

# Valuación financiera de la compañía SJB S.A.

Trabajo Final Maestría en Finanzas

25/09/2023

Autor: Frecia, Juan Manuel

Director: Orsi, Federico



## Índice

Introducción .....	2
Antecedentes de la empresa.....	4
Análisis macroeconómico y sectorial .....	6
Macroeconomía Argentina.....	6
Mercado de capitales .....	9
Evolución del sector financiero .....	10
Marco teórico y método a utilizar .....	14
Análisis financiero histórico de la compañía .....	16
Ingresos por ventas .....	16
Estado de situación patrimonial.....	19
Proyección de los flujos de fondos futuros .....	22
<i>Estimación de ventas</i> .....	22
<i>Situación patrimonial de la compañía</i> .....	23
<i>Estimación del CAPEX</i> .....	23
Estimación del Capital de trabajo.....	24
Flujos de fondos futuros de la compañía .....	24
Cálculo de la tasa de descuento WACC .....	26
<i>Estimación del costo de capital (Ke)</i> .....	26
Estimación del costo de la deuda .....	27
Cálculo del valor terminal.....	29
Análisis de sensibilidad y escenarios.....	31
Conclusión .....	32
Bibliografía.....	33

## Introducción

El presente trabajo busca llevar a cabo la valuación de SJB S.A., empresa radicada en San Juan, Argentina. Dicha empresa se dedica principalmente al asesoramiento financiero tanto a empresas como individuos. Actualmente se encuentra inscrita en CNV como Agente de compensación y liquidación propio (Alyc propio).

Lo que se busca en una valuación es cuantificar de alguna manera el capital propio de una compañía, su actividad, la potencialidad de su negocio, y cualquier otra característica que genere valor para la misma. Para ello es necesario conocer a fondo el negocio, sus value drivers, como genera valor la compañía y cuáles son los proyectos y estrategias a futuro.

La metodología utilizada será la valuación por Descuento de flujo de fondos, método mayormente utilizado en la actualidad a nivel mundial.

En nuestro caso, la empresa pertenece a una economía emergente como Argentina. Lo que agrega mayor complejidad a la valuación. Es decir, el valor de la empresa no está determinada únicamente por las características propias de la misma, sino también se ve afectada por la economía en la que está inserta. La economía argentina se caracteriza por ser altamente volátil y cambiante en cuanto a sus principales variables macroeconómicas, inflación, tipo de cambio, PIB, tasas de interés, entre otros. Incluso en la actualidad, Argentina transita un proceso inflacionario y con grandes distorsiones en el mercado de cambios por mencionar sólo algunos de los desequilibrios macroeconómicos recientes. En el presente trabajo intentaremos llevar a cabo un análisis de la macroeconomía del país, buscando estimar las proyecciones a futuro de estas variables, información que nos permitirá luego efectuar una valuación final de la compañía.

Comenzaremos por conocer la historia de la compañía, su surgimiento en el 2002, para luego profundizar en un análisis financiero pormenorizado histórico de los últimos tres años de SJB. Para hacerlo, apuntaremos a entender mejor el negocio, su estructura y evaluar su performance histórica. Así como también, estudiaremos la evolución histórica del sector en el que se encuentra, y de la industria financiera en Argentina, la cual evidencia un bajo nivel de desarrollo del mercado local, pero que viene creciendo en el tiempo, y con potencialidades a futuro.

Con toda esa información se procederá a estimar los flujos de fondos futuros de la compañía, para luego descontarlos a una tasa de descuento WACC y obtener el Enterprise

value, que no es más que el valor de las operaciones de SJB. A partir del mismo, sumando los activos no operativos y restando la deuda llegaremos al objetivo de nuestro trabajo, el equity value, es decir el valor del capital propio de la compañía. Adicionalmente calcularemos el valor por acción de la empresa aplicando descuentos por liquidez y tamaño correspondientes.

Por último, y para finalizar llevaremos a cabo un análisis de sensibilidad buscando encontrar una zona en la que se encuentre la valuación de la compañía. No podemos olvidar que el método de descuento de flujos de fondos está sujeto a varios supuestos y subjetividades del evaluador en base a un análisis profesional de los datos y del entorno. Por ello, y considerando lo mencionado anteriormente, es que creemos oportuno estimar una zona de negociación y no una valuación puntual.

## **Antecedentes de la empresa**

El origen de la empresa se remonta al año 2002, surgiendo producto de la iniciativa del grupo de accionistas de la Bolsa de Comercio de San Juan S.A. (BCSJ), con el objetivo de contar con una Sociedad de Bolsa propia que permitiera ofrecer el servicio de asesoramiento bursátil y financiero en la ciudad de San Juan. Es así que en el mes de septiembre de dicho año, se procedió a la adecuación de los estatutos y al cambio de nombre, en forma conjunta con la compra de una acción del Mercado de Valores de Mendoza y la posterior habilitación para operar como Sociedad de Bolsa.

En el año 2014, a partir de la adecuación a la nueva Ley de Mercado de Capitales, San Juan Bursátil S.A. comienza a operar bajo la figura de Agente de Negociación y luego, en el año 2015, adquiere la figura actual de Agente de Liquidación y Compensación Propio (ALyC)

Posteriormente, en el año 2016, es habilitada por la Comisión Nacional de Valores, de ahora en más, N.V., para operar como Agente Colocadora de Fondos Comunes de Inversión. A partir de allí, y con el objetivo de ampliar la cartera de productos, durante el transcurso del período 2017-2018, se firmaron una serie de convenios con socios estratégicos para la colocación de Fondos Comunes de Inversión. En el año 2018, es habilitada para operar en forma directa en Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (ByMA).

Paralelamente, con miras a una expansión regional, en el año 2017 se realiza la primera alianza estratégica con un Agente Productor (AP), la empresa Portfolio S.A. radicada en la Ciudad de Mendoza. Además de este principal socio comercial, la empresa siguió incorporando nuevos agentes productores tanto locales como de provincias vecinas, logrando posicionamiento en Neuquén, San Luis, San Juan y Mendoza.

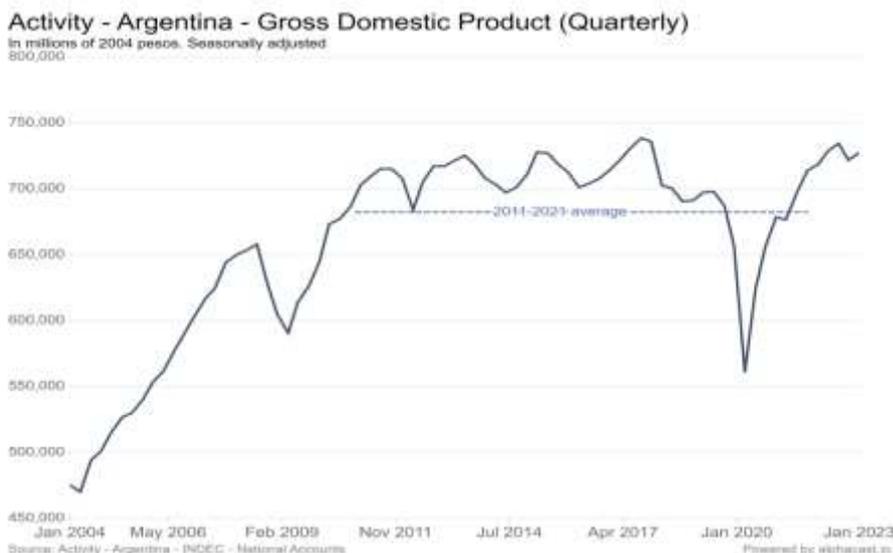
En la actualidad la empresa se dedica al asesoramiento financiero tanto para personas físicas como jurídicas. Asimismo realiza un fuerte acompañamiento en el financiamiento para Pymes en el mercado de capitales, a través de la colocación de instrumentos de deuda en el mercado primario, o el descuento de Cheques, FCE, y pagarés facilitando avales a través de convenios con sociedades de garantía recíproca. Brinda, además acceso a los mercados tanto locales como internacionales junto con el asesoramiento adecuado en cuanto al armado de carteras y gestión de activos. El negocio abarca tanto al segmento retail como a clientes Premium, con servicios personalizados.

La visión de SJB S.A. es llegar a ser líderes en la región en soluciones eficientes e innovadoras en el sector financiero y mercado de capitales, logrando consolidar su presencia en todo el país. Su misión es conducir a sus clientes hacia el desarrollo de estrategias financieras exitosas.

## Análisis macroeconómico y sectorial

### Macroeconomía Argentina

Argentina viene de una década de estancamiento en su actividad económica, producto de varios desequilibrios macroeconómicos que se fueron profundizando año tras año. Luego de la crisis de 2001-2002 Argentina comenzó con un nuevo modelo económico basado en el consumo como principal motor de la economía. Un modelo con gran presencia del estado y fuertes regulaciones hacia el mercado y la economía, alejándose de reformas laborales y de mercado. Se dio una fuerte transferencia de ingresos hacia los sectores sociales más vulnerables a través de subsidios y ayudas sociales. A costa de ello, un entorno empresarial muy regulado, con fuertes presiones tributarias para solventar los excesivos gastos del estado.



Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

Este modelo funcionó en sus inicios impulsado principalmente por una economía que venía de una crisis reciente, con gran capacidad ociosa y un contexto externo fuertemente favorable producto de la gran demanda de soja de China que impulsó el precio hacia los valores más altos en términos históricos.

La economía post 2002 tuvo una fuerte recuperación en sus comienzos, pero cuando el contexto internacional dejó de acompañar y los niveles de capacidad ociosa de la economía disminuyeron; los elevados gastos del estado, la excesiva emisión monetaria y los desequilibrios macroeconómicos comenzaron a resentir la actividad económica.

El elevado déficit fiscal y consecuente emisión monetaria se comenzó a reflejar en la inflación, escalando cada vez en mayor medida. Por otro lado, el cambio en el contexto internacional con una caída en el precio de los commodities, a la cual se le sumó la crisis financiera mundial de 2009, deterioró en gran medida la balanza comercial. Un menor ingreso de dólares y la aplicación de políticas de apreciación cambiaria como ancla inflacionaria, llevaron a un gran deterioro del nivel de reservas del Banco Central.



Elaboración propia a través de Alphacast

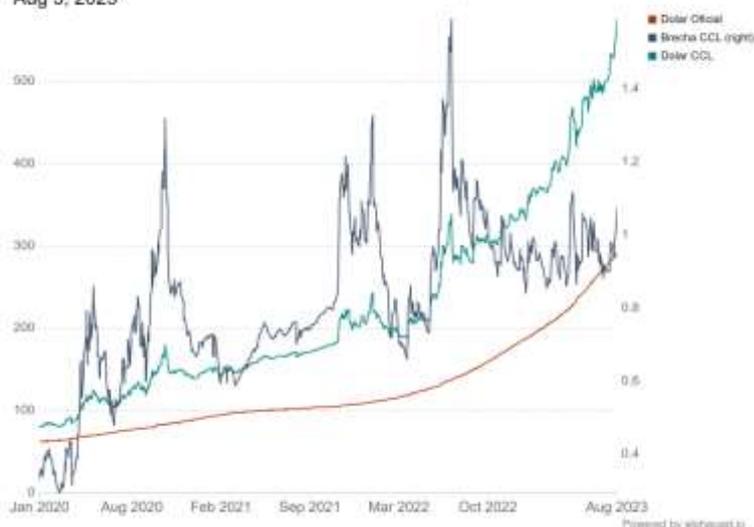


Elaboración propia a través de Alphacast

Durante los años subsiguientes, lejos de acomodar los desequilibrios macroeconómicos y eliminar el déficit fiscal, las políticas económicas adoptadas implicaron mayor intervención regulatoria, cepo cambiario, restricción a la salida de capitales, control de importaciones y una serie de políticas distorsivas que empeoraron el cuadro de la economía Argentina.

