



UNIVERSIDAD NACIONAL DE CÓRDOBA
FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS
ESCUELA DE GRADUADOS EN CIENCIAS ECONÓMICAS

MAESTRÍA EN DIRECCIÓN DE NEGOCIOS

TRABAJO FINAL DE APLICACIÓN

“Valuación de Fideicomiso Administrativo”

Autor: Cr. Bautista Herrera, Héctor Jesús Alejandro

Tutor: Cra. Lubrina, Carla Cecilia

Córdoba

2017



Valuación de Fideicomiso Administrativo by Bautista Herrera, Héctor Jesús Alejandro is licensed under a [Creative Commons Reconocimiento 4.0 Internacional License](https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/).

Índice de contenido

PRESENTACION DEL PROYECTO	- 4 -
Capítulo 1: Introducción.....	- 4 -
1.1 Definición del Problema	- 5 -
1.2 Objetivos del trabajo.....	- 5 -
1.3 Eje Temático.....	- 6 -
1.4 Metodología.....	- 6 -
Capítulo 2 Marco Teórico.....	- 6 -
2.1 Métodos de valuación.....	- 7 -
2.2 Distintos Métodos de Flujos de Fondos Descontados	- 10 -
2.3 Partes intervinientes y tipos de fideicomisos	- 13 -
Capítulo 3 Costo del capital CAPM (Capital Asset Pricing Model.)	- 15 -
3.1 Problemas conceptuales del modelo CAPM	- 17 -
3.2 Proyección de resultados	- 18 -
3.3 Análisis de sensibilidad de los resultados	- 19 -
Capítulo 4: presentación de la empresa	- 19 -
4.1 Actividad.....	- 19 -
4.2 Historia y Evolución.....	- 20 -
4.3 Características generales del fideicomiso	- 21 -
Capítulo 5: Análisis de la información financiera.....	- 24 -
5.1 Análisis Vertical y horizontal	- 24 -
5.2 Datos Históricos	- 24 -
5.3 Análisis económico y financiero.....	- 37 -
5.4 Estimación de los flujos de fondos futuros para el accionista	- 40 -
5.5 Valor Residual – Perpetuidad	- 43 -
5.5 Confección del flujo de fondos proyectado	- 43 -
Capítulo 6: Determinación del costo de capital	- 45 -
6.1 Determinación del Riesgo Sistemático	- 45 -
6.2 Determinación del Riesgo No Sistemático	- 49 -
Capítulo 7: Cálculo del Valor del Fideicomiso	- 49 -
Capítulo 8: Análisis de sensibilidad – Escenarios	- 50 -
8.1 Escenario optimista.....	- 50 -

8.2 Escenario pesimista.....	- 52 -
Capítulo 9: Conclusiones.....	- 54 -
B.1 BIBLIOGRAFÍA.....	- 56 -
C.3 ANEXOS	- 57 -
Clientes.....	- 57 -
Oficinas de Trabajo	- 58 -
Calculo de Prima de Riesgo	- 59 -
Calculo de Beta.....	- 59 -

PRESENTACION DEL PROYECTO

Capítulo 1: Introducción

Debido a la importancia que tiene conocer el valor de nuestras compañías, el siguiente proyecto hará hincapié en mecanismos que permitan la obtención del mismo. Dicho proceso resulta imprescindible al momento de realizar distintas acciones, como la compra-venta, emisión de acciones, incorporación de socios o fusiones de empresas. Por ende, debemos entender en qué consiste esto.

El término valuación¹ puede ser definido desde distintos puntos de vista. Etimológicamente proviene del francés évaluer, del francés antiguo valué ("valor"), proveniente del latín valeō, valēre ("ser fuerte, tener valor"), y este de la raíz indoeuropea *wal ("ser fuerte"). Financieramente "valuación" es el proceso de estimar el valor de un activo (por ejemplo: acciones, opciones, empresas o activos intangibles tales como: patentes y marcas registradas) o de un pasivo (por ejemplo: títulos de deuda de una compañía), es decir es el acto y el resultado de valorar. Término al cual, haremos referencia a lo largo del presente trabajo.

El valor de una organización es el valor actual de los flujos futuros de fondos, comparado con el costo del capital. Sin embargo, muchas veces las herramientas a utilizar se ven dificultadas por el contexto macroeconómico donde se desenvuelve la compañía, la cual puede verse afectada por una alta volatilidad, factores políticos-económicos, distintas medidas de aversión al riesgo y escasa o nula comparación con otras empresas del mismo rubro. Estos elementos los tendremos en cuenta al momento de llevar a cabo este trabajo, tratando de minimizar sus efectos.

Otro concepto importante es el fideicomiso o fidecomiso (del latín fideicommissum, a su vez de fides, "fe", y commissus, "comisión") es un contrato en virtud del cual una o más personas (fideicomitente/s o fiduciante/s) transmiten bienes, cantidades de dinero o derechos, presentes o futuros, de su propiedad a otra persona (una persona física o persona jurídica, llamada fiduciaria) para que esta administre o invierta los bienes en beneficio propio o en beneficio de un tercero, llamado beneficiario, y se transmita, al cumplimiento de un plazo o condición, al fiduciante, al beneficiario o a otra persona, llamado fideicomisario.

Dentro de los Fideicomisos hay varios tipos, está empresa es un Fideicomiso Administrativo. Estos son aquellos en los cuales se entregan bienes, sin importar su naturaleza, con o sin

¹ Definición de fidecomiso según el Diccionario de la lengua española.

transferencia de la propiedad, para que los administre y desarrolle la gestión encomendada por el contribuyente y destine, tanto el capital y los rendimientos, si los hay, al cumplimiento de la finalidad señalada.

Ante lo ya expuesto, el desafío del presente trabajo consistirá en la obtención del Valor de un Fideicomiso Administrativo, el cual se encuentra en la ciudad de Córdoba y comenzó a funcionar a partir del año 2011. Su finalidad es la de canalizar una inversión de riesgo, en actividades de otorgamiento de financiaciones a personas físicas y/o jurídicas y/o la realización de inversiones financieras de distintos tipo y naturaleza.

1.1 Definición del Problema

Debido a la posibilidad de venta de dicho fideicomiso y de la falta de conocimiento del valor por parte del propietario, es necesario obtener un valor razonable del mismo en base a herramientas proporcionadas por las Finanzas Corporativas.

