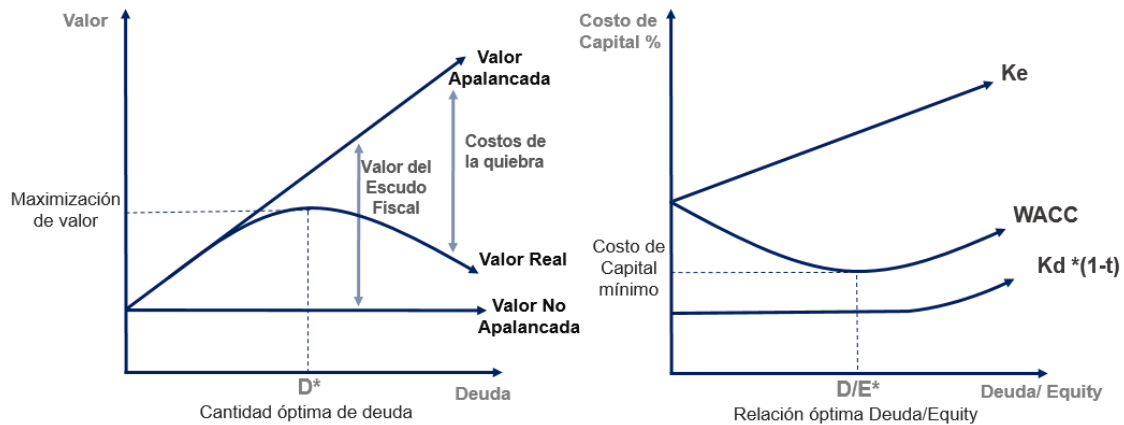
fue que, independientemente de la porción de deuda destinada a financiar las operaciones, el valor de la empresa se mantenía constante, y por lo tanto también su tasa WACC. Es decir, la estructura de capital era irrelevante en el valor de la firma. Esto se puede observar en el Gráfico Relación Endeudamiento – Valor, en la curva de “Valor No Apalancada”.

Luego, al agregar el efecto de los impuestos corporativos en su Proposición II en 1963, aparece el efecto del escudo fiscal producto de los intereses pagados por el financiamiento con deuda. Así, el valor de la firma estaba relacionado de manera positiva con el nivel de endeudamiento, siempre que la rentabilidad de los activos operativos fuera mayor a la tasa de interés. En consecuencia, la tasa WACC era decreciente en función a la cantidad de deuda, tal como se puede apreciar en el Gráfico Relación Endeudamiento – Valor, en la recta “Valor Apalancada”.

Algunos años más tarde, Bradley, Jarrell y Kim (1984) con su *“Trade-off Theory”* llegaron a la conclusión de que, si bien el escudo fiscal maximiza el valor de la empresa, llega un punto donde los costos asociados a la quiebra (directos, indirectos y costos de agencia) son tan grandes que disminuyen el valor. Por su parte, la tasa de interés tendería a aumentar, y la tasa WACC comenzaría a incrementarse. De este modo, el ratio de endeudamiento objetivo sería aquel que maximizara el valor de la firma y minimizara la tasa WACC. Esta situación se puede visualizar en el gráfico a continuación, en la curva “Valor Real”.

#### **Gráfico XI –Relación Endeudamiento - Valor**





Fuente: Elaboración propia

A la hora de valorar una compañía, en teoría, se debería contemplar la estructura de capital actual que tiene la misma. Más allá de esto, el inversor mayoritario que adquiera la firma podría modificarla, por lo que en la práctica se suele utilizar la estructura de capital “de mercado”, es decir un promedio o mediana de la industria de compañías comparables, a la hora de armar la tasa WACC (Pratt, 2007).

## 2.6. Características Específicas de Empresas en Países Emergentes

En el caso de valorar compañías en Mercados Emergentes, suele ocurrir que el riesgo del país usualmente supera al riesgo particular de una empresa.

Numerosos factores pueden afectar el valor de una firma, como por ejemplo, inflación, crisis económicas, tasas de intereses, cambios en normas contables, cambios de gobierno, normas de gobierno corporativo en los mercados, riesgo de expropiación, terrorismo, entre otros.

Las principales características de empresas en estos mercados son:

- Volatilidad cambiaria;
- Elevadas tasas de inflación y de interés;

- **Riesgo País:** las compañías se ven afectadas por la situación macroeconómica del país en el que operan.
- **Escasez de datos:** en países emergentes, sus mercados en primer lugar no tienen una profundidad muy grande. Generalmente la mayoría de las empresas son privadas y no tiene oferta pública, y el acceso al financiamiento se realiza en mayor medida mediante el sistema bancario. Por otro lado, no existe suficiente información comparable de las empresas producto de la escasez de estas, la falta de liquidez, etc.
- **Gobierno corporativo:** el poder de los accionistas de las empresas en países emergentes difiere en muchos casos del que tendría en mercados desarrollados. Muchas de las compañías en estos mercados son negocios familiares, que incluso en los casos que han logrado salir a oferta pública, retienen de alguna forma el control de la misma (acciones con voto múltiple, estructuras piramidales holdings, etc). Por lo que, en ciertas situaciones lidiar con el *management* de una compañía de este tipo difiere de una situación similar en otros países.

En la práctica, las proyecciones se realizan en otra moneda, generalmente Dólar estadounidense, debido a la inestabilidad de la moneda. Además, más allá de considerar el Riesgo País en la tasa WACC<sup>19</sup>, muchos analistas incluyen primas de riesgo adicionales (Damodaran, 2010).

### **Características específicas del *Market Approach***

---

<sup>19</sup> Ver Apartado 2.5 “Tasa de Descuento WACC”

A la hora de estimar el valor de una compañía utilizando múltiplos, en empresas en países emergentes existen dos grandes problemas. El primero de ellos es la falta de empresas comparables en el mismo mercado. El segundo es que existen grandes diferencias en cuanto a riesgo, *cash flows* y crecimiento entre estas empresas. Además, este punto se agudiza en el caso de comparar con empresas de otros mercados.

Los puntos clave a tener en cuenta son:

- Tamaño y liquidez de las comparables;
- Ajustes de los múltiplos de compañías de otros mercados en función al Riesgo País;
- Ajustes de los múltiplos por tamaño, primas por control, primas de riesgo, entre otros (Damodaran, 2010).

### **3. Solución al Caso**

#### **3.1. Análisis de Valor de Havana Holding – Income Approach**

Para estimar el valor de Havana Holding bajo esta metodología, se realizó un análisis exhaustivo de las operaciones individuales de Havana S.A., la principal compañía del grupo en términos de flujos de fondos y valor, y de sus tenencias accionarias en compañías subsidiarias que son consolidadas contablemente por la Compañía<sup>20</sup>.