En la actualidad, Argentina transita una economía aún sin crecimiento, con niveles de inflación anuales superiores al 100%, un nivel neto de reservas del Banco Central negativo, y grandes compromisos externos de pago hacia adelante. Aún sin lograr solucionar los excesivos gastos que la llevan a niveles de déficit del 2% del PIB, y sin acceso al financiamiento a través del mercado internacional. Un mercado cambiario plagado de restricciones al acceso a dólares y regulaciones que generan múltiples tipos de cambio y una brecha del 100% entre el tipo de cambio oficial y los dólares financieros (MEP y CCL).

DÓLAR OFICIAL, CCL Y BRECHA CAMBIARIA, Argentina, Jan 13, 2020 to Aug 3, 2023



Elaboración propia a través de Alphacast

Sin embargo, a futuro, Argentina tiene un gran potencial con la explotación del yacimiento petrolífero de Vaca Muerta, con empresas que se encuentran sólidas y con bajos niveles de endeudamiento; sumado a un año electoral que puede marcar un cambio de rumbo político y económico que redireccione las expectativas y logre un crecimiento económico a futuro.

A continuación mostramos algunas estimaciones de las principales variables macroeconómicas para los próximos años, obtenidas del informe de relevamiento de expectativas del mercado llevado a cabo por el Banco Central. Estimaciones que se utilizaron posteriormente para la valuación de los flujos de la empresa en cuestión.

**Cuadro 1.2 | Expectativas de inflación anual – IPC Nivel General**

Precios minoristas (IPC nivel general)					
Período	Referencia	Mediana (REM jun-23)	Dif. con REM anterior*	Promedio (REM jun-23)	Dif. con REM anterior*
2023	var. % i.a.; dic-23	142,4	-6,5 (1)	142,4	-5,4 (1)
Próx. 12 meses	var. % i.a.	161,4	-9,7 (1)	158,9	-9,4 (1)
2024	var. % i.a.; dic-24	105,0	-0,7 (2)	115,7	+0,9 (18)
Próx. 24 meses	var. % i.a.	72,2	+2,2 (1)	74,8	-3,7 (1)
2025	var. % i.a.; dic-25	54,8	-1,9 (1)	57,7	-0,1 (1)

**Cuadro 3.1 | Expectativas de tipo de cambio nominal**

Tipo de cambio nominal					
Período	Referencia	Mediana (REM jun-23)	Dif. con REM anterior*	Promedio (REM jun-23)	Dif. con REM anterior*
jul-23	\$/US\$	267,07	+0,92 (1)	267,69	+0,66 (1)
ago-23	\$/US\$	286,15	-2,69 (1)	287,65	-0,42 (2)
sep-23	\$/US\$	306,94	-2,29 (1)	309,71	-1,02 (1)
oct-23	\$/US\$	330,04	-2,13 (1)	332,17	-1,68 (1)
nov-23	\$/US\$	353,53	-2,35 (1)	355,98	-3,01 (1)
dic-23	\$/US\$	407,55	-	435,32	-
Próx. 12 meses	\$/US\$	690,93	+31,43 (16)	725,06	+23,75 (24)
2023	\$/US\$; dic-23	407,55	-1,13 (1)	435,32	+10,14 (15)
2024	\$/US\$; dic-24	904,38	-13,16 (1)	939,71	-12,06 (1)

**Cuadro 4.1 | Expectativas de crecimiento anual del PIB**

PIB a precios constantes					
Período	Referencia	Mediana (REM jun-23)	Dif. con REM anterior*	Promedio (REM jun-23)	Dif. con REM anterior*
2023	var. % prom. anual	-3,0	0,0 (1)	-2,7	-0,1 (1)
2024	var. % prom. anual	-0,6	-0,3 (4)	-0,6	-0,1 (8)
2025	var. % prom. anual	2,6	0,0 (1)	2,9	+0,1 (1)

Por último, nos enfocaremos en el sector específico de la empresa: el financiero. El mismo, se divide en dos grandes ramas: sistema bancario y mercado de capitales. En esta sección nos abocaremos a analizar la segunda, ya que es la industria en la que se encuentra inserta la empresa en cuestión.

### Mercado de capitales

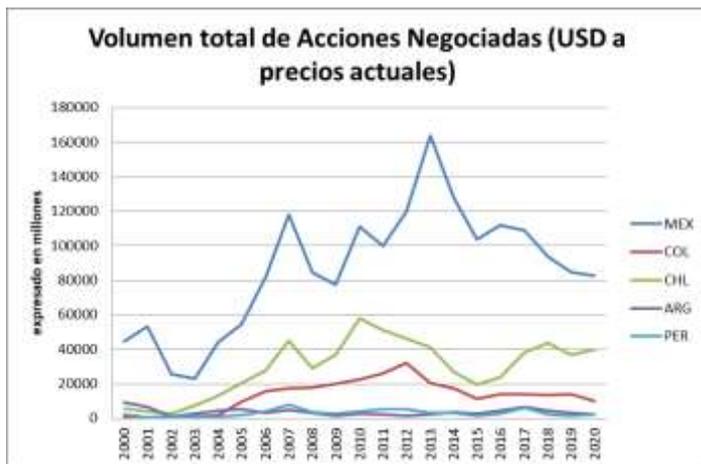
La función principal del mercado de capitales es la de canalizar el ahorro hacia la inversión productiva, a través de la transferencia de fondos desde los ahorristas hacia los agentes económicos que precisan de dichos fondos para financiar su actividad. Para el desarrollo y evolución del sector se requiere un entorno con reglas claras y políticas a largo plazo que marquen un horizonte de certidumbre y estabilidad tanto económica como jurídica. Lo cual incentiva a los agentes a tomar financiamiento para desarrollar proyectos, que a futuro brinden un flujo de fondos que permita repagar la deuda tomada a los ahorristas, y retribuya a su vez a los accionistas de la empresa.

El mercado de capitales en Argentina posee un bajo nivel de desarrollo en comparación a los demás países de la región. Lo podemos observar en el siguiente gráfico que muestra la capitalización bursátil de empresas nacionales en comparación a países vecinos.



Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

Lo mismo si observamos el volumen total de acciones negociadas por país, encontramos a Argentina en unos de los niveles más bajos de la región.



Elaboración propia en base a datos del Banco Mundial.

El nivel de desarrollo actual, es decir, parados en el 2023, muestra un gran potencial de crecimiento para el sector financiero en Argentina. Pero ello requiere de grandes desafíos para el país. Argentina ha caído en frecuentes crisis económicas y financieras durante los últimos 30 años, lo que ha terminado en varias oportunidades en cesamiento de pagos y reestructuración de títulos públicos, lo cual ha provocado un deterioro en la confianza de los agentes externos en el país, impidiendo un mayor flujo de capitales de inversión. A ello se le suma la ausencia de reglas económicas y políticas de largo plazo, que propicien un ambiente de previsibilidad a futuro para potenciales inversores extranjeros.

En cuanto a los agentes locales, las mismas crisis erosionaron la confianza en el sistema financiero interno, llevando a la economía a altos niveles de informalidad e impidiendo el mayor desarrollo del mismo.

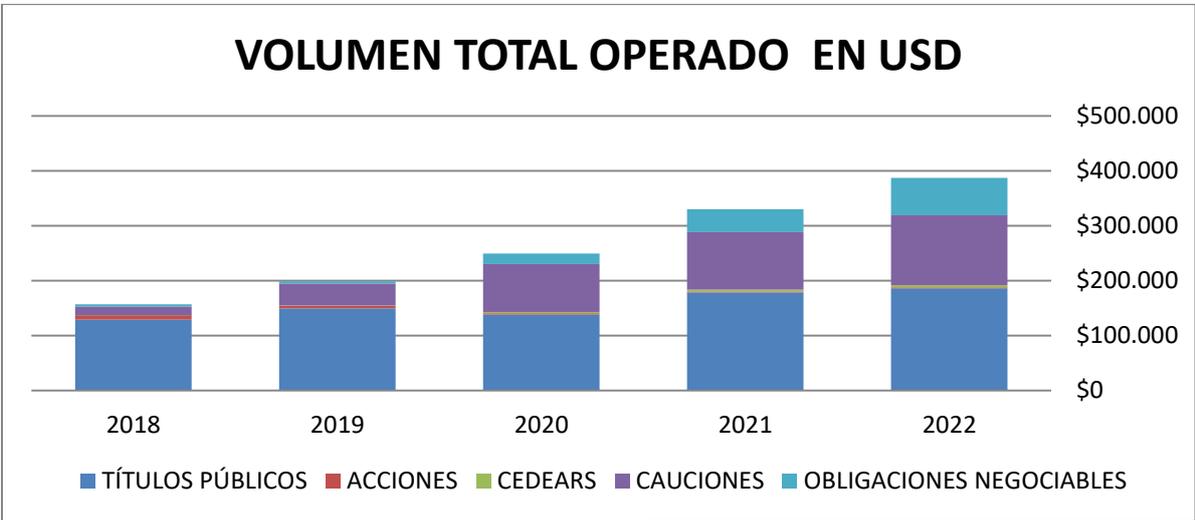
Argentina tiene un arduo trabajo por delante, que llevará varios años de políticas económicas consistentes y duraderas, para restablecer la confianza de los agentes económicos tanto locales como internacionales, y lograr un mayor nivel de desarrollo del mercado de capitales.

### **Evolución del sector financiero**

Los volúmenes de operatoria en el mercado han crecido casi en todos sus productos, principalmente por mayor demanda local. En los últimos 3 años, es decir, en el periodo 2020-2023 y, debido a la aparición de varias restricciones contra la compra de dólares a través del sistema bancario tradicional, tanto para personas físicas como jurídicas, aumentaron los volúmenes de operatoria a través de títulos públicos que permiten la compra de dólares bajo cierto mecanismo bursátil. A su vez, producto de la fuerte

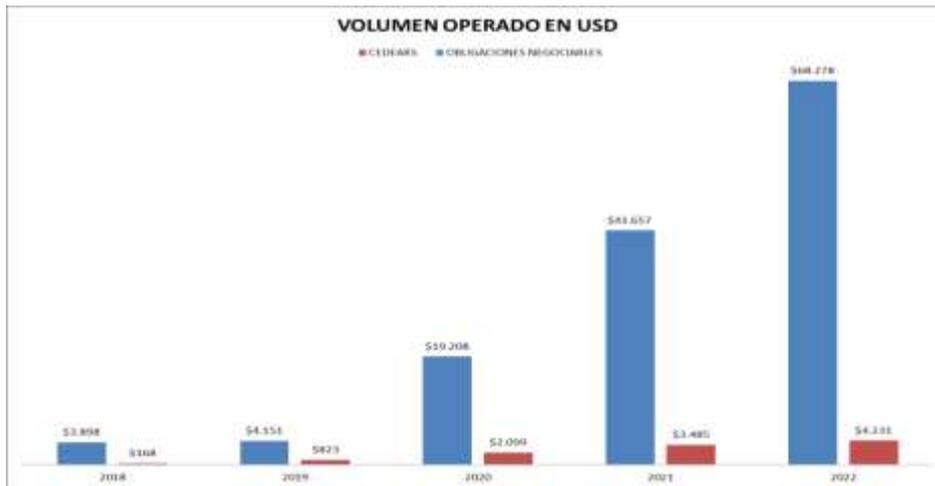
aceleración inflacionaria y de tipo de cambio, la demanda de títulos tanto públicos como privados indexados a dichas variables experimentó un marcado crecimiento. De todos modos, en cuanto al flujo de capitales internacionales, el mismo es aún muy bajo debido a la crisis económica actual por la que transita el país.