1.2 Objetivos del trabajo

- **Objetivos principales**

El objetivo principal del trabajo consiste en determinar el valor razonable del fideicomiso administrativo, mediante el empleo de herramientas que nos proporciona la Administración Financiera, información que será de gran utilidad para el propietario.

De esta forma obtendremos datos útiles y necesarios, que nos ayudarán a comprender mejor la situación económica y financiera del mismo, permitiendo una mejor negociación al momento de su venta.

- **Objetivos secundarios**

- Análisis y comprensión de los Estados Contables.
- Proyección de los Flujos Futuros de Fondos.
- Obtención de la tasa del costo de capital.
- Análisis de sensibilidad.
- Conclusión de los resultados obtenidos.

1.3 Eje Temático

Dado que la mira central de este análisis, estará puesta en la valuación de los flujos futuros de fondos que generan los activos y la correspondiente tasa del costo de capital. Será necesario plantear algunos conceptos de la *Administración Financiera* que sirvan para apoyar la lectura interpretativa. Como así también los parámetros sobre el cual nos desempeñaremos. Sin dejar de lado el profesionalismo, criterio e imparcialidad requerido para la correcta realización del presente trabajo.

1.4 Metodología

Existe diversas metodologías al momento de realizar una valuación de empresas, en este trabajo el criterio utilizado será el de flujos de fondos descontados. El mismo consiste en determinar el valor actual de los flujos futuros de fondos generados por los activos y la correspondiente tasa de costo de capital.

Los pasos a seguir serán los siguientes:

- **Análisis Financieros de Estados Contables:** el mismo consiste en determinar la evolución de los mismos, identificando ciertas tendencias, como así también la obtención de indicadores que permitan conocer la situación económica y financiera del fideicomiso.
- **Proyección de los Flujos Futuros** en el cual no debemos dejar de lado los criterios a utilizar, la imparcialidad y el grado de profesionalismo que el mismo requiere.
- Determinación de la **tasa de costo de capital** por medio del método CAPM (Capital Asset Pricing Model).
- Obtención del **valor actual del fideicomiso**, en base al descuento de los flujos de fondos.
- **Sensibilización de resultados:** consiste en definir distintos escenarios con distintos resultados posibles.

Capítulo 2 Marco Teórico

En la actualidad existen diversas formas de valuar una empresa, la elección de una depende del criterio del analista. Estos modelos por lo general asumen diferentes supuestos acerca de los fundamentos que determinan el valor de la compañía, pero comparten algunas características que hacen posible su clasificación en sentido amplio.

Evaluar una empresa significa determinar el valor de los activos. Dicho valor nunca es exacto debido a la incertidumbre presente ya sea, desde el punto de vista económico-financiero de la empresa en un futuro o, de las estimaciones del cashflow y la tasa de descuento realizada por el analista².

El valor no debe confundirse con el precio. El precio, es la cantidad a la que el vendedor y comprador acuerdan realizar una compraventa de las acciones de una empresa. La diferencia entre el valor de la empresa y el precio se debe a la valuación de ciertas percepciones. Por ejemplo: marca, instalaciones, el sector, economías de escala, activos intangibles, etc.

2.1 Métodos de valuación

Existen distintos tipos al momento de valorar una empresa, dentro de los cuales podemos encontrar:

2.1.1 Métodos de valuación basados en el Balance

Los métodos basados en el Balance intentan determinar el valor de la empresa estimando el valor de su patrimonio (Activo-Pasivo)³⁴:

- **Valor Contable:** es el valor de los recursos propios que están en el Balance (capital y reservas).

Una dificultad que presenta este método es que, la contabilidad nos relata una versión de la historia de la empresa, mientras que el valor de las acciones depende de las expectativas. Por eso, el valor contable prácticamente nunca coincide con el valor de mercado.

- **Valor Contable Ajustado:** éste método intenta salvar el inconveniente que supone la aplicación de criterios exclusivamente contables, pero solo lo consigue parcialmente ya que, ajusta los valores de los activos y pasivos al valor de mercado.
- **Valor de liquidación:** Es el valor de una empresa en el caso de que se proceda a su liquidación. En este caso, se venden los activos y se cancelan las deudas. Este valor se calcula restando del patrimonio neto los gastos de liquidación del negocio.

² Francisco, López (2002). Valoración de empresas. Barcelona: Libros de Cabecera.

³ Pereiro, L. y Galli, M. (2001). “La determinación del costo de capital en la valuación de empresas de capital cerrado”.

⁴ Pablo Fernández, en su libro Valoración de Empresas.

- **Valor sustancial:** Representa la inversión que debería efectuarse para constituir una empresa en idénticas condiciones a la que se está valuando. También, puede definirse como el valor de reposición de los activos.

La desventaja de utilizar estos métodos para valuar una empresa es que pueden proporcionarnos el valor de una empresa en un momento, son estáticos, y no toman en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero, ni otros factores que pueden afectar a la empresa.

2.1.2 Basado en el Estado de Resultado

Los métodos basados en el Estado de Resultados intentan determinar el valor de la empresa a través de los resultados obtenidos de las ventas.

- **Valor de los beneficios PER:** El valor de las acciones se obtiene multiplicando la utilidad anual neta por un coeficiente denominado PER (Price Earnings Ratio). (UPA – Utilidad por Acción).

Se suele utilizar el PER de otra empresa de similares dimensiones perteneciente al mismo sector de actividad

$$\text{PER} = \text{Cotización de la acción} / \text{beneficio neto}$$

El PER nos dice cuántas veces estamos pagando el beneficio de la empresa, o lo que es lo mismo, cuántos años tardaremos en recuperar nuestra inversión según los beneficios de la empresa.

$$\text{Valor de las acciones} = \text{PER} \times \text{utilidad}$$

- **Valor de los dividendos:** El valor de una acción es el valor actual de los dividendos que se espera obtener de ella.

En aquellos casos en los que se estima obtener dividendos constantes durante todos los años (perpetuidad), el valor de la acción se puede calcular así:

$$\text{Valor de la acción} = \text{DPA} / \text{Re}$$

Donde:

* DPA = dividendo repartido por la empresa

* Re = rentabilidad exigida a las acciones

- **Múltiplo de ventas:** Consiste en calcular el valor de la empresa multiplicando sus ventas por un múltiplo.

Es importante tener en cuenta que, para valuar una empresa utilizando múltiplos, es necesario múltiplos de empresas comparables.