Para el análisis de valor de la Compañía se tuvieron en cuenta los siguientes supuestos:

---

<sup>20</sup> Las participaciones minoritarias en subsidiarias no son consideradas dentro del flujo de fondos, sino que su valor se incluye en el análisis como “Activo no Operativo” a su Valor Patrimonial Proporcional (VPP) de mercado a la Fecha de Valuación.

- Se toman como base los estados financieros auditados correspondientes a los ejercicios anuales finalizados el 31 de diciembre de 2013, 2014 y 2015, y el ejercicio trimestral finalizado al 31 de marzo de 2016.
- Se considera como fecha de valuación el 31 de marzo de 2016 (“la Fecha de Valuación”).
- La información financiera proyectada, que abarca el período comprendido entre el 31 de marzo de 2016 y el 31 de diciembre de 2021 (“el Período Proyectado”), incluye la proyección de ventas, costo de ventas, gastos, impuestos, depreciaciones, e inversiones en capital de trabajo y activos fijos.
- Las proyecciones fueron realizadas en Pesos Argentinos, y convertidas al Dólar Estadounidense proyectado para cada período correspondiente.
- Las proyecciones utilizadas que se presentan a continuación toman como base información contable, información de mercado y supuestos propios.

### **Value Drivers Havana**

En el 2015, la cantidad de kilos vendidos en productos Havana fue de 4,8 millones, liderados por el rubro “alfajores y havannets” con el 72% de ese volumen. En segundo lugar, se encuentran los ingresos por “cafetería e insumos”, con el 17% del volumen. Esto se condice con el promedio histórico, en el cual se puede observar que en los años 2013 y 2014 la proporción es similar. Estos productos fueron comercializados a un precio promedio de US\$ 18,9 por kilo durante el año 2015.<sup>21</sup>

---

<sup>21</sup> Fuente: Estados Financieros Havana Holding

A futuro se espera que, producto de las inversiones que se realicen durante el 2016, se produzca un aumento considerable de la cantidad vendida a 5,8 millones de kilos hacia 2017, para poder alcanzar una cantidad de 9,2 millones de kilos hacia 2021, arribando a un precio promedio de US\$ 21,3 por kilo para ese año.

**Tabla IV – Ingresos por Rubro**

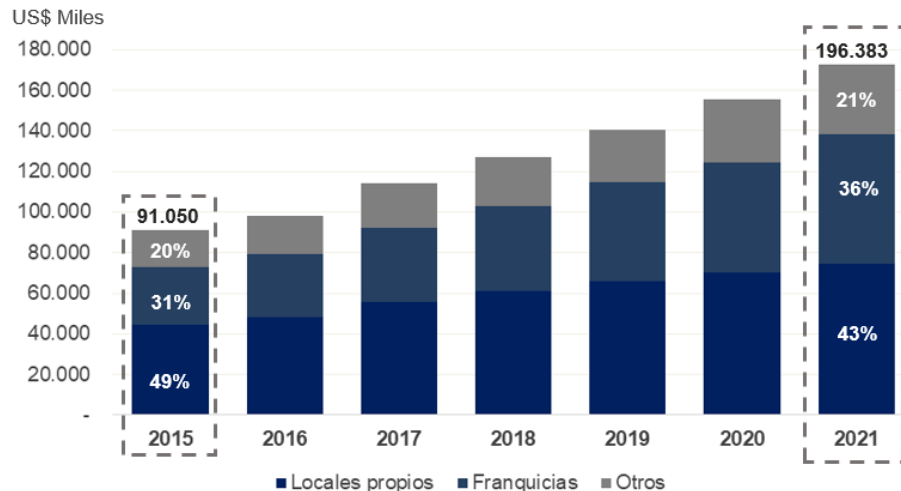
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<i>Kilos por rubro (en miles)</i>							
<i>Alfajores , galletitas y Havannets</i>	3.483	3.698	4.250	4.744	5.296	5.912	6.600
<i>Cafetería e insumos</i>	806	844	951	1.100	1.271	1.470	1.700
<i>Otros</i>	517	550	600	664	735	813	900
<b>Cantidad de Kilos</b>	<b>4.806</b>	<b>5.092</b>	<b>5.801</b>	<b>6.508</b>	<b>7.303</b>	<b>8.196</b>	<b>9.200</b>
<i>Ingresos por rubro (US\$ miles)</i>							
<i>Alfajores , galletitas y Havannets</i>	61.128	65.931	77.515	88.695	100.695	114.543	130.425
<i>Cafetería e insumos</i>	17.549	18.668	21.523	25.510	29.998	35.345	41.687
<i>Otros</i>	12.374	13.382	14.934	16.941	19.067	21.502	24.272
<b>Total Ingresos</b>	<b>91.050</b>	<b>97.980</b>	<b>113.973</b>	<b>131.145</b>	<b>149.760</b>	<b>171.391</b>	<b>196.383</b>

Fuente: Elaboración propia

Por su parte, los ingresos de 2015 corresponden en un 49% a ventas realizadas en locales propios, un 31% a franquicias y un 20% al segmento “Otros”. Dentro de este segmento, se incluyen los ingresos por ventas en aeropuertos (6% de las ventas), ventas a locales franquiciados en el exterior (5% de las ventas), ventas a aerolíneas (3% de las ventas), ventas corporativas (2% de las ventas), ventas a supermercados (1% de las ventas) e ingresos por regalías y derechos de franquicia (3% de las ventas).

A futuro se espera que los ingresos por franquicias crezcan en mayor medida que los de locales propios, representando el 36% de los ingresos hacia 2021. Por su parte, el segmento “Otros”, se proyecta que represente el 21% de los ingresos producto de un aumento en las regalías y derechos de franquicia.

**Gráfico XII –Ingresos por Segmento**



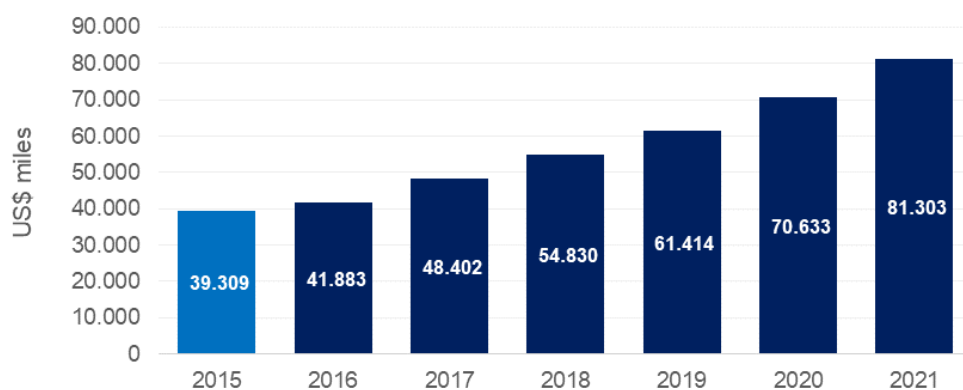
Fuente: Elaboración propia

### Estado de Resultados Projectado

Partiendo de los ingresos antes mencionados, se detraen los gastos variables asociados a la actividad para llegar a un margen bruto de 59,2% para 2016. Se estima que dicho margen se eleve levemente hacia 2021 a un 59,9%.