Observando la evolución del volumen operado en BYMA en los últimos años, medido en dólares, podemos destacar una tendencia creciente en el volumen de operatoria, prácticamente en todos los instrumentos. Recordemos que el principal ingreso de las AlyCS corresponde a las comisiones cobradas, que por lo general se aplican como porcentaje del volumen de transacción, lo que nos permite vislumbrar, a nivel general, un crecimiento en los ingresos de la industria.



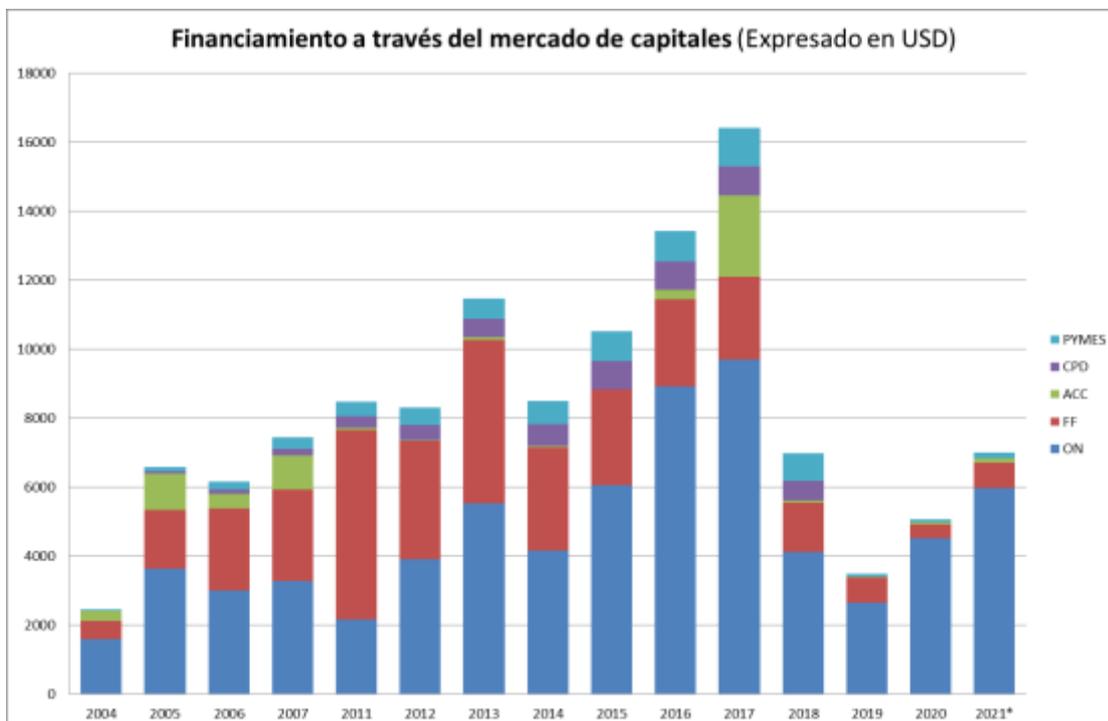
Elaboración propia en base a datos del IAMC

Realizando un análisis pormenorizado, los crecimientos más destacables se dieron en Obligaciones negociables y Cedears. Esto se debe al frágil contexto macroeconómico actual, con alta inflación, escaso nivel de reservas y grandes compromisos de pagos en moneda extranjera. Esta situación lleva a los agentes a preferir instrumentos que tengan una fuerte correlación positiva con el tipo de cambio como mecanismo de cobertura, en un contexto con fuertes restricciones para acceder a la divisa estadounidense.



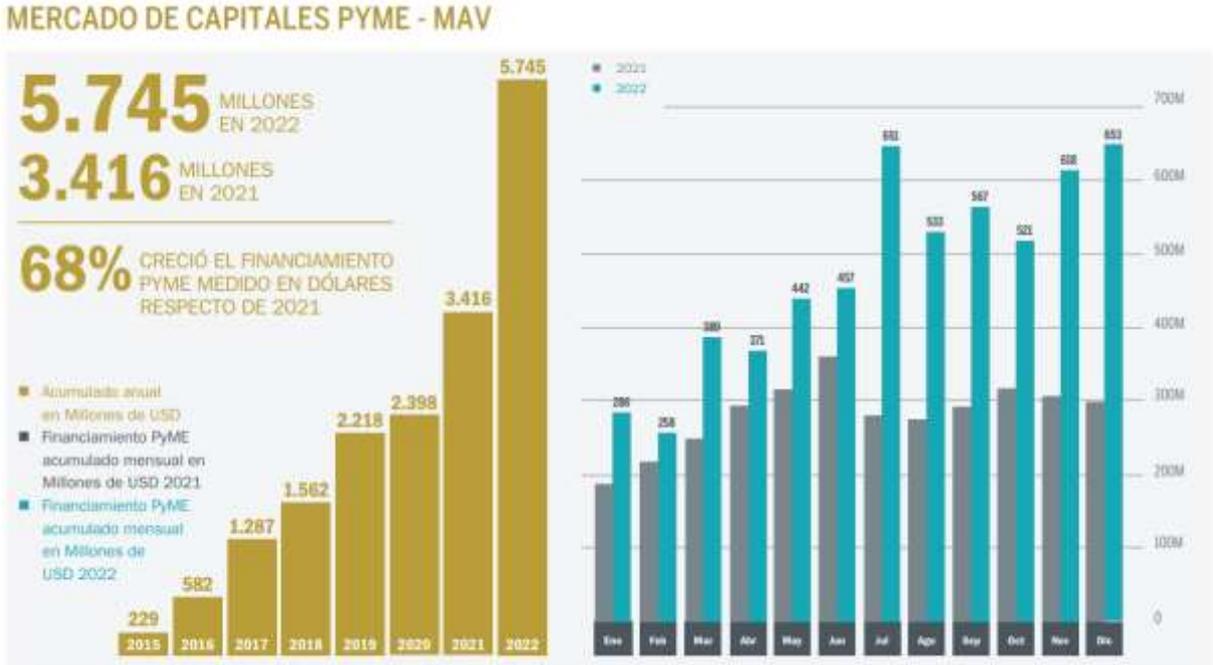
Elaboración propia en base a datos del IAMC

Si observamos los volúmenes de financiamiento obtenido a través del mercado de capitales por parte del sector privado, podemos destacar un abrupto descenso de los niveles desde 2017. Ello, producto de una economía que había tenido un fuerte impulso explicado por un gran cambio de expectativas frente a una nueva administración más afín al mercado. Pero, esta situación, no duró demasiado al no lograr reflejar mejoras sustanciales en las variables económicas del país, llevando así a una posterior caída. A pesar de ello, desde 2019 el volumen se viene recomponiendo, pero sigue por debajo de la media de los últimos 10 años.



Elaboración propia en base a datos del IAMC

A continuación, observamos los datos de volumen del mercado MAV (Mercado Argentino de Valores S.A.), utilizado en gran medida para el financiamiento Pyme, en el que se concentra principalmente la operatoria de descuento de cheques, FCE y pagarés. En este mercado se evidencia una marcada tendencia creciente en el volumen operado desde 2015, destacando principalmente el fuerte crecimiento de un 68% del año 2022 en comparación con el año anterior.



\* Los montos están indicados en Pesos considerando un TC promedio mensual Corri. "d" 3500 BCRA (USD)  
 Fuente: Sitio oficial de MAV.

Si bien queda en evidencia el bajo nivel de desarrollo de la industria en el país, se observa una tendencia creciente de los últimos años en los volúmenes operados del mercado local. A su vez, si a ello se le suman a futuro políticas consistentes y duraderas, de la mano de una recuperación económica, podría llevar aparejado un ingreso de capitales del exterior que impulse aún más el volumen de crecimiento del mercado local. Por ello, vemos perspectivas favorables para el crecimiento del sector, pero atadas principalmente a las decisiones políticas y económicas que tome la próxima administración que asuma en diciembre de 2023.

## Marco teórico y método a utilizar

El proceso de valuación de una compañía consiste en llevar adelante un proceso completo de análisis para cuantificar todos los componentes que constituyen el capital de la empresa, su potencialidad, su actividad y cualquier otra característica que aporte valor al negocio. Para ello se debe conocer en detalle el negocio de la empresa, como genera valor tanto para sus accionistas como acreedores, cuáles son sus value drivers y perspectivas a futuro sobre la empresa, el sector y la macroeconomía.

La valoración de una empresa es un proceso y no solamente la simple aplicación de una fórmula matemática. Según Juan Mascareñas Pérez Íñigo (2011), este proceso abarca las siguientes etapas:

- 1) Conocer la empresa y su cultura organizativa. Implica conocer a su personal, su forma de actuar y de resolver problemas.
- 2) Conocer a los responsables y puestos directivos. El análisis del historial de los dueños o directivos es muy importante para detectar la fiabilidad de la información suministrada.
- 3) Conocer el negocio y su entorno. Evolución histórica y situación actual de la empresa con el fin de valorar su salud financiera. Conocer los clientes y proveedores como también los competidores del sector. Analizar el sector en que opera la compañía y la situación económica del país donde desarrolla la actividad.
- 4) Prever el futuro. Consiste en estimar el valor real de la empresa en base a los flujos que la misma generará en el futuro.
- 5) Conclusión. Matizar los resultados obtenidos por el valuador con arreglo a la finalidad perseguida en la valuación.

Existen distintos métodos de valuación, cada uno con sus fortalezas y debilidades. En el presente trabajo optaremos por el método basado en el descuento de flujos de fondo. La misma estima que el valor de la compañía es el resultante del valor presente de sus flujos futuros descontados. En términos conceptuales, el método parte de la premisa de que la empresa no vale por lo que hizo en el pasado, sino por lo que se espera que genere en el futuro. Considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos y descuenta los mismos a una tasa que refleja adecuadamente el riesgo de la inversión.

Por todo ello, consideramos este método el más adecuado para valorar la compañía en cuestión. Cabe destacar, que dicho método no está exento de subjetividades inherentes a las estimaciones llevadas a cabo por el valuador.

Este método implica llevar a cabo un análisis exhaustivo de ingresos, costos, inversiones en capital, inversiones en activo fijo, estructura de capital, costo de capital y valor residual a los fines de estimar los flujos futuros de fondos de la compañía. Luego los mismos se descontarán a una tasa de descuento denominada WACC (Weighted Average Cost of Capital). Esta tasa pondera los costos de cada una de las fuentes de capital independientemente de si son propias o de terceros. La WACC contempla el valor tiempo del dinero y el riesgo inherente a la empresa. Como se mencionó anteriormente, tiene en cuenta tanto el nivel de fondos propios de la empresa como su endeudamiento y costo financiero, y la tasa impositiva que debe afrontar.