Realizar una valuación utilizando múltiplos tiene la ventaja de que, el proceso es muy rápido y muy sencillo, aunque no siempre es muy fiable.

2.1.3 Mixtos (Goodwill)

Los métodos Mixtos realizan una valuación estática de los activos de la empresa (como el Balance), y añaden cierto dinamismo a la valuación al tratar de cuantificar el valor que generará la empresa en el futuro.

2.1.4 Descuento de Flujos (Discounted Cash Flow)

Es el método de determinar el valor de la empresa a través de los flujos de dinero que generará en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos. Bajo esta metodología los activos, bienes y servicios valen en función del flujo de fondo futuro que generarán, y que a su vez permitirán a los propietarios acceder a otros activos, bienes y servicios, siempre en función de satisfacer su utilidad o bienestar⁵.

En la valuación basada en el descuento de flujos es necesario determinar una tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujos de fondos. Este es uno de los puntos más importantes. Se realiza tomando en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas e incluso hay que tomar en cuenta un descuento marcado por los compradores (quienes en ocasiones no están dispuestos a invertir a menos de cierta rentabilidad).

El enfoque de descuentos de flujos de fondos tiene un rol central, ya que cuenta con las mejores credenciales teóricas y permite, además, obtener una imagen más confiada y sofisticada

⁵ Brealey, R., Myers, S. y Allen, F. (2009). "Principios de finanzas corporativas".

del valor de la compañía. Así mismo provee una apreciación muy precisa, en el sentido de que produce números concreto del valor económico generado por una inversión.

$$VAFFD = I_0 + \sum_{t=1}^N \frac{FF_t}{(1+i)^t}$$

2.2 Distintos Métodos de Flujos de Fondos Descontados ⁶⁷

Es importante a la hora de realizar las proyecciones futuras entender el crecimiento del negocio y del sector donde se opera, así también como los requerimientos de inversiones en capital.

En esta sección demostramos como el valor de la firma debe ser el mismo al utilizar cualquiera de los cuatro métodos tradicionales de valuación por DCF⁸:

- *Cash flow disponible para los accionistas (ECF) debe descontarse con el rendimiento esperado para la inversión en acciones (Ke).*
- *Free cash flow (FCF) debe descontarse con el WACC After taxes.*
- *Capital cash flow (CCF) debe descontarse con el WACC Before Taxes.*
- *Valor presente ajustado (APV, Adjusted Present Value). Al Free cash flow debe descontarse el Ku, para luego sumar el valor presente del escudo fiscal.*

No debería sorprender que el Valor de la Firma permanezca inalterado utilizando cualquiera de los cuatro métodos. Esto es lógico si tenemos en cuenta que estamos valuando la misma mercancía, partiendo de los mismos flujos esperados, no sería razonable que el cambio de método alterara el valor de la firma. Como estas medidas del cash flow tienen diferentes riesgos, las tasas de descuento a aplicar para cada caso deben tener en cuenta los mismos.

2.2.1 Cash Flow para los Accionistas (ECF)

Representa el flujo de efectivo residual de la empresa, luego de que se han abonado los intereses y los impuestos. También podemos obtenerlo, restando los intereses y sumando o restando según corresponda los cambios en el endeudamiento al Capital cash flow. En fórmula:

⁶ Dumrauf, G. (2010). “Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano”.

⁷ Pereiro, L. y Galli, M. (2001). “La determinación del costo de capital en la valuación de empresas de capital cerrado”.

⁸ A continuación, se utilizarán las siglas DFC para abreviar el término “Descuento de flujos de fondos”.

ECF = CCF – intereses +/- Variación de deuda.

El ECF es el flujo neto para los accionistas, por lo que la tasa de descuento a aplicar es el costo de capital de los accionistas “Rs”. Bajo el supuesto de que: los flujos de fondos de la empresa son perpetuos, la valuación de acuerdo con este método quedaría de la siguiente forma:

$$V = \frac{ECF}{R_s} + B = \frac{ECF}{R_s} + \frac{int}{R_b}$$

Donde:

* B= Deuda

* RB=Tasa de interés (costo de la deuda)

* RS=Rendimiento esperado de capital (costo del capital)

2.2.2 Free Cash Flow (FCF)

Representa el flujo de fondos que genera la empresa independientemente de cómo es financiada. En tal sentido, representa el flujo de efectivo de la firma como si ésta se financiara enteramente con capital propio, aislando los efectos impositivos del financiamiento. Debe ser definido con una base “después de impuestos”, antes de deducir los gastos financieros como intereses. Obsérvese que el impuesto es calculado sobre el EBIT, para ver cuál es el impuesto que hubiera pagado la firma si no hubiera utilizado deuda. El FCF no tiene en cuenta los beneficios fiscales para los obligacionistas.

$$FCF = EBIT*(1-t) + Amortizaciones \pm \Delta \text{ Capital de trabajo} - Capex$$

Para calcular el free cash flow (flujo de fondos libres) se debe hacer una previsión del dinero que recibirá la empresa y que debe gastar en cada período. Se trata de prever flujos de fondos a un mayor plazo, centrarse en el rendimiento económico de los distintos activos de la empresa, después de impuestos. Si la empresa no tiene deuda, el free cash flow es idéntico al flujo de fondos para los accionistas. El FCF puede ser distribuido para pagar a los accionistas y cubrir la deuda (tanto el principal como los intereses) con los acreedores de la empresa.