En la medida de determinar el EBITDA de Havana Holding se han proyectado los diversos gastos de estructura necesarios para llevar adelante la operación, compuestos principalmente por gastos de comercialización y administración.

### Gráfico XIII –Gastos de Estructura



Fuente: Elaboración propia

Partiendo de un total de US\$ 39,3 millones en 2015, se espera un aumento progresivo de los mismos que acompañe el incremento del nivel de actividad de la Compañía, para alcanzar los US\$ 81,3 millones hacia 2021.

En el período 2015, el EBITDA fue US\$ 14,5 millones con un margen de 16%. Durante el Período Proyectado se estima que el EBITDA crecerá hasta US\$ 36,3 millones en 2021, con un Margen EBITDA de 18,5%. El aumento en el margen se debe a la centralización de las operaciones en la planta del Parque Industrial Batán, que implicaría una reducción de los gastos de estructura de la Compañía, sumado a un cambio del mix de productos que se proyectan comercializar, debido al aumento porcentual de los ingresos correspondientes a franquicias, que tienen un margen superior al de los locales propios.

Para alcanzar el Estado de Resultados de Havana Holding se proyectan a su vez las depreciaciones y amortizaciones. Las proyecciones de las depreciaciones y amortizaciones fueron estimadas considerando la amortización impositiva de los activos fijos existentes, de la I&D activada, y de las nuevas inversiones en activos fijo e I&D.

Adicionalmente, se estimó el Impuesto a las Ganancias en función de la alícuota vigente a la Fecha de Valuación del 35%.

En la Tabla V a continuación se presenta el Estado de Resultados de Havana Holding para el Período Proyectado.

#### **Tabla V –Estado de Resultados Proyectado**

(US\$ miles)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total Ingresos	91.050	97.980	113.973	131.145	149.760	171.391	196.383
Total Gastos	(37.213)	(39.976)	(46.387)	(53.245)	(60.653)	(68.899)	(78.750)
<b>Contribución Marginal</b>	<b>53.837</b>	<b>58.004</b>	<b>67.586</b>	<b>77.900</b>	<b>89.107</b>	<b>102.492</b>	<b>117.633</b>
<i>Margen bruto (%)</i>	59,1%	59,2%	59,3%	59,4%	59,5%	59,8%	59,9%
Total Gastos de Estructura	39.309	41.883	48.402	54.830	61.414	70.633	81.303
<b>EBITDA Havana Holding</b>	<b>14.528</b>	<b>16.121</b>	<b>19.184</b>	<b>23.071</b>	<b>27.692</b>	<b>31.859</b>	<b>36.331</b>
<i>Margen EBITDA (%)</i>	16,0%	16,5%	16,8%	17,6%	18,5%	18,6%	18,5%
Depreciaciones CAPEX	(1.173)	(1.969)	(2.150)	(2.617)	(3.143)	(3.736)	(4.413)
Depreciaciones Intangibles	(26)	(28)	(29)	(39)	(49)	(60)	(69)
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	<b>13.329</b>	<b>14.124</b>	<b>17.005</b>	<b>20.414</b>	<b>24.500</b>	<b>28.063</b>	<b>31.849</b>
Impuesto a la Ganancias	(4.575)	(4.943)	(5.952)	(7.145)	(8.575)	(9.822)	(11.147)
<b>Resultado Neto</b>	<b>8.754</b>	<b>9.181</b>	<b>11.054</b>	<b>13.269</b>	<b>15.925</b>	<b>18.241</b>	<b>20.702</b>

Fuente: Elaboración propia

Debido a que la Fecha de Valuación se encuentra a la finalización del primer trimestre del ejercicio 2016, se ha proyectado el estado de resultado a partir de abril 2016 a los efectos de considerar el resultado en el flujo de fondos.

En la Tabla VI a continuación se presenta el Estado de Resultados auditado de Havana Holding para el periodo trimestral finalizado al 31 de marzo de 2016 y el Estado de Resultados proyectado para el periodo abril a diciembre 2016.

**Tabla VI –Estado de Resultados 2016**

(US\$ miles)	Marzo 2016	Abr - Dic 2016	2016
Total Ingresos	20.489	77.491	97.980
Total Gastos	(7.632)	(32.344)	(39.976)
<b>Contribución Marginal</b>	<b>12.858</b>	<b>45.147</b>	<b>58.004</b>
<i>Margen bruto (%)</i>	62,8%	58,3%	59,2%
Total Gastos de Estructura	8.513	33.370	41.883
<b>EBITDA Havana Holding</b>	<b>4.344</b>	<b>11.777</b>	<b>16.121</b>
<i>Margen EBITDA (%)</i>	21,2%	15,2%	16,5%
Depreciaciones CAPEX	(270)	(1.699)	(1.969)
Depreciaciones Intangibles	(5)	(23)	(28)
<b>Resultado antes de Impuestos</b>	<b>4.069</b>	<b>10.055</b>	<b>14.124</b>
Impuesto a la Ganancias	(1.118)	(3.825)	(4.943)
<b>Resultado Neto</b>	<b>2.951</b>	<b>6.230</b>	<b>9.181</b>

Fuente: Elaboración propia



## **Flujo de Fondos y Estimación de Valor**

Para llegar al valor de los flujos de fondos libres se toman los resultados de cada ejercicio del Periodo Proyectado, se les suma las depreciaciones del periodo, y luego se les resta la inversión en capital (Capex e I&D) y el capital de trabajo utilizado.