Para llevar a cabo el análisis comenzaremos haciendo un relevamiento financiero histórico de la compañía, del sector y de la situación macroeconómica del país. A partir de la información arrojada por dicho análisis, pronosticaremos, bajo ciertos supuestos, los flujos futuros de los siguientes 5 años de la compañía, para luego descontarlos a una tasa WACC, e incorporar un valor terminal asumiendo una tasa de crecimiento a perpetuidad. Al descontarlos llegaremos al Enterprise Value (EV) de la empresa, que es el valor de las operaciones de la compañía. Luego, para llegar el Equity Value de SJB (valor de la compañía para los tenedores de capital), adicionaremos al Enterprise Value los activos no operativos y restaremos la deuda financiera que es el porcentaje del EV que pertenece a los acreedores. Por último, realizaremos un análisis de sensibilidad planteando distintos escenarios, lo que nos llevará a un rango de valor entre el que se encontrará el Equity Value de la compañía.

## **Análisis financiero histórico de la compañía**

Para el análisis histórico de la compañía se utilizaron los últimos tres estados contables. Cabe destacar, que el año contable de la compañía cierra el 31 de Marzo de cada año.

Dada la gran distorsión existente en el tipo de cambio oficial, mencionado en el apartado macroeconómico, se optó por ajustar los flujos y stocks en dólares de los estados contables al tipo de cambio dólar MEP, para lograr reflejar datos acordes a valores de mercado. Para una correcta comparación, evitando una distorsión inflacionaria, los datos están reflejados a valores presentes al 31 de marzo de 2023. Llevaremos a cabo un análisis horizontal para identificar la evolución de las cuentas en distintas temporalidades.

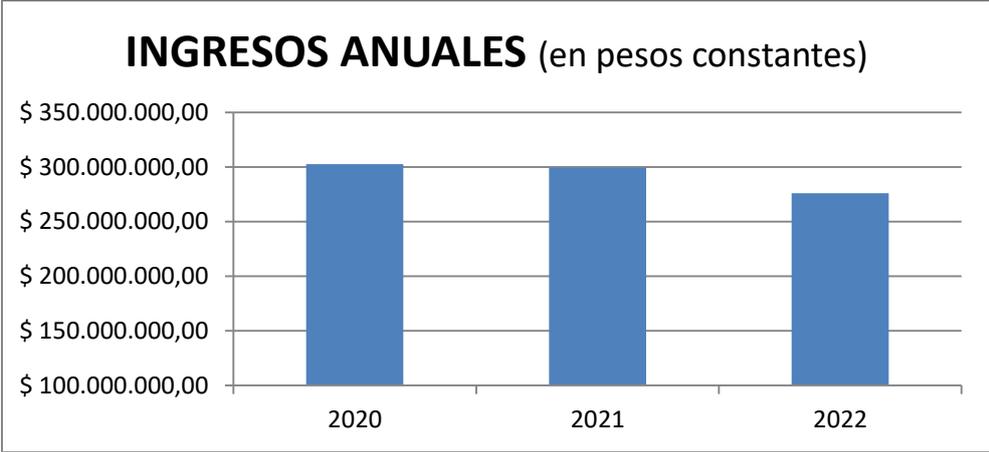
## **Ingresos por ventas**

Los principales ingresos de la compañía provienen de las comisiones y aranceles cobrados a sus clientes como contraprestación por brindarles asesoramiento financiero y además por ser el nexo de acceso a los mercados financieros.

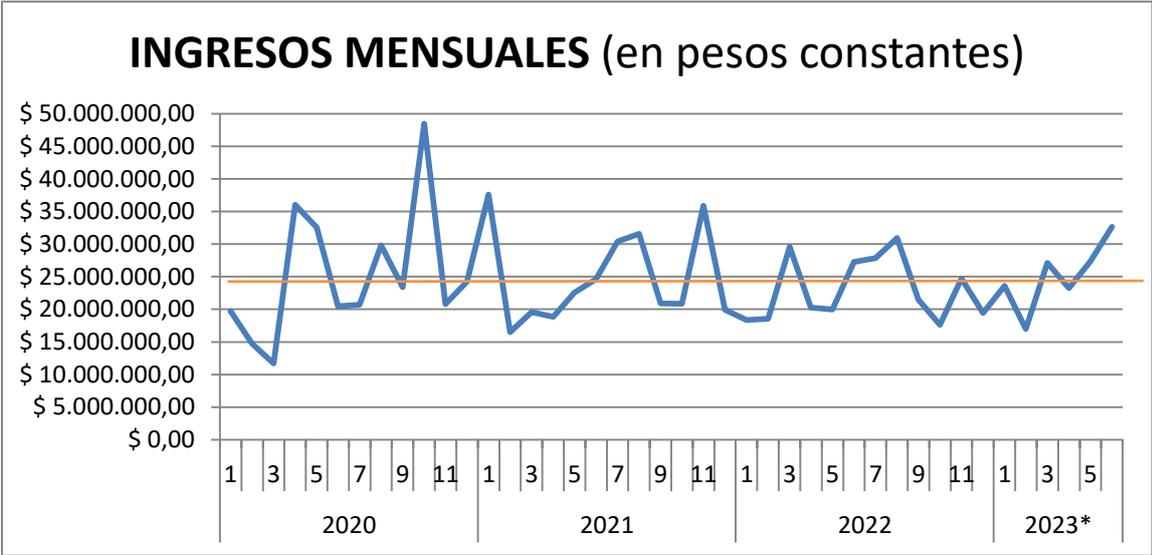
SJB S.A. posee dos grandes segmentos de clientes, por una parte, clientes finales asesorados de manera directa por personal de la empresa, y por otro, clientes que provienen de agentes productores.

Un agente productor (AP) es una persona humana o jurídica registrada para desarrollar actividades de difusión y promoción de valores negociables bajo responsabilidad de un agente registrado. El AP necesariamente tiene que estar vinculado a un Agente de Compensación y Liquidación (AlyC) para poder captar clientes y asesorar en materia financiera. La AlyC le brinda al AP el acceso a los mercados, la custodia y liquidación de los títulos valores a todos sus clientes; además de servicios adicionales de soporte y asesoramiento que brinda SJB a cada productor.

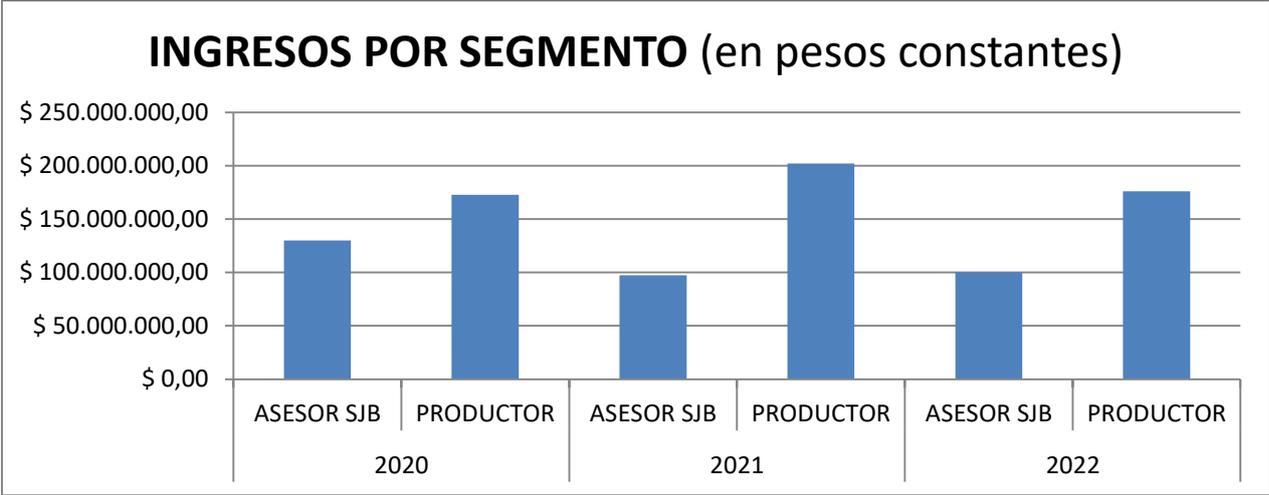
Estudiando los ingresos de los últimos tres años, se puede observar un leve descenso del nivel de ventas de los últimos dos años respecto a 2020.



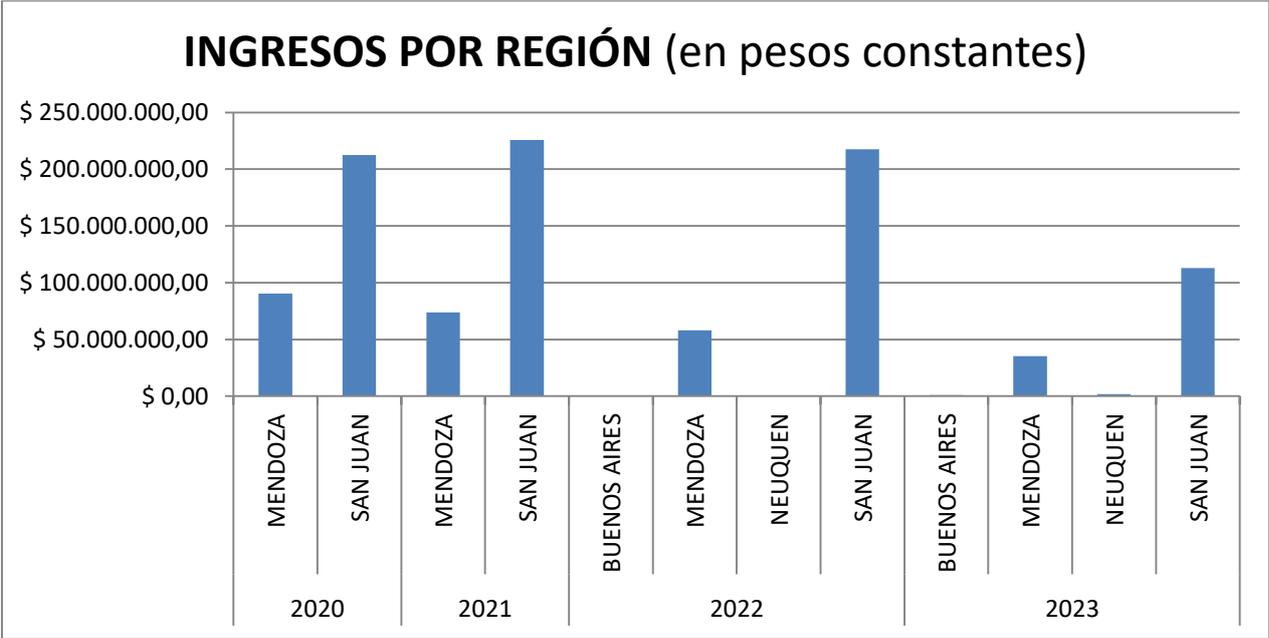
Si lo desagregamos en términos mensuales, para observar en mayor detalle, lo que vemos es un estancamiento en los niveles de ventas de la empresa, aunque se observa una recuperación en el último semestre del año 2023.