La tasa de descuento a utilizar es el costo promedio ponderado de capital para la empresa en su conjunto (Weight Average Cost of Capital).

$$WACC = \frac{B}{(B+S)} * R_b + \frac{S}{(B+S)} * R_s$$

Donde:

* B = Deuda

* S = Stock de Acciones

* R_B = Tasa de interés (costo de la deuda)

* R_S = Rendimiento esperado de capital (costo del capital)

Por ende, el valor actual de una empresa quedaría expresado de la siguiente manera:

$$V = \frac{FCF}{Wacc}$$

2.2.3 Capital Cash Flow (CCF)

Se define como el flujo de fondos total para inversores, la suma de los cash flows que éstos perciben, esto es, dividendos para los accionistas, cambios en el nivel de deuda e intereses para los obligacionistas.

$$CCF = \text{Dividendos} + \text{Intereses} + - \text{Deuda}$$

El Capital Cash Flow también puede obtenerse a partir del Free Cash Flow, puesto que el FCF no tiene en cuenta el escudo fiscal, sumamos éste para llegar al Capital Cash Flow, que representa el cash flow total disponible para los inversores, pero ahora considerando el efecto del ahorro fiscal, de tal forma que:

$$CCF = FCF + (B \times t) \times R_b$$

Tal como puede observarse, éste contempla los beneficios fiscales producto de la deuda no debiendo ser considerado en la tasa de descuento. Se usa de esta forma el promedio ponderado del capital sin el efecto impositivo.

$$WACC = \frac{B}{(B+S)} * R_b + \frac{S}{(B+S)} * R_s$$

Donde:

* B = Deuda

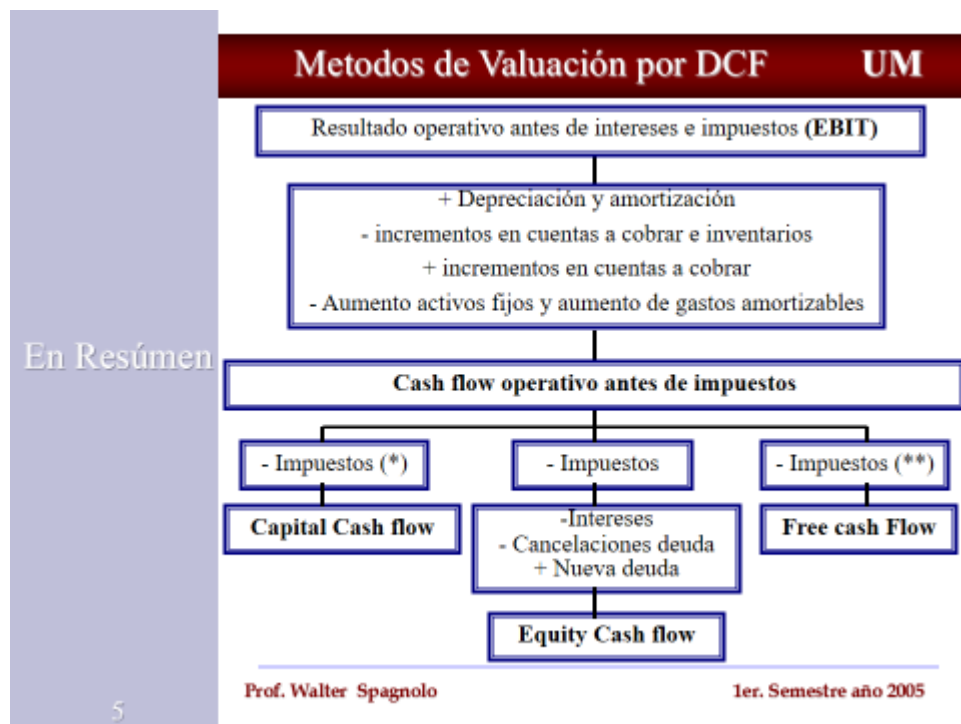
* S = Stock de Acciones

* R_b = Tasa de interés (costo de la deuda)

* R_s = Rendimiento esperado de capital (costo del capital)

Por ende, bajo este supuesto los flujos de la empresa quedarían valuados de la siguiente manera:

$$V = \frac{CCF}{Wacc}$$



Fuente: Profesor Walter Spagnolo- Presentación de métodos de valuación año 2005

2.3 Partes intervinientes y tipos de fideicomisos

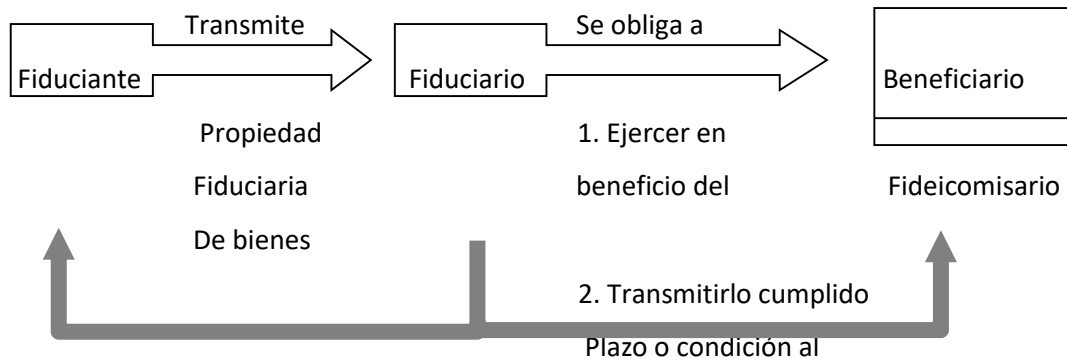
Las partes que intervienen son⁹:

- **Fiduciante o fideicomitente o constituyente o cedente:** es quien transmite los bienes en fideicomiso y estipula las condiciones del contrato.
- **Fiduciario o fideicomitado:** es quien los recibe en carácter de propiedad fiduciaria con obligación de dar a los bienes el destino previsto en el contrato.
- **Beneficiario:** es quien recibe los beneficios de la administración fiduciaria.

⁹ Ley 24.441 de la legislación argentina.

- **Fideicomisario:** es el destinatario final de los bienes una vez cumplido el plazo o condición estipulada en el contrato. En general, beneficiario y fideicomisario son la misma persona.

10



Fuente: Elaboración propia.

Existen distintos tipos de fideicomiso, pero los más comunes son:

1) Fideicomiso de garantía: puede reemplazar con ventajas a la hipoteca y a la prenda. Para ello, el fiduciante transmite un bien (una cosa inmueble o mueble) en propiedad fiduciaria, garantizando una obligación que mantiene a favor de un tercero, con instrucciones de que, no pagada la misma a su vencimiento, el fiduciario procederá a disponer de la cosa y con su producido neto desinteresa al acreedor y el remanente líquido que resta, lo reintegra al fiduciante.