A continuación se detallan cada uno de estos supuestos considerados para arribar al flujo de fondos libres:

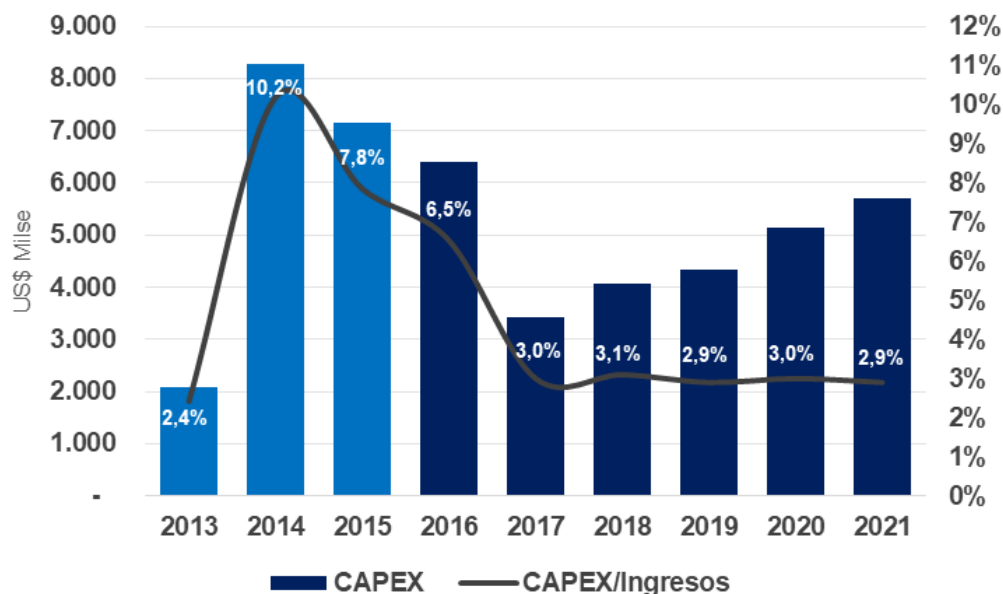
Capex: la Compañía históricamente tuvo una inversión en Capex de aproximadamente un 3% de sus ingresos<sup>22</sup>. Estas inversiones se realizan principalmente para la apertura de nuevas sucursales. La Compañía opera en un sector con un alto nivel de competencia, por lo que debe constantemente abrir nuevas sucursales para mantener su posición de mercado y la fortaleza de la marca.

Sin embargo, el plan de negocios de la Compañía tiene el objetivo de centralizar la planta para reducir costos y aumentar su producción, por lo que en 2014 se adquirió el predio en el Parque Industrial Batán, y en 2015 se comenzaron las obras para la construcción de la nueva planta. Esto provocó que en el transcurso de estos dos años Havana Holding realice una inversión en Capex de US\$ 8,2 y US\$ 7,1 millones, respectivamente. Hacia 2016 se espera que se terminen las obras de la planta, proyectando una inversión en Capex del 6,5% de los ingresos. Posteriormente, en los años siguientes, se proyecta que este porcentaje de inversión se establezca en torno al 3% de los ingresos, como marca el promedio histórico.

### **Gráfico XIV –CAPEX**

---

<sup>22</sup> Fuente: Informe Integral de Havana Holding Fix SCR S.A. (afiliada de Fitch Ratings) de fecha 25 de abril de 2016. Recuperado de: <https://www.fixscr.com>



Fuente: Elaboración propia

Investigación y Desarrollo: Havana no realiza grandes erogaciones en I&D. Las mismas comprenden los gastos de marcas, software y otros activos intangibles, pero que no son significativas al flujo de fondos. Los gastos de I&D fueron US\$ 30 mil en 2018. Para 2019, se espera un gasto de I&D de US\$ 50 mil, y para el Período Proyectado se espera un crecimiento anual en línea con la inflación estadounidense.

Capital de Trabajo: El capital de trabajo surge de considerar los saldos de créditos por ventas, inventarios, otros créditos, cuentas por pagar y otros pasivos corrientes. En base a la información financiera histórica, se estimaron los requerimientos de capital de trabajo para Havana Holding, según se detalla a continuación en la Tabla VII:

**Tabla VII –Capital de Trabajo**

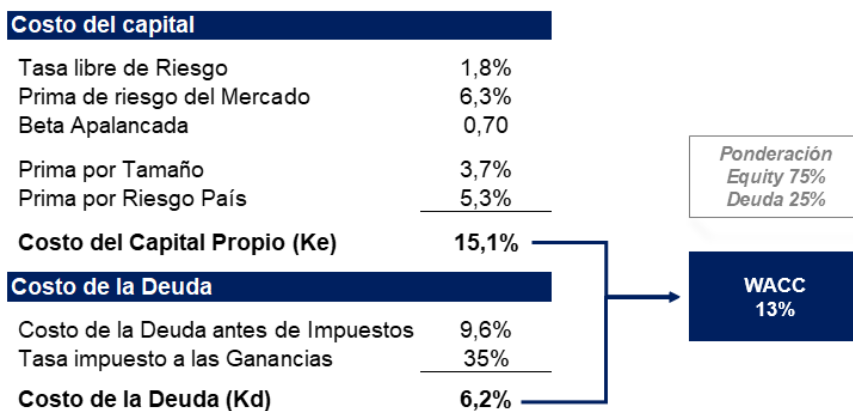
(en miles de US\$)	2015	2016 Marzo	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Total Ingresos	91.050	20.489	97.980	113.973	131.145	149.760	171.391	196.383
Total Costos variables	37.213	7.632	39.976	46.387	53.245	60.653	68.899	78.750
<i>En días</i>								
Inventarios (días de costos)	48	48	52	52	52	52	52	52
Créditos por ventas (días de ventas)	37	28	38	38	38	38	38	38
Otros créditos (días de ventas)	5	6	7	7	7	7	7	7
Cuentas por pagar (días de costos)	44	37	45	45	45	45	45	45
Deudas sociales (días de costos)	33	35	33	33	33	33	33	33
Deudas fiscales (días de ventas)	6	5	6	6	6	6	6	6
Imp. ganancias a pagar (días de ventas)	3	1	4	4	4	4	4	4
Otros pasivos (días de costos)	4	4	4	4	4	4	4	4
Inventarios	5.901	4.886	6.891	7.996	9.179	10.456	11.877	13.575
Créditos por ventas	11.251	7.723	12.201	14.193	16.331	18.649	21.343	24.455
Otros créditos	1.592	1.559	2.159	2.511	2.890	3.300	3.776	4.327
Cuentas por pagar	(5.451)	(3.806)	(6.000)	(6.963)	(7.992)	(9.104)	(10.342)	(11.820)
Deudas sociales	(4.038)	(3.618)	(4.351)	(5.049)	(5.795)	(6.601)	(7.499)	(8.571)
Deudas fiscales	(1.690)	(1.261)	(2.097)	(2.439)	(2.807)	(3.205)	(3.668)	(4.203)
Imp. ganancias a pagar	(957)	(272)	(1.179)	(1.371)	(1.578)	(1.802)	(2.062)	(2.363)
Otros pasivos	(432)	(413)	(506)	(587)	(673)	(767)	(871)	(996)
<b>Capital de Trabajo</b>	<b>6.176</b>	<b>4.798</b>	<b>7.119</b>	<b>8.292</b>	<b>9.554</b>	<b>10.925</b>	<b>12.554</b>	<b>14.404</b>
% de ventas	6,8%	-	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%	7,3%
<b>Inversión en Capital de Trabajo</b>			<b>2.321</b>	<b>1.173</b>	<b>1.262</b>	<b>1.371</b>	<b>1.629</b>	<b>1.850</b>

Fuente: Elaboración propia

Utilizando la metodología de Discounted Cash Flow se estimó el valor de Havana Holding.