Al discriminar los ingresos por segmento, lo que podemos destacar es un mayor peso de los ingresos por productor, que incluso se amplía en el tiempo. Esto va en concordancia con la estrategia de la compañía de incrementar la presencia en la región a través de nuevos agentes productores.

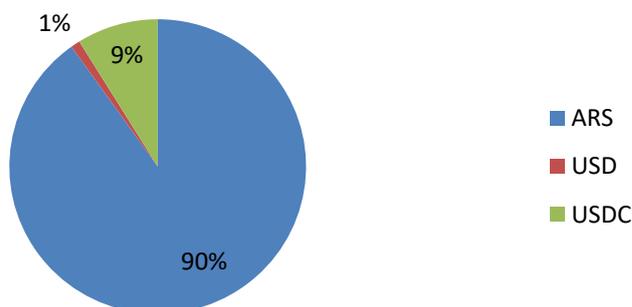


En la discriminación sectorial se evidencia el sendero de la compañía hacia el posicionamiento regional a través de nuevos productores. En los últimos dos años (periodo 2021-2023) logró posicionarse en nuevas provincias como Neuquén y Buenos Aires. Aunque, todavía con poco peso relativo, pero con buenas perspectivas a futuro.



Si por último analizamos los ingresos por moneda, el 90% de los mismos corresponde a moneda local, dejando un 10% a los ingresos en moneda extranjera.

## INGRESOS POR MONEDA



En el análisis horizontal se evidencia nuevamente un leve descenso del nivel de ventas de la compañía, pero acompañado de un descenso en el nivel de costos y gastos administrativos. En cuanto al resultado final se observa una disminución en el balance contable con cierre en 2022, y un consiguiente repunte de los resultados hacia el período finalizado el 31 de marzo de 2023.

AÑO	2023		2022		2021
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
VENTAS NETAS	\$277.297.923,00	-11%	\$310.473.740,14	-21%	\$391.193.239,31
COSTO DE VENTAS	-\$170.425.384,23	-14%	-\$197.158.512,21	-13%	-\$226.847.740,00
<b>Resultado bruto</b>	<b>\$ 106.872.538,77</b>	<b>-6%</b>	<b>\$ 113.315.227,92</b>	<b>-31%</b>	<b>\$ 164.345.499,30</b>
Gastos de administración	-\$83.948.449,09	-3%	-86520457,46	-11%	-\$97.719.026,74
Gastos de comercialización	-\$19.018.250,60	-16%	-\$22.613.967,11	-14%	-\$26.149.492,56
Resultado de inversiones en entes relac	\$2.018.866,51	-163%	-\$3.208.172,58	-138%	\$8.351.100,48
Resultados financieros y por tenencia i	\$19.335.487,78	20%	\$16.047.151,84	162%	\$6.120.591,10
Otros ingresos y egresos	-\$6.767.000,64	360%	-\$1.469.699,85	-183%	\$1.780.500,60
<b>Resultado antes de impuestos a las ga</b>	<b>\$ 18.493.192,73</b>	<b>19%</b>	<b>\$ 15.550.082,77</b>	<b>-73%</b>	<b>\$ 56.729.172,18</b>
Impuesto a las ganancias	-\$7.243.112,49	-12%	-\$8.267.516,16	-77%	-\$36.361.815,57
<b>Resultado de las operaciones ordinari</b>	<b>\$ 11.250.080,24</b>	<b>54%</b>	<b>\$ 7.282.566,61</b>	<b>-64%</b>	<b>\$ 20.367.356,61</b>
Resultado de las operaciones extraordinarias					
<b>Resultado final</b>	<b>\$ 11.250.080,24</b>	<b>54%</b>	<b>\$ 7.282.566,61</b>	<b>-64%</b>	<b>\$ 20.367.356,61</b>

\*Valores expresados en ARS.

### Estado de situación patrimonial

En el análisis horizontal sobre los activos de la compañía se destaca una disminución en la caja y, un consecuente aumento en inversiones corrientes destinadas principalmente a instrumentos financieros de gran liquidez. También, una disminución en los créditos comerciales. Aún así, por las características del negocio al ser principalmente proveedor de servicios, sin necesidad de poseer inventario y sin pago a plazo, no se requiere de grandes necesidades operativas de fondos.

En cuanto a los activos no corrientes, se destaca un incremento en bienes de uso en el último balance con cierre marzo de 2023, explicado por remodelaciones de infraestructura.

Si nos referimos al pasivo corriente se observa un incremento tanto en créditos comerciales como en créditos financieros para el balance con cierre 2023. Y en el pasivo no corriente, se evidencia un muy bajo nivel de endeudamiento de largo plazo.

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL					
AÑO	2023		2022		2021
<b>ACTIVO</b>					
<b>Activo corriente</b>					
Disponibilidades	\$29.167.915,89	-64%	\$81.746.791,84	11%	\$73.608.199,81
Inversiones	\$140.669.429,00	29%	\$109.392.366,23	-3%	\$112.906.636,13
Créditos comerciales	\$912.137,21	-75%	\$3.644.505,80		\$25.556.020,16
Otros créditos	\$19.612.162,03	58%	\$12.440.416,91	171%	\$4.584.064,89
Propiedades de inversión					
<b>Total activo corriente</b>	<b>\$190.361.644,13</b>	<b>-8%</b>	<b>\$207.224.080,77</b>	<b>-4%</b>	<b>\$ 216.654.920,99</b>
<b>Activo no corriente</b>					
Créditos comerciales					\$0,00
Otros créditos	\$311.968,00	-81%	\$1.624.772,21		\$3.757.247,97
Inversiones	\$9.991.451,57	-19%	\$12.383.393,71	-7%	\$13.268.892,51
Propiedades de inversión	\$140.809.700,07	0%	\$141.000.367,39	-3%	\$145.829.524,71
Bienes de uso	\$11.420.679,74	129%	\$4.994.769,92	-6%	\$5.319.857,55
Activos intangibles					\$0,00
otros activos no corrientes					\$0,00
<b>Total activo no corriente</b>	<b>\$ 162.533.799,38</b>	<b>2%</b>	<b>\$ 160.003.303,24</b>	<b>-5%</b>	<b>\$ 168.175.522,74</b>
<b>Total activo</b>	<b>\$ 352.895.443,51</b>	<b>-4%</b>	<b>\$ 367.227.384,01</b>	<b>-5%</b>	<b>\$ 384.830.443,74</b>
<b>PASIVO</b>					
<b>Pasivo corriente</b>					
Deudas comerciales	\$20.813.034,83	30%	\$16.042.272,23	-13%	\$18.412.298,24
Deudas financieras	\$21.515.702,43			-\$1,00	\$1.265.638,40
Deudas laborales	\$2.238.738,46	-57%	\$5.152.217,13	-26%	\$7.005.604,78
Deudas fiscales	\$13.498.625,43	35%	\$10.002.779,68	-85%	\$68.031.578,96
Otras deudas	\$1.452.500,00	-25%	\$1.937.790,16	-36%	\$3.005.511,52
<b>Total pasivo corriente</b>	<b>\$ 59.518.601,15</b>	<b>80%</b>	<b>\$ 33.135.059,21</b>	<b>-66%</b>	<b>\$ 97.720.631,91</b>
<b>Pasivo no corriente</b>					
Deudas comerciales					
Deudas financieras	\$3.585.879,24				
Deudas laborales	\$467.723,24	-61%	\$1.194.585,56		
Deudas fiscales	\$2.476.134,51	-72%	\$8.981.117,30		
Otras deudas	\$60.000,00	-51%	\$122.065,52		
Previsiones					
<b>Total pasivo no corriente</b>	<b>\$ 6.589.736,99</b>	<b>-36%</b>	<b>\$ 10.297.768,39</b>		<b>\$ 0,00</b>
<b>Total pasivo</b>	<b>\$ 66.108.338,14</b>	<b>52%</b>	<b>\$ 43.432.827,60</b>	<b>-56%</b>	<b>\$ 97.720.631,91</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>					
Según estado respectivo	\$286.787.105,37	-11%	\$323.794.556,41	13%	\$287.109.811,83
<b>Total pasivo y patrimonio neto</b>	<b>\$352.895.443,51</b>	<b>-4%</b>	<b>\$367.227.384,01</b>	<b>-5%</b>	<b>\$384.830.443,74</b>
*Valores expresados en ARS.					

**Por último analizamos los distintos indicadores:**

<b>ÍNDICES</b>	<b>2023</b>	<b>2022</b>	<b>2021</b>
<b>Solvencia</b> (Patrimonio neto / Pasivo)	4,34	7,46	2,94
<b>Endeudamiento</b> (Pasivos totales / Patrimonio neto)	0,23	0,13	0,34
<b>Liquidez corriente</b> (Activo corriente / Pasivo corriente)	3,20	6,25	2,22
<b>Margen de utilidad neta</b> (Utilidad neta / ventas)	0,04	0,02	0,05
<b>ROE</b> (Utilidad neta / Patrimonio neto)	0,04	0,02	0,07
<b>ROA</b> (Utilidad neta / Activos)	0,03	0,02	0,05

Tanto los indicadores de solvencia como liquidez muestran un bajo nivel de endeudamiento de la compañía, tanto a corto como a largo plazo. Asimismo, no se ven grandes cambios en el tiempo, por lo cual el estado de salud financiero de la empresa es bueno.

Respecto del índice de liquidez corriente, no existen problemas de este tipo para la compañía.

EL margen de utilidad neta denota bajos márgenes de rentabilidad sobre el nivel de ventas que se mantienen en el tiempo; así como también el índice ROE que marca bajos niveles de utilidad neta en relación al patrimonio neto comprometido. Ello puede estar explicado en una fuerte inversión inicial en capital humano y tecnología que sienta las bases para una estructura que permita un crecimiento a escala en el nivel de ventas de la compañía, en línea con la estrategia de posicionamiento, con la incorporación y presencia de nuevos productores a nivel regional a futuro.

## Proyección de los flujos de fondos futuros

En esta sección comenzaremos por estimar cada partida del estado de situación patrimonial y estado de resultados para arribar al free cash flow de la compañía de los próximos 5 años. El cual luego descontaremos a una tasa WACC para traerlos a valor presente. Por último, a la sumatoria de los free cash-flow descontados a valor presente, le sumaremos activos no operativos y restaremos deuda financiera para arribar finalmente al **equity value** de la compañía.

### Estimación de ventas

En función al análisis histórico de ventas, estimamos en el escenario base un crecimiento en el nivel de ventas de alrededor del 10% al 18% para los primeros tres años, el que luego irá tendiendo hacia una normalización.

En cuanto al costo de servicios, se estima una disminución del mismo, producto de la incorporación de nuevas tecnologías que permitirán automatizar determinados procesos y lograr mayor eficiencia. Actualmente el costo es de alrededor del 60% sobre el nivel de ventas de la compañía, el cual se estima que baje al 53% en los próximos años.

Adicionalmente, para los gastos generales y administrativos también se estima una reducción como porcentaje sobre el nivel de ventas, dada la incorporación de nueva tecnología que permite a un determinado segmento retail de clientes operar de manera directa y automatizada en el mercado.

Para la estrategia de regionalización e incorporación de mayor fuerza productora se requerirá de mayor gasto en marketing y publicidad, lo que se ve reflejado en la cuenta de gastos comerciales.