2) Fideicomiso de seguros: las buenas intenciones del jefe de familia que contrata un seguro de vida para que, el día que fallezca, su esposa e hijos reciban una suma importante que les permita una digna subsistencia, puede malograrse si, ocurrido el siniestro, los beneficiarios de la indemnización que abone la compañía aseguradora administran mal lo recibido y en poco tiempo, consuman el importe cobrado. Es una preocupación que nunca descarta quien contrata tal seguro, la que puede evitarse por vía de un fideicomiso debidamente constituido. El asegurado nombra como beneficiario a un banco u otra entidad financiera de su confianza y celebra con el mismo un contrato de fideicomiso, designándolo fiduciario del importe a percibir de la aseguradora, fijando su plazo y especificando todas las condiciones a las que debe ajustarse aquel en cumplimiento de

¹⁰ Material preparado por Manuel Pereyra Terra como base de discusión y no como ilustración de la gestión, adecuada o inadecuada, de una situación determinada. Setiembre de 2003. Copyright © 2003, IAE. Prohibida su reproducción, total o parcial, sin autorización escrita del IAE.

los fines instruidos (inversiones a efectuar, beneficiarios de las rentas, destino final de los bienes, etc.).

3) Fideicomiso inmobiliario: el fiduciario recibe del fiduciante un inmueble con el fin de administrarlo o desarrollar un proyecto de construcción y venta de las unidades construidas. Damos como ejemplo, la construcción de un edificio con unidades a distribuir entre quienes resulten adjudicatarios bajo el régimen de propiedad horizontal.

4) Fideicomiso financiero: la Comisión Nacional de Valores aprobó el primer fideicomiso financiero el 07 de diciembre de 1995. Permiten tomar diversos tipos de derechos crediticios como un activo subyacente con la finalidad de posibilitar la titularización (secularización) emitiendo sobre la base de dichos activos subyacentes, títulos de deuda y/o certificados de participación que son adquiridos por inversores.

Capítulo 3 Costo del capital CAPM (Capital Asset Pricing Model.)¹¹

También conocido como la tasa de descuento que refleja el costo de oportunidad. Permite conocer en función de la situación actual del mercado, de las características propias de los activos, de sus antecedentes y de su riesgo, cuánto debería ser el rendimiento esperado.

El CAPM asume esencialmente que los inversores son aversos al riesgo, y que por ello exigen a sus inversiones, mayor retorno en caso de percibir en ellas mayor riesgo relativo y viceversa.

Es el elemento fundamental al momento de realizar la valuación de una empresa a través de cualquier método de flujos de fondos descontados y es el más utilizado en Argentina (aproximadamente en un 60%).

La teoría propone un modelo de primas de riesgo-retorno apilables, permitiendo estimar el costo del capital propio según la ecuación:

$$\text{Costo del capital propio } Re = Rf + \beta \times (Rm - Rf) + RA$$

Donde:

** Rf= es la tasa libre de riesgo*

¹¹ Se utilizará la abreviación CAPM, para el término: “Capital Asset Pricing Model”.

* R_m = el rendimiento o retorno promedio del mercado accionario,

* $R_m - R_f$ = es la prima de riesgo del mercado

* R_A = es el riesgo no sistemático

* β = es la sensibilidad de los retornos de las acciones a los movimientos del mercado en conjunto, que puede calcularse a su vez a través de la siguiente relación:

$$\beta = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

Donde $\text{Cov}(R_i, R_m)$ es la covarianza entre el rendimiento del activo y el rendimiento del mercado y $\text{Var}(R_m)$ es la varianza del mercado.

Entonces son básicamente tres variables las que intervienen en el modelo, a saber:

1. **La tasa libre de riesgo** es aquella en la cual no existe riesgo de incumplimientos en el pago, se considera una inversión segura. Es la cual se aproxima usualmente, al rendimiento de los bonos del tesoro norteamericano.
2. **El riesgo sistemático** el cual está dado por el producto entre Beta de la acción y la prima de riesgo del mercado, reflejando el plus con el que el mercado premia al inversor por colocar sus recursos en activos con riesgo, en lugar de hacerlo en activos seguros.

Puede entenderse como riesgo sistemático aquel que afecta a un elevado número de activos en mayor o menor medida. Por ejemplo: la inflación, la tasa de interés, el tipo de cambio, es decir variables macroeconómicas.

3. **El riesgo no sistemático:** es aquel que afecta en forma específica a un solo activo o a un pequeño grupo de activos, por ejemplo: la aparición de un nuevo producto en la competencia, la renuncia del presidente de la compañía, etc. En la Argentina el riesgo no sistemático, puede llegar a ser igual o incluso el doble de la prima de riesgo sistemático. El que sea aplicable a una o, un pequeño número de empresas o activos, hace que sea sumamente difícil de cuantificar, por ende, debemos tener en cuenta las distintas variables:
 - **El efecto del tamaño:** ya que son más riesgosas las empresas chicas que las grandes. Las grandes poseen clientes, cash flow más estables y recursos suficientes para soportar cambios temporales.

- **El efecto de la minoritariedad accionaria:** apunta a la tenencia de acciones, pero no en la cantidad necesaria para tomar decisiones dentro de la compañía. No vale lo mismo una cantidad de acciones que no permiten tomar el control de una empresa a la misma cantidad de acciones si es que permiten controlarla.
- **El efecto de la liquidez:** mientras más líquido es un activo, más valor posee, ya que existe la posibilidad de adquirirlo o venderlo en el momento que se desee. Para el caso de valuación de acciones o empresas, implica que una empresa de capital cerrado puede llegar a valer la mitad de lo que vale una empresa equivalente pero que, cotiza en la bolsa debido a la menor liquidez.
- **Otros factores de riesgo no sistemático:** las cuestiones particulares que constituyen ventajas o desventajas competitivas, desde un punto de vista único de la empresa deben ser tenidas en cuenta al momento de analizar el rendimiento de la misma, por ejemplo: la capacidad tecnológica, la ubicación de la empresa, las barreras comerciales que la empresa obtuvo del gobierno, etc.

3.1 Problemas conceptuales del modelo CAPM

- **Supuesta subjetividad:** la literatura moderna en Finanzas ha inducido en los gerentes y empresarios la convicción de que existe una tasa correcta, ideal o aceptable para el costo del capital propio. Sin embargo, el valor de una empresa depende de los beneficios, que perciben tanto comprador como vendedor y de muchas variables más como el resultado. Ninguna valuación es objetiva.
- **Irrelevancia:** se cuestiona la definición que el modelo da sobre riesgo, calculándolo como la varianza entre los retornos de una acción y los del mercado, porque los inversores conciben el riesgo como el fracaso en obtener la meta (downside risk), más que como la dispersión de los resultados obtenidos.
- **Dificultad de capturar el riesgo asistemático:** principalmente cuando se pasa de la bolsa a la economía real, en la que no se encuentra inversores comprando y vendiendo acciones, sino emprendedores invirtiendo directamente en activos empresarios.