Los flujos de fondos proyectados en dólares nominales fueron descontados a una tasa WACC nominal en dólares de 13%<sup>23</sup>. La misma se compone de la siguiente forma:

### Gráfico XV – Resumen de Tasa WACC



Fuente: Elaboración propia

<sup>23</sup> Ver Anexo I- Tasa de descuento

Posteriormente, se estimó el valor residual de la Compañía en el período de terminal mediante la capitalización de todos los flujos de fondos futuros utilizando un múltiplo del valor terminal. El múltiplo de valor terminal es igual a  $[1 / (\text{tasa de descuento} - \text{tasa de crecimiento de largo plazo})]$ , o  $[1 / (13\% - 3\%)]$ .

La suma del valor presente de los flujos de fondos estimados para el Período Proyectado y el valor residual de Havana Holding se estimó en US\$ 141,8 millones.

**Tabla VIII – Flujo de fondos**

(US\$ miles)	Abr - Dic 2016	2017	2018	2019	2020	2021	Periodo Terminal
<b>Resultado Operativo despues de Impuestos</b>	6.230	11.054	13.269	15.925	18.241	20.702	21.323
(+) Depreciaciones	1.722	2.178	2.656	3.192	3.796	4.482	4.617
(-) Capital de Trabajo	(2.321)	(1.173)	(1.262)	(1.371)	(1.629)	(1.850)	(432)
(-) Inversión en Activos Fijos	(4.798)	(3.419)	(4.065)	(4.343)	(5.142)	(5.695)	(6.742)
(-) Inversión en I&D	(38)	(51)	(52)	(53)	(54)	(55)	(56)
<b>Flujo de Fondos Netos</b>	<b>795</b>	<b>8.589</b>	<b>10.546</b>	<b>13.350</b>	<b>15.212</b>	<b>17.583</b>	<b>18.709</b>
<i>Múltiplo Período Terminal</i>							10,0
<i>Períodos medios</i>	0,4	1,3	2,3	3,3	4,3	5,3	5,3
<i>Factor de descuento 13%</i>	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
<b>Flujo de Fondos Descontados</b>	<b>759</b>	<b>7.369</b>	<b>8.007</b>	<b>8.970</b>	<b>9.045</b>	<b>9.253</b>	<b>98.446</b>
<b>Suma de flujo de fondos descontados</b>	<b>141.849</b>						
<b>Valor del 100% de las Operaciones - Havana Holding S.A. (US\$ millones)</b>							<b>141,8</b>

Fuente: Elaboración propia

Después de obtener el valor de las operaciones, se resta el valor de la deuda financiera, se adicionan los activos no operativos y se resta la participación minoritaria para obtener el valor del patrimonio de Havana Holding.

El valor de mercado de la deuda financiera la Fecha de Valuación, se estimó en US\$ 12,2 millones. Por su parte, los Activos no operativos, que incluyen las participaciones minoritarias en empresas, suman US\$ 0,6 millones. La participación minoritaria se estimó en US\$ 6,5 millones.

De acuerdo con los supuestos descritos anteriormente, el valor del 100% del patrimonio de Havana Holding antes de ajustes resultó en US\$ 123,7 millones. Restando el descuento por falta de control de 24%, el valor ajustado del patrimonio de Havana Holding para una tenencia minoritaria resultó en US\$ 94,0 millones.

**Tabla IX – Resumen de Valor Income Approach**

<i>(en millones de US\$)</i>	
<b>Valor del 100% de las Operaciones - Havana Holding</b>	<b>141,8</b>
<i>Múltiplo Implícito EV/EBITDA</i>	<i>9,8x</i>
(-) Deuda Financiera	(12,2)
(+) Activos No Operativos	0,6
(-) Pasivos No Operativos	-
(-) Participacion minoritaria 5%	(6,5)
<b>Valor del 100% del Patrimonio - Antes de ajustes</b>	<b>123,7</b>
Descuento por falta de Control @ 24%	(29,7)
<b>Valor del 100% del Patrimonio de Havana Holding S.A. (en millones de US\$)</b>	<b>94,0</b>

Fuente: Elaboración propia

### **3.2. Análisis de Valor de Havana Holding – Market Approach Guideline**

#### **Companies**

Para estimar el valor de Havana Holding bajo esta metodología, se tomaron los múltiplos relevados de compañías comparables con cotización pública, se los ajustó y con ellos se determinó el valor de las operaciones multiplicándolos por el EBITDA de la Compañía.

Las compañías comparables se seleccionaron en base a las principales operaciones del grupo: producción y comercialización de alfajores, havanets, dulce de leche y otros, y operador de *coffe stores*.

**Tabla X – Comparables de Mercado**

Compañía	País	EV	EBITDA	Múltiplo EV/EBITDA Relevado	Ajuste	Múltiplo Ajustado
Starbucks Corp	United States	89.102	4.447	20,0 x	54%	10,8 x
Dunkin' Brands Group Inc	United States	6.139	407	15,1 x	58%	8,7 x
Mondelez International Inc	United States	84.874	4.385	19,4 x	52%	10,0 x
Hershey Co	United States	21.477	1.676	12,8 x	53%	6,8 x
					<b>Mediana</b>	<b>9,4 x</b>

Fuente: Elaboración propia en base a Reuters

Los ajustes realizados a los múltiplos fueron los siguientes:

- Prima por tamaño: 1,02%, solo para Dunkin' Brands Group Inc.
- Prima por control: 32%
- Ajuste por riesgo país en función a la tasa WACC determinada.

Multiplicando el múltiplo determinado de 9,4 por el EBITDA de Havana Holding de 2015, se obtiene el valor de las operaciones de la Compañía. El EBITDA de Havana Holding correspondiente al ejercicio 2015 fue de US\$ 14,5 millones. Así el valor de las operaciones determinado bajo el método ascendió a US\$ 136,3 millones.

Después de obtener el valor de las operaciones, se resta el valor de la deuda financiera, estimado en US\$ 12,2 millones, se adicionan los activos no operativos por US\$ 0,6 millones, y se resta la participación minoritaria estimada en US\$ 6,2 millones, para obtener el valor del patrimonio de Havana Holding.

De acuerdo con los múltiplos relevados ajustados expuestos anteriormente, el valor del 100% del patrimonio de Havana Holding antes de ajustes resultó en US\$ 118,5 millones. Restando el descuento por falta de control de 24%, el valor ajustado del patrimonio de Havana Holding para una tenencia minoritaria resultó en US\$ 90,1 millones.