Por lo analizado anteriormente, vemos un crecimiento significativo en el EBITDA de la compañía, condicionado al éxito de la expansión regional proyectada a futuro. La capacidad de expandir la base de agentes productores a través de la regionalización será clave para el futuro cercano de la compañía.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ventas netas	391.193.239,0	310.473.740,1	277.297.923,0	324.438.569,9	373.104.355,4	417.876.878,0	451.307.028,3	464.846.239,1
% de crecimiento	-	-20,6%	-10,7%	17,0%	15,0%	12,0%	8,0%	3,0%
<b>Ventas</b>	<b>391.193.239,0</b>	<b>310.473.740,1</b>	<b>277.297.923,0</b>	<b>324.438.569,9</b>	<b>373.104.355,4</b>	<b>417.876.878,0</b>	<b>451.307.028,3</b>	<b>464.846.239,1</b>
% de crecimiento		-20,6%	-10,7%	17,0%	15,0%	12,0%	8,0%	3,0%
(-) Costo de Ventas	(226.847.740,3)	(197.158.512,1)	(170.425.383,5)	(178.441.213,5)	(201.476.351,9)	(217.295.976,6)	(234.679.654,7)	(232.423.119,6)
% sobre ventas	58,0%	63,5%	61,5%	55,0%	54,0%	52,0%	52,0%	50,0%
<b>Resultado Bruto</b>	<b>164.345.498,7</b>	<b>113.315.228,0</b>	<b>106.872.539,5</b>	<b>145.997.356,5</b>	<b>171.628.003,5</b>	<b>200.580.901,5</b>	<b>216.627.373,6</b>	<b>232.423.119,6</b>
% sobre ventas	42,0%	36,5%	38,5%	45,0%	46,0%	48,0%	48,0%	50,0%
(-) Gastos Generales y Administrativos	(94.232.934,5)	(82.622.744,6)	(80.207.433,1)	(86.111.471,4)	(93.276.088,8)	(100.290.450,7)	(99.287.546,2)	(102.266.172,6)
% sobre ventas	24,1%	26,6%	28,9%	26,5%	25,0%	24,0%	22,0%	22,0%
(-) Gastos Comerciales	(26.149.452,0)	(22.613.967,1)	(19.018.250,6)	(22.710.699,9)	(29.848.348,4)	(41.787.687,8)	(45.130.702,8)	(46.484.623,9)
% sobre ventas	6,7%	7,3%	6,9%	7,0%	8,0%	10,0%	10,0%	10,0%
(-) Otros Gastos Operativos								
% sobre ventas								
<b>EBITDA</b>	<b>43.963.112,2</b>	<b>8.078.516,3</b>	<b>7.646.855,8</b>	<b>37.175.185,1</b>	<b>48.503.566,2</b>	<b>58.502.762,9</b>	<b>72.209.124,5</b>	<b>83.672.323,0</b>
% sobre ventas	11,2%	2,6%	2,8%	11,5%	13,0%	14,0%	16,0%	18,0%
(-) Depreciaciones y Amortizaciones	(3.486.081,5)	(3.897.712,8)	(3.741.016,0)	(5.363.208,9)	(7.228.730,6)	(9.318.115,0)	(11.574.650,2)	(13.898.881,4)
(-) Intereses								
(+/-) Otros Ingresos y Egresos	14.471.691,0	12.838.979,3	21.354.354,3					
<b>Resultado Operativo antes de Impuestos</b>	<b>54.948.721,7</b>	<b>17.019.782,7</b>	<b>25.260.194,1</b>	<b>31.811.976,3</b>	<b>41.274.835,6</b>	<b>49.184.647,9</b>	<b>60.634.474,4</b>	<b>69.773.441,7</b>
% sobre ventas	14,0%	5,5%	9,1%	9,8%	11,1%	11,8%	13,4%	15,0%
(-) Impuestos a las Ganancias	(36.361.815,0)	(8.267.516,2)	(7.243.112,5)	(11.134.191,7)	(14.446.192,4)	(17.214.626,8)	(21.222.066,0)	(24.420.704,6)
Tasa impositiva	-66,2%	-48,6%	-28,7%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
(-) Minority Interests								
<b>Resultado Operativo después de Impuestos</b>	<b>18.586.906,7</b>	<b>8.752.266,6</b>	<b>18.017.081,6</b>	<b>20.677.784,6</b>	<b>26.828.643,1</b>	<b>31.970.021,1</b>	<b>39.412.408,3</b>	<b>45.352.737,1</b>
% sobre ventas	4,8%	2,8%	6,5%	6,4%	7,2%	7,7%	8,7%	9,8%

\*Valores expresados en ARS.

## Situación patrimonial de la compañía

En cuanto a la **situación financiera de la compañía**, históricamente mantuvo bajos niveles de endeudamiento tanto de corto como de largo plazo, y no se prevé a futuro grandes inversiones en CAPEX y/o capital de trabajo que requieran de un incremento en la estructura de financiamiento habitual que posee.

Así mismo, en los **activos de la empresa**, en lo que se puede observar un crecimiento principalmente en la caja producto de mayor generación de cash flow para los próximos años.

El **patrimonio neto** se ve incrementado año a año producto de mayores resultados netos positivos no distribuidos para los siguientes años.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Caja y Equivalentes	73.608.199,0	81.746.791,8	29.167.915,9	43.906.555,0	62.332.626,2	85.508.920,5	116.007.855,8	152.858.439,7
Inversiones	112.906.636,0	109.392.366,2	140.669.429,0	140.669.429,0	140.669.429,0	140.669.429,0	140.669.429,0	140.669.429,0
Créditos por Ventas	25.556.020,2	3.644.505,8	912.137,2	1.777.745,6	2.044.407,4	2.289.736,3	2.472.915,2	2.547.102,7
Inventarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros Activos Corrientes	4.584.064,9	12.440.416,9	19.612.162,0	8.888.727,9	10.222.037,1	11.448.681,6	12.364.576,1	12.735.513,4
<b>Total Activo Corriente</b>	<b>216.654.920,1</b>	<b>207.224.080,8</b>	<b>190.361.644,1</b>	<b>195.242.457,5</b>	<b>215.268.499,8</b>	<b>239.916.767,4</b>	<b>271.514.776,1</b>	<b>308.810.484,8</b>
Propiedad, Planta y Equipo	151.149.382,3	145.995.137,3	152.230.379,8	163.089.099,4	174.515.586,6	186.091.315,5	197.082.016,7	206.425.447,3
Inversiones	13.268.892,5	12.383.393,7	9.991.451,6	9.991.451,6	9.991.451,6	9.991.451,6	9.991.451,6	9.991.451,6
otros créditos	3.757.248,0	1.624.772,2	311.968,0	311.968,0	311.968,0	311.968,0	311.968,0	311.968,0
Otros activos no corrientes	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Total Activo No Corriente</b>	<b>168.175.522,7</b>	<b>160.003.303,2</b>	<b>162.533.799,4</b>	<b>173.392.519,0</b>	<b>184.819.006,1</b>	<b>196.394.735,0</b>	<b>207.385.436,3</b>	<b>216.728.866,9</b>
<b>Total ACTIVOS</b>	<b>384.830.442,8</b>	<b>367.227.384,0</b>	<b>352.895.443,5</b>	<b>368.634.976,5</b>	<b>400.087.505,9</b>	<b>436.311.502,4</b>	<b>478.900.212,4</b>	<b>525.539.351,7</b>
Deuda Financiera	1.265.638,4	-	21.515.702,4	21.515.702,4	21.515.702,4	21.515.702,4	21.515.702,4	21.515.702,4
Deudas laborales	7.005.604,8	5.152.217,1	2.238.738,5	2.238.738,5	2.238.738,5	2.238.738,5	2.238.738,5	2.238.738,5
Leasings	-	-	-	-	-	-	-	-
Proveedores	18.412.298,2	16.042.272,2	20.813.034,8	13.333.091,9	15.333.055,7	17.173.022,4	18.546.864,2	19.103.270,1
Cargas Fiscales	68.031.579,0	10.002.779,7	13.498.625,4	15.793.391,8	18.162.400,5	20.341.888,6	21.969.239,7	22.628.316,9
Otros Pasivos Corrientes	3.005.511,5	1.937.790,2	1.452.500,0	1.699.425,0	1.954.338,8	2.188.859,4	2.363.968,2	2.434.887,2
<b>Total Pasivo Corriente</b>	<b>97.720.631,9</b>	<b>33.135.059,2</b>	<b>59.518.601,2</b>	<b>54.580.349,6</b>	<b>59.204.235,9</b>	<b>63.458.211,3</b>	<b>66.634.512,9</b>	<b>67.920.915,0</b>
Deuda Financiera	-	-	3.585.879,2	3.585.879,2	3.585.879,2	3.585.879,2	3.585.879,2	3.585.879,2
Otros Pasivos No Corrientes	-	10.297.768,4	3.003.857,8	3.003.857,8	3.003.857,8	3.003.857,8	3.003.857,8	3.003.857,8
<b>Total Pasivo No Corriente</b>	<b>-</b>	<b>10.297.768,4</b>	<b>6.589.737,0</b>	<b>6.589.737,0</b>	<b>6.589.737,0</b>	<b>6.589.737,0</b>	<b>6.589.737,0</b>	<b>6.589.737,0</b>
<b>Total PASIVOS</b>	<b>97.720.631,9</b>	<b>43.432.827,6</b>	<b>66.108.338,1</b>	<b>61.170.086,5</b>	<b>65.793.972,8</b>	<b>70.047.948,2</b>	<b>73.224.249,9</b>	<b>74.510.652,0</b>
Minority Interests	-	-	-	-	-	-	-	-
Acciones Ordinarias	1.500,0	1.500,0	1.500,0	-	-	-	-	-
Patrimonio neto	287.109.811,0	323.794.556,4	286.787.105,4	286.787.105,4	286.787.105,4	286.787.105,4	286.787.105,4	286.787.105,4
Resultados No Distribuidos	-	-	-	20.677.784,6	47.506.427,7	79.476.448,8	118.888.857,2	164.241.594,3
<b>Total EQUITY</b>	<b>287.109.811,0</b>	<b>323.794.556,4</b>	<b>286.787.105,4</b>	<b>307.464.890,0</b>	<b>334.293.533,1</b>	<b>366.263.554,2</b>	<b>405.675.962,5</b>	<b>451.028.699,6</b>
<b>Total PASIVOS + MI + EQUITY</b>	<b>384.830.443</b>	<b>367.227.384</b>	<b>352.895.444</b>	<b>368.634.976</b>	<b>400.087.506</b>	<b>436.311.502</b>	<b>478.900.212</b>	<b>525.539.352</b>

\*Valores expresados en ARS.

## Estimación del CAPEX

La empresa no tiene proyectado ningún proyecto que requiera de grandes inversiones en capital fijo, por ende se estima que la inversión en CAPEX se mantendrá en niveles del 5% sobre el nivel de ventas de la compañía, valor promedio de los últimos 3 años.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Inversiones en CAPEX	51.785.816	3.572.624	14.467.395	16.221.928	18.655.218	20.893.844	22.565.351	23.242.312
% ventas	13,2%	1,2%	5,2%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%

Valores expresados en ARS.

## Impuesto a las ganancias

Para la estimación del impuesto a las ganancias se utiliza la alícuota actual del 35%, la cual se estima se mantendrá en el tiempo.

## Estimación del Capital de trabajo

Como ya se ha mencionado anteriormente, por el funcionamiento de la industria, se tiene bajas necesidades operativas de fondos (NOF).