3.2 Proyección de resultados

Dentro del esquema de la herramienta de valuación por flujos de fondos descontados, un importante elemento a resolver en el uso de esta, es la estimación del crecimiento futuro en el nivel de flujo de caja, que de alguna manera es derivado del crecimiento de ventas y ganancias de la firma.

A la hora de diseñar el flujo de fondos de la compañía resulta indispensable la elección del periodo de la proyección y que, dicha proyección sea congruente con los aspectos históricos observados.

Así mismo, las proyecciones deben ser internamente consistentes, teniendo en cuenta elementos claves como: el crecimiento de mercado, la participación de la empresa, el margen operativo y la magnitud de las inversiones con la capacidad operativa.

Existen diferentes alternativas, al momento de proyectar, las cuales no son excluyentes entre sí, sino más bien complementarias:

- **Análisis de series históricas**

La primera alternativa es mirar al pasado. El crecimiento histórico de las ganancias de la empresa es usualmente un buen punto de partida para estimaciones de crecimiento, para ello se puede trabajar con herramientas cuantitativas de series de tiempo. También se pueden analizar las ventas de periodos anteriores sin utilizar series de tiempo. Básicamente la idea es ver el comportamiento de la empresa en años anteriores y entender en base a ese comportamiento como seguirá en el futuro.

- **Pronóstico de analistas**

También conviene mirar lo que otros estiman. Existen analistas que estiman ganancias para diferentes firmas y analistas que, estiman proyecciones de crecimiento sectorial y de la economía en general. Los pronósticos de los analistas tienden a ser más acertados que, los modelos de serie de tiempo, pero las diferencias no son grandes.

Finalmente, el valor del capital accionario se obtiene para este trabajo final, tomando los flujos de fondos esperados para el capital accionario (CFE) y descontándolos al costo de capital accionario, es decir, a la tasa de retorno requerida por los inversores de la firma (Re).

$$\text{Valor del Capital Accionario (VCA)} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CFE_t}{(1+Re)^t} + \frac{Vc}{(1+Re)^t}$$

Y el valor residual de la firma queda expresado de la siguiente manera:

$$Vc = \frac{CFE_{t+1}}{(Re-g)}$$

Donde, *Re* es la tasa de costo de capital propio invertido y *g* es la tasa de crecimiento prevista.

3.3 Análisis de sensibilidad de los resultados

Las proyecciones financieras requieren de algún tipo de análisis de sensibilidad, el cual se efectúa considerando conjuntos alternativos de coeficientes que reflejan distintas situaciones (por ejemplo: criterio optimista, pesimista o el más probable), siendo la sensibilidad, el efecto que producen esas situaciones en una magnitud que es significativa para el análisis (el rendimiento, resultado ordinario, excedente operativo, entre otros). También se puede tomar en estos casos la variabilidad de los conceptos más importantes y ver, de qué manera inciden dichos cambios en los resultados. Otro concepto importante en este caso son las probabilidades que se le asignan a los distintos escenarios.

La consideración de los aspectos arriba mencionados permitirá al analista formular una representación plausible del desempeño futuro de la empresa bajo análisis mediante la proyección de los flujos de fondos futuros que la compañía será capaz de generar.

Capítulo 4: presentación de la empresa

4.1 Actividad

Fideicomiso SIAC, es una organización cuya finalidad es la de canalizar una inversión de riesgo, en actividades de otorgamiento de financiaciones a personas físicas y/o jurídicas y/o la realización de inversiones financieras de distintos tipo y naturaleza.

La actividad principal del mismo es el otorgamiento de créditos prendarios.

La prenda es un contrato en virtud del cual se constituye un derecho real sobre un bien mueble enajenable, para garantizar el cumplimiento de una obligación y su preferencia en el pago”

¹².

¹² https://es.wikipedia.org/wiki/Contrato_de_prenda.

El circuito comienza con la solicitud de un crédito por parte de la agencia de Automotor, este se encarga de pasar al fideicomiso determinados datos como, por ejemplo: foto del DNI, boleta de servicio que acredite el domicilio, recibo de sueldos, vehículo a comprar y monto a financiar. Una vez obtenidos esos datos uno de los empleados se encarga de la evaluación del futuro comprador, observando la capacidad de pago del mismo con la intención de minimizar los riesgos.

Si el crédito se aprueba, se le comunica al vendedor del auto y al futuro propietario del mismo. Luego, se comienza con el llenado de prenda, que es función del correspondiente gestor. Una vez que están todos los papeles completos, se presenta en el Registro del Automotor correspondiente. Finalizado el trámite de inscripción, se procede a abonar el monto del crédito a la agencia.

Por otra parte, el cliente abona todos los meses las correspondientes cuotas y una vez cancelada la deuda se le entrega la prenda.

Cabe aclarar que el fideicomiso, no es responsable por el estado del vehículo ni por los posibles vicios redhibitorios que el mismo posea, solo es responsable del Crédito. Pero tiene como política de empresa, hacer un seguimiento de las unidades que se financian, con la intención de dejar de operar con aquellas agencias en las cuales los estados de los vehículos no se encuentran en óptimas condiciones.

4.2 Historia y Evolución

Fideicomiso Siac es una empresa que lleva más de 6 años brindando los servicios anteriormente descriptos. La misma se encuentra en la zona norte de la ciudad de Córdoba.

Su constante dedicación y esfuerzo, en mejorar día a día, fue la principal causa de su gran crecimiento.

Actualmente cuenta con más de 50 agencia de automotores que trabajan conjuntamente, generando un entorno amigable y familiar, brindando la posibilidad de la adquisición de vehículos a las diferentes personas.

Se caracteriza por la flexibilidad y la confiabilidad que brinda a sus clientes, valores con los que se sienten representados sus empleados.

En los últimos años debido a su crecimiento, comenzó una diversificación de actividades, básicamente en el rubro inmobiliario.