#### **Tabla XI – Resumen de Valor Market Approach Guideline Companies**

(en millones de US\$)	Guideline Companies
<b>Múltiplo EV/EBITDA relevado ajustado</b>	<b>9,4x</b>
<i>EBTIDA 2015</i>	14,5
<b>Valor del 100% de las Operaciones - Havana Holding</b>	<b>136,4</b>
(-) Deuda Financiera	(12,2)
(+) Activos No Operativos	0,6
(-) Pasivos No Operativos	-
(-) Participacion minoritaria 5%	(6,2)
<b>Valor del 100% del Patrimonio - Antes de ajustes</b>	<b>118,6</b>
Descuento por falta de Control @ 24%	(28,5)
<b>Valor del 100% del Patrimonio de Havana Holding S.A. (en millones de US\$)</b>	<b>90,1</b>

Fuente: Elaboración propia

### 3.3. Análisis de Valor de Havana Holding – Market Approach Similar

#### Transactions

Para estimar el valor de Havana Holding bajo esta metodología, se tomaron los múltiplos relevados de transacciones cerradas de compañías comparables, se los ajustó y con ellos se determinó el valor de las operaciones multiplicándolos por el EBITDA de la Compañía.

Como en el caso de Guideline Companies, las transacciones de compañías comparables se seleccionaron en base a las principales operaciones del grupo.

#### Tabla XII – Transacciones Comparables

Compañía Target	Compañía Compradora	Fecha	País	Múltiplo EV/EBITDA Relevado	Ajuste	Múltiplo Ajustado
Walter M Doldan y Cia SA	Grupo Bimbo S.A.B. de C.V.	30/1/2006	Uruguay	7,2 x	88%	6,4 x
Kent Gida Maddeleri	Cadbury Plc	10/4/2006	Turkey	14,5 x	140%	20,3 x
OJSC Krupskaya Confectionery Factory	Orkla ASA	28/6/2006	Russia	17,7 x	95%	16,8 x
Chipita S.A	Vivartia Holding S.A.	13/7/2006	Greece	10,3 x	133%	13,6 x
Classic Couverture Ltd	Archer Daniels Midland Company	8/9/2006	United Kingdom	22,3 x	75%	16,6 x
Groupe Danone SA	Mondeléz International, Inc.	30/11/2007	France	13,6 x	54%	7,3 x
Michel's Patisserie	Retail Food Group Limited	14/12/2007	Australia	23,9 x	68%	16,3 x
Lir Chocolates Limited	Kinnerton Group Limited	18/12/2007	Ireland	10,7 x	80%	8,5 x
Intervan SA	Pascual Carrion Belda	1/1/2009	Spain	12,2 x	84%	10,3 x
Cadbury Plc	Mondeléz International, Inc.	2/2/2010	United Kingdom	17,0 x	48%	8,1 x
Dr Gerard Sp. z o.o.	Bridgepoint Europe IV	2/10/2013	Poland	10,7 x	78%	8,4 x
Burton's Biscuit Company	Teachers' Private Capital	29/11/2013	United Kingdom	9,0 x	75%	6,8 x
Griffin's Foods Limited	Universal Robina Corporation	10/11/2014	New Zealand	24,4 x	55%	13,3 x
United Biscuits Limited	Yildiz Holding AS	12/11/2014	United Kingdom	15,0 x	55%	8,3 x
Kraft Foods Group, Inc.	The Kraft Heinz Company	2/7/2015	United States	24,0 x	41%	9,8 x
Lotte Corporation	Lotte Co Ltd	28/12/2015	Korea	15,9 x	72%	11,5 x
<b>Mediana</b>						<b>10,0 x</b>

Fuente: Elaboración propia en base a MergerMarket

Los ajustes realizados a los múltiplos fueron los siguientes:

- Ajustes de tasas impositivas de cada país.
- Prima por tamaño.
- Prima por control: 32% para los casos de adquisiciones de compras minoritarias.
- Ajuste por riesgo país en función a la tasa WACC determinada.

Multiplicando el múltiplo determinado de 10,0 por el EBITDA de Havanna Holding de 2015, se obtiene el valor de las operaciones de la Compañía. El EBITDA de Havanna Holding correspondiente al ejercicio 2015 fue de US\$ 14,5 millones. Así el valor de las operaciones determinado bajo el método ascendió a US\$ 146,0 millones.

Después de obtener el valor de las operaciones, se resta el valor de la deuda financiera por US\$ 12,2 millones, se adicionan los activos no operativos por US\$ 0,6 millones, y se resta la participación minoritaria valuada en US\$ 6,7 millones, para obtener el valor del patrimonio de Havanna Holding. Así, el valor del 100% del patrimonio de Havanna Holding antes de ajustes resultó en US\$ 127,6 millones. Restando el descuento por falta de



control de 24%, el valor ajustado del patrimonio de Havanna Holding para una tenencia minoritaria resultó en US\$ 97,0 millones.

**Tabla XIII – Resumen de Valor Market Approach Similar Transactions**

(en millones de US\$)	Similar Transactions
<b>Múltiplo EV/EBITDA relevado ajustado</b>	<b>10,0x</b>
<i>EBTIDA 2015</i>	14,5
<b>Valor del 100% de las Operaciones - Havanna Holding</b>	<b>146,0</b>
(-) Deuda Financiera	(12,2)
(+) Activos No Operativos	0,6
(-) Pasivos No Operativos	-
(-) Participacion minoritaria 5%	(6,7)
<b>Valor del 100% del Patrimonio - Antes de ajustes</b>	<b>127,6</b>
Descuento por falta de Control @ 24%	(30,6)
<b>Valor del 100% del Patrimonio de Havanna Holding S.A. (en millones de US\$)</b>	<b>97,0</b>