Al ser una empresa proveedora neta de servicios no se cuenta con inventarios. El volumen de los Créditos por ventas son muy bajos, ya que el ingreso principal por servicios se cobra a través de comisiones debitadas al momento de concertar cada operación, salvo servicios y operatorias específicas. Ello hace que las NOF en la empresa sean negativas, lo que implica que la empresa no requiere de financiamiento adicional para solventar sus activos corrientes.

Para estimar el capital de trabajo en los próximos años se trabajó con el ratio cantidad de días sobre ventas para cada cuenta. La cuenta créditos por ventas se estima constante en el tiempo alrededor de dos días de ventas. Inventarios no posee, y por último la cuenta otros activos corrientes se estimó en 10 días de ventas producto del promedio de los últimos 3 años.

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Ventas	391.193.239,0	310.473.740,1	277.297.923,0	324.438.569,9	373.104.355,4	417.876.878,0	451.307.028,3	464.846.239,1
% de crecimiento		-20,6%	-10,7%	17,0%	15,0%	12,0%	8,0%	3,0%
(-) Costo de Ventas	(226.847.740,3)	(197.158.512,1)	(170.425.383,5)	(178.441.213,5)	(201.476.351,9)	(217.295.976,6)	(234.679.654,7)	(232.423.119,6)
<b>Días:</b>								
Créditos por Ventas	24	4	1	2	2	2	2	2
Inventarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros Activos Corrientes	4	15	26	10	10	10	10	10
Proveedores	17	19	27	15	15	15	15	15
Cargas Fiscales	63	12	18	18	18	18	18	18
Otros Pasivos Corrientes	3	2	2	2	2	2	2	2
Créditos por Ventas	25.556.020	3.644.506	912.137	1.777.746	2.044.407	2.289.736	2.472.915	2.547.103
Inventarios	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros Activos Corrientes	4.584.065	12.440.417	19.612.162	8.888.728	10.222.037	11.448.682	12.364.576	12.735.513
Proveedores	18.412.298	16.042.272	20.813.035	13.333.092	15.333.056	17.173.022	18.546.864	19.103.270
Cargas Fiscales	68.031.579	10.002.780	13.498.625	15.793.392	18.162.401	20.341.889	21.969.240	22.628.317
Otros Pasivos Corrientes	3.005.512	1.937.790	1.452.500	1.699.425	1.954.339	2.188.859	2.363.968	2.434.887
<b>Total Capital de Trabajo</b>	<b>(59.309.303,7)</b>	<b>(11.897.919,4)</b>	<b>(15.239.861,0)</b>	<b>(20.159.435,1)</b>	<b>(23.183.350,4)</b>	<b>(25.965.352,5)</b>	<b>(28.042.580,7)</b>	<b>(28.883.858,1)</b>
% sobre Ventas	15,2%	3,8%	5,5%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%	6,2%
<b>Variación de Capital de Trabajo</b> (en \$\$\$)				<b>(4.919.574,1)</b>	<b>(3.023.915,3)</b>	<b>(2.782.002,0)</b>	<b>(2.077.228,2)</b>	<b>(841.277,4)</b>

\*Valores expresados en ARS.

## Flujos de fondos futuros de la compañía

Luego de haber proyectado todas las partidas correspondientes llegamos al resultado operativo para los próximos 5 años de la compañía. Al cual se le adicionó nuevamente amortizaciones y depreciaciones y se descontaron variaciones en capital de trabajo e inversiones en activos fijos, para llegar al **Free Cash Flow**. Todos estos valores fueron trabajados en pesos y precios constantes al 31 de Marzo de 2023.

Para traer los flujos a valor presente se utilizará una tasa de descuento WACC calculada en dólares. Lo que nos exige llevar los flujos de fondos proyectados a la misma unidad de moneda para la consistencia del cálculo.

Por ello es que se dolarizó el flujo de fondos de cada año, tomando como valor de tipo de cambio el precio del dólar MEP al 31 de Marzo de 2023. Fecha correspondiente al cierre de balance y a la cual están llevados todos los valores en pesos.

Se utiliza el tipo de cambio MEP para llevar un análisis más acorde a valores de mercado, intentando subsanar las distorsiones actuales que mantienen un valor artificialmente bajo del dólar oficial, al cual producto de una gran cantidad de restricciones y regulaciones es casi imposible acceder.

Lo mismo se realizó con los activos no operativos y el stock de deuda, el cual se calculó inicialmente en pesos y se dolarizó, para mantener la consistencia, al tipo de cambio MEP del 31 de Marzo de 2023.

A continuación observamos el cuadro resumen:

	2024	2025	2026	2027	2028
<b>Resultado Operativo después de Impuestos</b>	<b>20.677.785</b>	<b>26.828.643</b>	<b>31.970.021</b>	<b>39.412.408</b>	<b>45.352.737</b>
(+) Depreciaciones & amortizaciones (D&A)	5.363.209	7.228.731	9.318.115	11.574.650	13.898.881
(-) Variaciones en capital de trabajo (WK)	4.919.574	3.023.915	2.782.002	2.077.228	841.277
(-) Inversiones en activos fijos (CAPEX)	(16.221.928)	(18.655.218)	(20.893.844)	(22.565.351)	(23.242.312)
<b>Free Cash Flows (moneda local)</b>	<b>14.738.639</b>	<b>18.426.071</b>	<b>23.176.294</b>	<b>30.498.935</b>	<b>36.850.584</b>
(x/%) Tipo de Cambio	386,81	386,81	386,81	386,81	386,81
<b>Free Cash Flows (USD)</b>	<b>38.103</b>	<b>47.636</b>	<b>59.916</b>	<b>78.847</b>	<b>95.268</b>
Crecimiento a Perpetuidad					
Múltiplo Período Terminal					
Período de Descuento (n)	0,50	1,50	2,50	3,50	4,50
Factor de Descuento	17,96%	0,92	0,78	0,66	0,56
<b>Cash Flows Descontados (USD)</b>	<b>35.083</b>	<b>37.182</b>	<b>39.646</b>	<b>44.229</b>	<b>45.303</b>

## Cálculo de la tasa de descuento WACC

Por último determinaremos la tasa WACC (Weighted Average Cost of Capital) con la que se descontarán los flujos de fondos futuros para traerlos al valor presente.

La tasa de descuento se define como la tasa de retorno requerida por los inversores para adquirir un determinado cash flow en función al riesgo al que están expuestos y, en definitiva, se usa para determinar el monto que pagaría hoy un inversor (valor presente) para obtener el derecho de recibir un determinado flujo a futuro.

Sin duda, es uno de los mayores desafíos de la valuación ya que cambios porcentuales en ella generan un gran impacto en el resultado del **Equity Value** de la compañía.

El cálculo de la misma en una economía emergente como Argentina, lleva aparejado un mayor nivel de dificultad, dada la mayor volatilidad de la economía; tasa de interés, Inflación, tipo de cambio, entre otras variables. A ello, se le suma un mercado de capitales poco desarrollado e ineficiente en comparación con las economías avanzadas. La presencia de riesgo político y fiscal es superior y el crecimiento del PIB suele ser mucho más irregular en economías emergentes.

A continuación nos enfrentaremos a este cálculo, utilizando ciertos supuestos buscando reflejar de la mejor manera posible el riesgo implícito en una inversión local.

La tasa WACC se compone de:

$$WACC = E/(D+E)*Ke + D/(D+E)*Kd*(1- Tasa de impuesto)$$

Donde:

$E/(D+E)$  = Proporción de capital

$D/(D+E)$  = Proporción de deuda

Ke: Coste de los fondos propios

Kd: Coste de la deuda financiera

T: Tasa de impuesto a las ganancias

### *Estimación del costo de capital (Ke)*

Para el cálculo del costo de capital se utiliza el modelo CAPM (Capital Assets Pricing Model), el cual plantea la siguiente ecuación:

$$ER_i = R_f + B_i * RP$$

La rentabilidad de los activos ( $ER_i$ ) es igual a una tasa libre de riesgo ( $R_f$ ) más una prima del riesgo del mercado de las acciones ( $RP$ ) ajustada por un coeficiente de riesgo propio de la empresa ( $B_i$ ).

Si bien, el modelo CAPM no fue desarrollado para valuar compañías en economías emergentes, en estos casos, se le suele incorporar a la fórmula una prima correspondiente al riesgo país, para reflejar el riesgo total al que se expone el inversor en una economía tan volátil e impredecible como Argentina. Además, adicionamos una prima por tamaño, fundamentado en que en general el rendimiento de compañías pequeñas es mayor al de las compañías de mayor magnitud.

Con lo cual la formula final queda de la siguiente manera:

$$ERi = Rf + Bi \cdot RP + \text{Prima por riesgo país} + \text{Prima por tamaño}$$

Para la **tasa libre de riesgo (Rf)**, al no haber referencias locales de deudas a largo plazo que sean libres de riesgo, se optó por tomar la tasa de bonos del tesoro norteamericano. Los bonos del tesoro Norteamericano son los activos mayormente utilizados a nivel mundial como reflejo de la misma.

Para el cálculo consideramos el promedio de los últimos 5 años de la tasa de bonos a 10 años del tesoro Norteamericano. Ya que actualmente, dado el contexto mundial, la misma se encuentra en valores altos en relación al histórico, pero ello se espera que baje para los próximos años. La misma es de 2,97%.

La **prima de riesgo de mercado de las acciones (RP)** puede definirse como la diferencia entre el valor de rendimiento esperado de un portfollio de mercado y la tasa libre de riesgo. Para la determinación de la misma nos basamos en la prima de riesgo histórica para el mercado Estadounidense, detallado en el trabajo de Palomo Zurdo (2008). El cual determina una prima de riesgo de mercado promedio de 5,13%,

Para determinar el **Beta (Bi)** de la compañía, al ser una empresa que no se encuentra listada en el mercado, se realizó lo siguiente:

Se buscó tres empresas comparables del sector, a las cuales se les tomó el beta desapalancado. Luego se tomó la mediana de las mismas, y con ello se volvió a apalancar el beta en función al promedio de la relación deuda/capital de las compañías y a la tasa de impuesto local. Todo ello llevó a un beta de la compañía de 1,12.

Compañías Comparables	Beta Apalancado	Deuda / Equity	Tasa Impositiva	Beta Desapalancado
Robinhood Markets, Inc.	1,24	23%	40%	1,09
Cohen & Company Inc.	1,01	4%	40%	0,99
Lion Group Holding Ltd.	1,17	1%	40%	1,17

En cuanto a la **Prima por riesgo país**, optamos por tomar el índice EMBI (“Emerging Markets Bonds Index”) el cual es calculado por la compañía financiera JP Morgan Chase. El mismo representa la diferencia de tasas de interés que pagan los bonos en dólares soberanos emitidos por países subdesarrollados y los bonos del tesoro norteamericano. Para nuestro cálculo se tomó el promedio de riesgo país de los últimos 10 años para Argentina. Lo hicimos de esta manera, debido a que el riesgo país actual es bastante alto producto de la situación económica actual reflejada en el escenario macroeconómico. Pero en los próximos años, frente a mejoras macroeconómicas y cumplimientos de pago de deuda externa, la misma debería bajar y tender a la media histórica. La misma nos dio una prima por riesgo país del 13,2%.