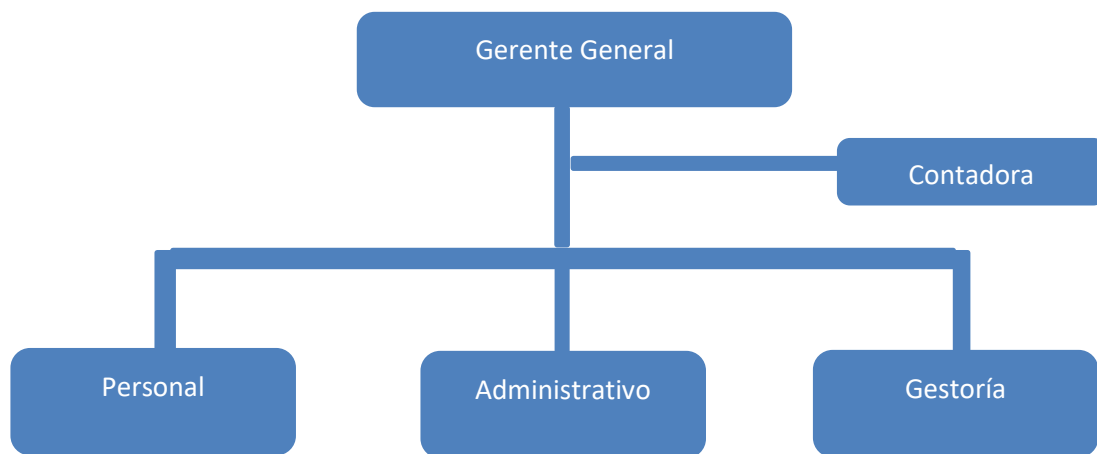
4.3 Características generales del fideicomiso

4.3.1 Tamaño y estructura

Debido a sus resultados anuales los cuales rondan los \$10.000.000 y su estructura, se la podría ubicar como una Pyme.

Actualmente cuenta con una Gerencia General dirigida por su fundador, una contadora interna y tres empleados de los cuales uno se dedica a la atención del público, otro a la parte administrativa y un tercero a todo lo relacionado con la gestoría.

Se detalla a continuación el organigrama de la empresa:



Fuente: Elaboración Propia

4.3.2 Análisis FODA

El análisis DAFO, también conocido como análisis FODA o DOFA, es una herramienta de estudio de la situación de una empresa o un proyecto, analizando sus características internas (Debilidades y Fortalezas) y su situación externa (Amenazas y Oportunidades) en una matriz cuadrada.

Es una herramienta para conocer la situación real en que se encuentra una organización, empresa o proyecto, y planear una estrategia de futuro.

Se considera que esta técnica fue originalmente propuesta por Albert S. Humphrey durante los años sesenta y setenta en los Estados Unidos, durante una investigación del Instituto de Investigaciones de Stanford que tenía como objetivo descubrir por qué fallaba la planificación corporativa. Este recurso produjo una revolución en el campo de la estrategia empresarial. El objetivo del análisis DAFO es determinar las ventajas competitivas de la empresa bajo análisis y la

estrategia genérica a emplear por la misma, que más le convenga en función de sus características propias y de las del mercado en que se mueve.

El análisis consta de cuatro pasos:

- 1. Análisis Interno**
- 2. Análisis Externo**
- 3. Confección de la matriz DAFO**
- 4. Determinación de la estrategia a emplear**

<p>Fortaleza</p> <ul style="list-style-type: none"> • Flexibilidad de sus trabajadores para adoptar cambios rápidamente. • Cultura conocida y representativa de sus empleados. • Ambiente laboral muy cálido. 	<p>Oportunidad</p> <ul style="list-style-type: none"> • Diversificación de sus actividades, orientadas al rubro inmobiliario y de seguro. • Aprovechar nuevos nichos, que surgirán como consecuencia del crecimiento económico de la empresa.
<p>Debilidad</p> <ul style="list-style-type: none"> • Falta de Delegación en la toma de decisiones. • Demasiada papelería. • Falta de control en determinados casos. 	<p>Amenazas</p> <ul style="list-style-type: none"> • Aumento en el número de competencias. • Baja en la actividad económica, debido a la situación del país (pérdida del poder adquisitivo).

Fuente: Elaboración Propia

4.3.3 Política organizacional

- **Misión:** otorgar facilidades y planes, acordes a la capacidad de cada individuo para la adquisición de vehículos.
- **Visión:** ser una compañía líder y reconocida a nivel nacional, demostrando el compromiso asumido con sus clientes y su constante esfuerzo para mejorar sus servicios.
- **Mercado:** el mercado actual del fideicomiso son las distintas agencias de autos en la provincia de Córdoba.
- **Valores:**
 - Alcanzar nuevos desafíos.
 - Seriedad y confiabilidad para con sus clientes.
 - Mejorar continuamente sus prestaciones.

4.3.4 Competidores

Se refiere a las empresas que ofrecen un producto similar. En la ciudad de Córdoba dentro de los créditos prendarios podemos encontrar a:





Capítulo 5: Análisis de la información financiera

5.1 Análisis Vertical y horizontal

El análisis Financiero dispone de dos herramientas para interpretar y analizar los Estados Financieros denominados análisis horizontal y vertical, que consiste en determinar el peso proporcional (en porcentajes) que tiene cada cuenta dentro del Estado Financiero analizado. Esto, permite determinar la composición y estructura de dichos Estados, como así también tener un mayor conocimiento y comprensión de las variables de mayor importancia¹³.

Este estudio se lleva a cabo a fin de poder sentar bases contundentes y sólidas al momento de hacer las proyecciones de la empresa. Se procederá con una lectura de los datos históricos (cuadros I y II), conjuntamente con un análisis vertical y horizontal (Cuadros III, IV y V, VI) para luego analizar la performance a nivel económico y financiero de la empresa (cuadro VII).

5.2 Datos Históricos

A continuación, se presentan los Estados Contables del periodo 2012, 2013, 2014, 2015 y 2016. Datos que permitirán obtener una mejor visión de la misma, cabe remarcar que el cierre económico del fideicomiso es el 31 de diciembre de cada año.

¹³ <https://es.slideshare.net/Silviaknela/anlisis-horizontalyverticalpresentacin>.