Fuente: Elaboración propia

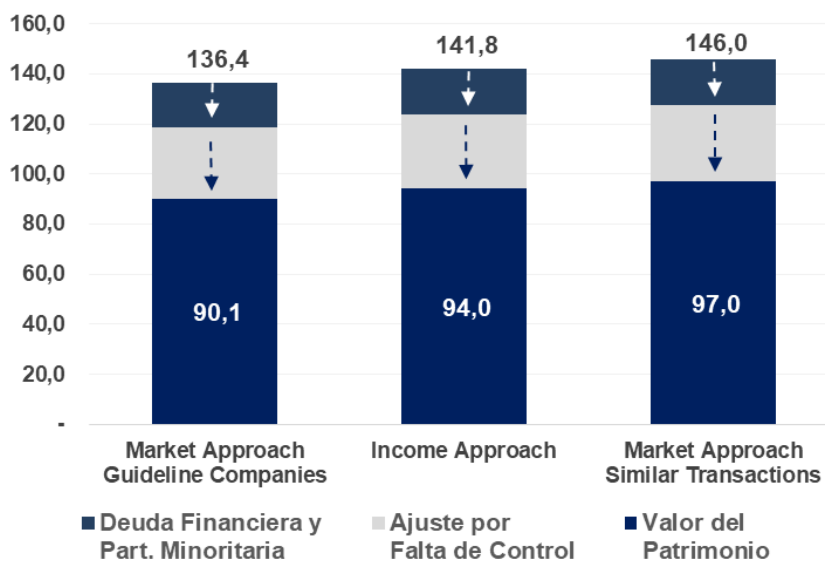
### 3.4. Resumen de Valor

Basado en la información financiera histórica, los supuestos propios considerados y las limitaciones para obtener mayor información respecto de la Emisora, el resultado del análisis de valor respecto de una participación minoritaria asociada al 100% del patrimonio Havanna Holding al 31 de marzo de 2016 alcanzó US\$ 90,1 millones bajo la metodología de Market Approach - Guideline Companies; US\$ 94,0 millones bajo la metodología Income Approach y US\$97,0 millones bajo la metodología de Market Approach – Similar Transactions.<sup>24</sup>

<sup>24</sup> Este trabajo no considera la aplicabilidad de un descuento por falta de liquidez al valor obtenido bajo las diferentes metodologías debido a que se presume que las acciones tendrán una cierta liquidez en el mercado.

En el Gráfico XVI a continuación se presenta el resumen del análisis de valor de las diferentes metodologías:

**Gráfico XVI – Resumen de Valor**



Fuente: Elaboración propia

### 3.5. Análisis del Rango de Precios

Tomando como base los análisis de valor expuestos en cada uno de los puntos anteriores, se divide el valor del patrimonio para una minoría obtenido bajo cada una de las metodologías, por la cantidad de acciones de la Compañía, y se multiplica por el tipo de cambio de la Comunicación "A" 3500 del BCRA a la Fecha de Valuación. De esta manera, el valor estimado por acción resultó en: (i) AR\$ 28,66 por acción mediante Market Approach – Guideline Companies; (ii) AR\$ 29,95 por acción mediante Income Approach y, (iii) AR\$ 30,89 por acción mediante Market Approach- Similar Transactions.

**Tabla XIV – Resumen de Precio**

	Mapp. Guideline Companie	Income Approach	Mapp. Similar Transaction	Rango de Precios
<b>Valor del del Patrimonio de Havana Holding</b> <i>(en millones de US\$)</i>	90,1	94,0	97,0	
<b>Cantidad de acciones</b>	46.976.135			
<b>Tipo de cambio</b>	\$ 14,96			
<b>Valor por accion (AR\$)</b>	\$ 28,66	\$ 29,95	\$ 30,89	\$32 - \$37
<b>Múltiplo EV/EBITDA</b>	9,4x	9,8x	10,0x	10,4x - 11,9x

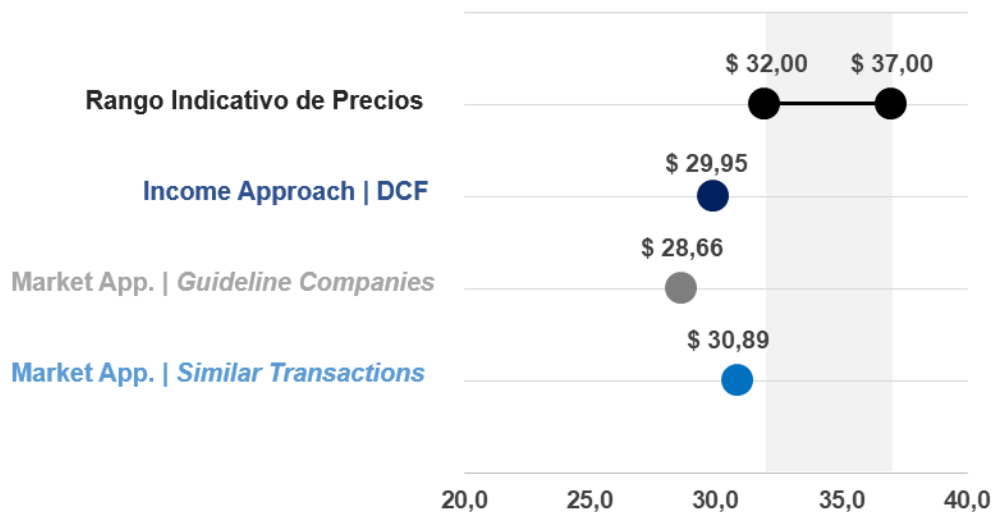
Fuente: Elaboración propia

En función a lo descripto en el presente apartado, comparando el Rango de Precios con el valor de la acción obtenido bajo las diferentes metodologías utilizadas en el análisis, se evidencia la falta de cumplimiento de las diferentes teorías que demuestran la subvaluación de las acciones al momento del IPO, mencionadas en el apartado 2.4.

#### 4. Conclusiones

Bajo las distintas metodologías aplicadas, se observa que el rango de precios indicativo de las acciones de la OPA de Havana Holding en el año 2016 era superior al valor de las mismas, es decir, el precio de las acciones se encontraba sobrevaluado.

**Gráfico XVII – Rango de Valor y Precio**



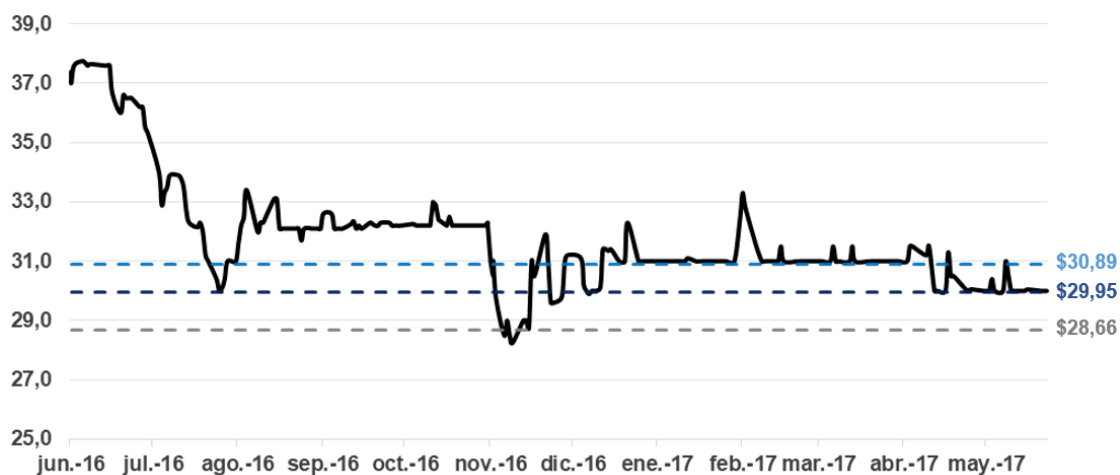
Fuente: Elaboración propia

Por su parte, se presume que las acciones tendrían una baja liquidez dado que solo se realiza una emisión del 9% del capital social. Si bien no se incluyó en el análisis un descuento por falta de liquidez, el precio de las acciones podría ser castigado por tal motivo. Teniendo en consideración las diferentes posturas de los autores sobre el descuento por falta de liquidez visto en el apartado 2.3, se refuerzan los elementos para pensar que las acciones se encontraban sobrevaluadas al momento de la emisión.