## Estimación del costo de la deuda

El costo de la deuda es la tasa de interés de mercado a la que la empresa puede endeudarse corregida por el escudo fiscal que obtiene al descontar los intereses pagados en su declaración jurada de impuesto a las ganancias que hacen que el impuesto a pagar sea menor. En nuestro caso, la empresa no posee grandes deudas de largo plazo que permitan reflejar el costo de la misma. Para el cálculo se estimó un 13%.

La tasa de impuesto a las ganancias en Argentina es del 35%. Al aplicar las correcciones del escudo fiscal, el costo total de deuda es del 8,5%. Todo ello nos lleva a una tasa WACC de 20,7%.

Por último, como la proyección de los flujos de fondos se trabajó en términos reales, debemos llevar la WACC nominal a real.

Para ello se trabajó con la ecuación de Fisher de la siguiente manera:

$$(1 + i_a) = (1 + i_\pi) \cdot (1 + i_r)$$

$i_a$  = Tasa de interés nominal.

$i_\pi$  = Tasa de inflación.

$i_r$  = Tasa de rendimiento real del capital.

Despejando la Tasa real:

$$i_r = (1 + i_a) / (1 + i_\pi) - 1$$

$$i_r = (1 + 20,7) / (1 + 2,33) - 1$$

$$i_r = 17,96\%$$

Para el cálculo de la Inflación esperada estadounidense se utilizó la estimación del FOMC (Federal Open Market Committee). Comité formado por **12 miembros**, incluyendo 7 representantes de la junta de gobernadores de la Reserva Federal, el presidente del Banco de la Reserva Federal de Nueva York, y 4 presidentes de los 11 Bancos de la Reserva Federal restantes de forma rotativa. Su principal objetivo es tomar decisiones de corto plazo sobre la política monetaria de la Reserva Federal de EEUU. Se tomó la inflación promedio esperada para los próximos 5 años.

A continuación presentamos en un cuadro detallado los cálculos mencionados:

<b>Cálculo de la Tasa de Descuento</b>	
<b>Costo del Capital Propio</b>	
Beta Desapalancado	1,09
Deuda / Equity	4,0%
Tasa Impuesto a las Ganancias	35,0%
<b>Beta Apalancado</b>	<b>1,12</b>
Tasa libre de Riesgo	2,97%
Prima de riesgo del mercado	5,13%
Beta Apalancado	1,12
<b>Costo del Capital Propio</b>	<b>8,7%</b>
Prima por Riesgo País	13,2%
Prima por Riesgo Único	0,0%
<b>Costo de Capital Propio</b>	<b>21,9%</b>
<b>Costo del Capital Propio</b>	<b>21,9%</b>
<b>Costo de la Deuda</b>	
Costo de la Deuda	13,00%
Tasa Impuesto a las Ganancias	35,0%
<b>Costo de la Deuda</b>	<b>8,5%</b>
<b>WACC</b>	
Proporción Deuda (Total debt/EV)	8,9%
Proporción Equity	91,1%
<b>Weighted Average Cost of Capital</b>	<b>20,71%</b>
Inflación esperada EEUU	<b>2,33%</b>
<b>Weighted Average Cost of Capital REAL</b>	<b>17,96%</b>

## Cálculo del valor terminal

Una vez que se realizaron las proyecciones del período explícitamente proyectado, que hemos definido como de 5 años de duración, debemos valorar los flujos restantes a través de una perpetuidad. La utilización de una fórmula para dicho cálculo nos permite eliminar la necesidad de pronosticar más allá del periodo explícito. El valor terminal representa el valor presente de los flujos que se estiman serán generados con posterioridad al período explícitamente proyectado, como empresa en marcha, bajo condiciones estables y asumiendo una continuidad a lo largo del tiempo.

La fórmula del valor terminal es la siguiente:

$$\text{Valor terminal} = \frac{FC_{t+1}}{WACC-g}$$

La tasa de crecimiento a perpetuidad (g) que utilizamos en nuestra valuación es del 3%. Se utilizó el mismo ya que es el crecimiento promedio histórico de la economía mundial.

## Cálculo del Equity Value

Habiendo estimado los flujos de fondos futuros, el valor terminal y la tasa de descuento a utilizar arribamos al **Enterprise Value** de la compañía.

En nuestro análisis, el **Enterprise Value asciende a USD 488.620**. El mismo corresponde al valor de las operaciones de la compañía.

Posteriormente, para llegar al **Equity Value** de la compañía, es decir, al valor de la compañía para los tenedores de capital, debemos sumarle el valor de los activos no operativos y restarle el valor de la deuda financiera, que es el porcentaje del **Enterprise Value** que pertenece a los acreedores.

Para el cálculo de los activos no operativos se tomó la tenencia en Caja e Inversiones. Cabe destacar que el valor alocado en inversiones de la compañía es particularmente grande y representa una gran proporción del equity value de la compañía. Los mismos ascienden a **USD 464.902**.

Posteriormente, se le resta el valor de la deuda financiera de la compañía, el cual asciende a **USD 64.894**. Como se ha mencionado con anterioridad, la compañía posee bajos niveles de endeudamiento.

**Habiendo hecho todo ello, el Equity Value al que arribamos es de USD 888.628.**

Detallamos el cálculo a continuación:

**ENTERPRISE VALUE + ACTIVOS NO OPERATIVOS – VALOR DEUDA FINANCIERA**

**USD 488.620 + USD 464.902 - USD 64.894 = USD 888.628**

Por último, al valor final se le debería aplicar un descuento por liquidez.

El **descuento por liquidez** corresponde a una disminución de valor al ser una empresa no cotizante en el mercado de capitales, lo que hace que la liquidez de cada acción de la compañía sea baja. En base a estudios empíricos, se estima que la tasa correspondiente se suele situar entre el 10% y 25%. En nuestro caso se decidió aplicar un 15% para el mismo. Lo que lleva al valor final del Equity Value a **USD 755.334**.

## Análisis de sensibilidad y escenarios

En el apartado anterior concluimos en un valor de Equity de **USD 888.628**. Pero habiendo detallado la complejidad de valuar una empresa en un mercado emergente como Argentina, y tras observar el difícil escenario macroeconómico actual por el que el país transita, no podemos quedarnos con un único valor.

A continuación llevaremos a cabo un análisis de sensibilidad que nos permitirá definir una zona de valor en el cual se podría definir el Equity value de la compañía, rango conocido como zona de negociación.

Para realizar este análisis se definieron tres escenarios posibles, en los que se les asignó distintos valores a las variables: Tasa de crecimiento (g), Tasa de descuento WACC, Crecimiento de los ingresos por ventas y Costo de servicios.

Cabe mencionar que se trabajó con cada variable por separado, es decir, en cada escenario se modifica solo una variable manteniendo las demás constantes (Ceteris paribus).

ESCENARIOS	VARIABLES	2024	2025	2026	2027	2028
ESCENARIO NEGATIVO	Crecimiento de los ingresos	10,0%	7,0%	7,0%	5,0%	3,0%
	Costo de la mercadería vendida (%/ventas)	57,00%	56,00%	56,00%	55,00%	54,00%
	Tasa WACC	20%	20%	20%	20%	20%
	Tasa de crecimiento (g)	2%	2%	2%	2%	2%
ESCENARIO BASE	Crecimiento de los ingresos	17,0%	15,0%	12,0%	8,0%	3,0%
	Costo de la mercadería vendida (%/ventas)	55,0%	54,0%	52,0%	52,0%	50,0%
	Tasa WACC	17,96%	17,96%	17,96%	17,96%	17,96%
	Tasa de crecimiento (g)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
ESCENARIO POSITIVO	Crecimiento de los ingresos	22,00%	20,00%	16,00%	12,00%	3,00%
	Costo de la mercadería vendida (%/ventas)	53,0%	53,0%	50,0%	50,0%	48,0%
	Tasa WACC	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%	16,0%
	Tasa de crecimiento (g)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%

**Del resultado de dicho análisis se demarcó una zona de negociación de entre USD 728.408 Y USD 975.885**, en base a los distintos valores para cada escenario.

VARIABLE	%	VALOR EQUITY
Tasa de crecimiento (g)	Escenario negativo	\$ 868.022,11
	Escenario base	\$ 888.628,42
	Escenario positivo	\$ 912.186,79
Tasa de descuento WACC	Escenario negativo	\$ 824.574,95
	Escenario base	\$ 888.628,42
	Escenario positivo	\$ 969.988,25
Crecimiento de los ingresos	Escenario negativo	\$ 802.512,56
	Escenario base	\$ 888.628,42
	Escenario positivo	\$ 963.721,48
Costo de servicios	Escenario negativo	\$ 728.408,74
	Escenario base	\$ 888.628,42
	Escenario positivo	\$ 975.885,00

## Conclusión

El objetivo final del presente trabajo consistió en estimar el valor del 100% del capital accionario de SJB S.A. Para ello, se transitó por un camino en búsqueda de conocer con mayor profundidad a la compañía; comprender su negocio, fortalezas, debilidades, su historia financiera y planes de estrategia a futuro.

Como se mencionó al inicio, el valor de la compañía no proviene exclusivamente de su propia actividad, sino también del ambiente en el que esta inserto. Lo que nos llevó a analizar en mayor profundidad la macroeconomía Argentina, sus desequilibrios actuales y desafíos hacia adelante. Así como también entender en mayor medida la industria a la que pertenece la firma, su evolución histórica y el rol que posee en la Argentina actual.

Utilizando dicho análisis, y bajo la metodología de Flujos de fondos descontados, se llevó a cabo el proceso de valuación de la compañía. Dicho proceso se construye bajo supuestos que con cierto profesionalismo determina el valuador, pero no dejan de tener un nivel de subjetividad basada en estimaciones propias. Por esto mismo es que se decidió trabajar en la búsqueda de una zona de negociación en donde se debería posicionar la valuación de la compañía.

**Como resultado de todo ello concluimos que el valor de la firma se encuentra entre USD 728.408 Y USD 975.885.**

## Bibliografía

- Perassolo, N. R. (2019). Desarrollo del mercado de capitales argentino: una comparación con Chile.
- Gallo, A (2019) The Limits of Populism and Neoliberalism: Fiscal Distributive Policies and Economic Stability in Argentina, 2000-2020
- Banco Mundial. <https://datos.bancomundial.org/>
- Banco Central de la República Argentina (BCRA). Relevamiento de expectativas de mercado. [www.bcra.gov.ar](http://www.bcra.gov.ar)
- Instituto argentino de mercado de capitales. <https://www.iamc.com.ar/IAMC/>
- Mercado Argentino de Valores. <https://www.mav-sa.com.ar/>
- Plataforma digital. <https://www.alphacast.io/>
- Juan Mascareñas Pérez Íñigo (2011). Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas. Universidad Complutense. Madrid. 6ta edición. Editorial del Economista.
- Orsi, F. (2019): “Nota técnica: Valuación de Empresas por la Metodología del Descuento de Cash Flow (DCF)”. Facultad de Ciencias Empresariales. Universidad Austral. Rosario.
- Palomo Zurdo, R. J., & Pérez-Carballo Veiga, J. (2008). La prima de riesgo de mercado como precio del riesgo.
- <https://finviz.com/>
- <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20230920.pdf>
- Linares, P. C. (2013). Ecuación de Fisher: Estimación de la tasa de rendimiento real del capital a partir de la Ecuación de Fisher para Argentina 2003-2013. *Palermo Business Review*, (9), 35.