El día 6 de junio de 2016 se realizó la suscripción de las acciones de Havanna Holding, las que fueron emitidas el día 9 de ese mismo mes. Las mismas se suscribieron a un precio de \$37 por acción, es decir al precio máximo del rango indicativo.

El precio de las acciones fue variando con el correr de los días, alcanzando un máximo de \$37,75 a los pocos días de la emisión, más precisamente el día 13 de junio de 2016, y un mínimo de \$28,25 el día 17 de noviembre de 2016.

**Gráfico XVIII – Evolución del precio de la acción**



Fuente: Elaboración propia

El precio de la acción se estabilizó en \$30 hacia mayo de 2017, valor similar al obtenido mediante la metodología de Income Approach. El precio inicial de \$37, que implicaba un

múltiplo implícito EV/EBITDA de 11,9x, se encontraba sobrevaluado un 23% aproximadamente.

## Referencias bibliográficas

- Abeywardhana, D. (2017). *Capital Structure Theory - An Overview*. Department of Accountancy, University of Kelaniya, Sri Lanka.
- Branch, B. (2002). *The costs of bankruptcy, A review*. Isenberg School of Management, University of Massachusetts.
- Celil, H. (2014). *Are CEOs relevant to capital structure?*. Peking University.
- Damodaran, Aswath. (2010). *The Dark Side of Valuation- Valuing Young, Distressed and Complex Businesses (second edition)*. Estados Unidos. Pearson Education.
- Damodaran, Aswath. (2016). *Equity Risk Premium*. Recuperado de <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
- Duff & Phelps LLC. (2016). *Restaurant Monthly Update – December 2016*. Recuperado de <https://www.duffandphelps.com/insights/publications>.
- Duff & Phelps LLC. (2017). *Valuation Handbook*. Estados Unidos. Wiley.
- Fama, E. F., & French, K. R. (1993). *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*. Journal of Financial Economics, 33, 3-56.
- García Sánchez, J. (2004). *Estructura de Capital*. IAE Business School.
- Ljungqvist, Alexander (2004). *Chapter III.4: IPO Underpricing*. En *Handbooks in Finance: Empirical Corporate Finance*. Estados Unidos. Stern School of Business.
- Mejía, A. (2013). *La estructura de capital en la empresa: su estudio contemporáneo (Tesis de maestría)*. Facultad de ciencias económicas de la Universidad nacional de Colombia. Bogotá, Colombia.
- Mergerstat. (2003 - 2016). *Control Premium Study (2<sup>nd</sup> Quarter 2016 y anteriores)*. Estados Unidos.
- Myers S. (1984). Capital structure puzzle. *National Bureau of economic research*.
- Orsi, F. (2019). *Nota Técnica: Introducción a la Valuacion de Empresas*. Facultad de Ciencias Empresariales - Universidad Austral. Argentina.
- Pratt, Shannon. P. (1998). *Cost of Capital: estimation and applications (1st Edition)*. Estados Unidos. John Wiley & Sons.

Pratt, Shannon. P. (2007). *Valuing a Business: The analysis and appraisal of Closely Held Companies (5th Edition)*. Estados Unidos. McGraw-Hill.

Welch, Ivo. (2002). *A review of IPO activity, pricing and allocations*. Yale ICF Working Paper No. 02-01. Recuperado de: <http://papers.ssrn.com/abstract=296393>

## Anexo I – Tasa de descuento

Compañías Comparables	Ticker	Beta Patrimonio	Deuda/ Patrimonio	Tasa impositiva	Beta Activos	Fuente
Starbucks Corp	SBUX.O	0,89	0,03	40%	0,88	Reuters
Dunkin' Brands Group Inc	DNKN.OQ	0,43	0,62	40%	0,32	Reuters
Mondelez International Inc	MDLZ.OQ	0,74	0,22	40%	0,65	Reuters
Hershey Co	HSY.N	0,64	0,13	40%	0,59	Reuters
<b>Promedio</b>		<b>0,68</b>	<b>0,25</b>		<b>0,61</b>	

### Detalle Cálculo de la Tasa de Descuento

#### Costo del capital

Beta Desapalancada	0,61	(*)
Deuda/Patrimonio	0,25	Fuente: Reuters
Tasa impuesto a las Ganancias	40%	
<b>Beta Apalancada</b>	<b>0,70</b>	<b>(**)</b>
Tasa libre de Riesgo	1,78%	Fuente: U.S. Treasury. T-bond 10 años.
Prima de riesgo del Mercado	6,26%	Fuente: Damodaran.
Beta Apalancada	0,70	
<b>Costo del Capital Propio</b>	<b>6,2%</b>	<b>(***)</b>
<i>Factores de riesgo adicionales</i>		
Prima por Tamaño	3,67%	Fuente: Duff & Phelps Valuation Handbook, 2017
Prima por Riesgo País	5,3%	Fuente: Promedio EMBI Argentina
<b>Costo del Capital Propio</b>	<b>15,1%</b>	

#### Costo de la Deuda

Costo de la Deuda	9,6%	Análisis propio de tasas de bonos corporativos.
Tasa impuesto a las Ganancias	35%	Tasa vigente a la Fecha de Valuación
<b>Costo de la Deuda</b>	<b>6,2%</b>	
Proporción Deuda	25%	
Proporción Patrimonio	75%	
<b>Weighted Average Cost of Capital</b>	<b>13%</b>	<b>(****)</b>

(\*)Beta desapalancada = Beta apalancada / [1 + (1 - Tasa Impuesto a la renta) x Deuda/Patrimonio Neto].

(\*\*)Beta apalancada = Beta desapalancada x [1+(1- Tasa de impuesto a las ganancias) x Deuda/ Patrimonio Neto].

(\*\*\*)Costo de Capital Propio = Tasa libre de riesgo + [Beta apalancada X Prima de riesgo de mercado].

(\*\*\*\*)WACC = [(Prop. Deuda x Costo de la deuda x (1 - Tasa IIGG)] + [Prop. Patrimonio x Costo del Capital].