EECC- Cuadro I	2016	2015	2014	2013	2012
Activo					
Activo corriente					
Caja y Bancos	\$1.298.001,28	\$478.090,71	\$300.160,64	\$357.856,43	\$594.364,07
Inversiones	\$3.682.613,47	\$2.927.723,65	\$3.979.628,97	\$2.236.071,64	\$2.349.831,15
Creditos por Venta	\$12.530.332,58	\$10.826.354,96	\$8.136.375,07	\$6.172.519,64	\$4.885.928,72
Otros Creditos	\$24.855.712,72	\$19.630.970,61	\$13.820.577,18	\$13.399.391,19	\$10.359.759,78
Bienes de Cambio	\$1.672.910,90	\$1.191.295,15	\$557.159,07	\$662.195,69	\$1.748.471,30
Otros Activos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total Activo Corriente	\$44.039.570,95	\$35.054.435,08	\$26.793.900,93	\$22.828.034,59	\$19.938.355,02
Activo no corriente					
Creditos por Ventas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
otros Creditos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Bienes de Cambio	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Inversiones	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Bienes de uso	\$25.649.739,46	\$17.148.546,13	\$12.785.544,74	\$8.244.519,25	\$6.129.147,33
Activos Intangibles	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros Activos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total Activo No Corriente	\$25.649.739,46	\$17.148.546,13	\$12.785.544,74	\$8.244.519,25	\$6.129.147,33
TOTAL ACTIVO	\$69.689.310,41	\$52.202.981,21	\$39.579.445,67	\$31.072.553,84	\$26.067.502,35
Pasivo					
Pasivo Corriente					
Cuentas por Pagar	\$534.500,75	\$2.695.556,33	\$789.810,12	\$164.530,16	\$150.559,83
Prestamos	\$619.394,24	\$382.178,55	\$349.014,59	\$360.986,75	\$464.116,70
Remuneraciones y cargas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cargas fiscales	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Anticipos de Clientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros Pasivos	-\$4.349.252,29	-\$3.921.692,17	-\$2.457.554,56	-\$2.292.226,26	-\$1.827.695,49
Previsiones	\$18.169.645,39	\$12.355.210,54	\$9.503.123,54	\$7.860.602,60	\$7.901.764,45
Total Pasivo Corriente	\$14.974.288,09	\$11.511.253,25	\$8.184.393,69	\$6.093.893,25	\$6.688.745,49
Pasivo no Corriente					
Prestamos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Anticipos de clientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Previsiones	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cuentas por pagar	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Total Pasivos no Corriente	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
TOTAL DE PASIVO	\$14.974.288,09	\$11.511.253,25	\$8.184.393,69	\$6.093.893,25	\$6.688.745,49
Patrimonio Neto	\$54.715.022,32	\$40.691.727,96	\$31.395.051,98	\$24.978.660,59	\$19.378.756,86
TOTAL P+PN	\$69.689.310,41	\$52.202.981,21	\$39.579.445,67	\$31.072.553,84	\$26.067.502,35

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de Siac.

ESTADO DE RESULTADOS Cuadro II	2016	2015	2014	2013	2012
INGRESOS FINANCIEROS					
intereses créditos	\$3.505.960,33	\$2.883.907,40	\$1.908.724,80	\$1.229.348,51	\$1.079.167,06
intereses cheques	\$3.582.556,92	\$2.498.671,04	\$2.576.854,20	\$1.615.095,01	\$1.214.445,44
intereses cuentas corrientes	\$4.855.301,26	\$3.380.857,19	\$2.482.528,02	\$1.348.613,53	\$1.332.464,41
intereses por mora	\$955.541,60	\$489.149,10	\$385.324,41	\$230.491,35	\$222.527,44
diferencia de cambio	\$454.938,62	\$69.493,20	\$182.492,80	\$175.241,49	\$102.576,51
TOTAL INGRESOS	\$13.354.298,73	\$9.322.077,93	\$7.535.924,23	\$4.598.789,89	\$3.951.180,84
EGRESOS FINANCIEROS					
Intereses pagados	-\$109.720,16	-\$52.602,26	-\$55.179,41	-\$57.412,31	-\$50.652,13
Gastos bancarios	-\$21.065,38	-\$12.562,11	-\$13.291,15	-\$11.852,02	-\$13.146,22
Diferencia de cambio	-\$2.460,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
TOTAL EGRESOS	-\$133.245,54	-\$65.164,37	-\$68.470,56	-\$69.264,33	-\$63.798,35
QUEBRANTO INCOBRABLES	\$0,00	\$0,00	\$25.158,44	\$13.879,98	\$0,00
OTROS INGRESOS					
Comisiones de gestion	\$346.698,41	\$293.347,00	\$137.045,00	\$101.805,37	\$79.257,60
Alquileres ganados	\$1.945.641,41	\$1.390.278,20	\$884.023,59	\$553.433,41	\$437.170,01
Rdo venta bienes de uso	\$355.222,60	\$242.036,75	\$9.814,18	\$62.295,57	\$48.837,26
Otras utilidades	\$2.025.632,06	\$482.682,40	\$302.730,00	\$252.341,47	\$220.789,11
Recupero de gastos	\$51.790,51	\$66.698,37	\$41.169,54	\$17.375,63	\$17.159,78
TOTAL OTROS INGRESOS	\$4.724.984,99	\$2.475.042,72	\$1.374.782,31	\$987.251,43	\$803.213,76
OTROS EGRESOS					
Alquileres perdidos	-\$43.415,76	-\$49.611,78	-\$31.128,45	-\$29.710,58	-\$28.121,13
Otros	-\$97.500,00	-\$5.684,00	\$0,00	-\$3.521,00	-\$4.027,00
Gastos inmobiliarios	-\$129.586,53	-\$253.806,95	-\$137.308,76	-\$139.203,61	-\$133.731,21
TOTAL OTROS EGRESOS	-\$270.502,29	-\$309.102,73	-\$168.437,21	-\$172.435,19	-\$165.879,34
GASTOS ADMINISTRATIVOS					
Remuneraciones	-\$902.302,15	-\$626.016,71	-\$530.930,15	-\$410.734,90	-\$343.829,98
Honorarios	-\$2.269.416,85	-\$1.406.147,55	-\$977.464,26	-\$709.182,60	-\$589.452,11
Impuestos	-\$1.197.505,03	\$0,00	-\$7.553,70	-\$35.459,10	-\$20.810,22
Gastos Gestoria	-\$5.832,00	-\$1.867,20	-\$2.411,00	-\$1.182,00	-\$8.098,56
Limpieza	-\$29.868,50	-\$21.699,00	-\$17.072,00	-\$11.819,70	-\$9.123,69
Luz	-\$20.165,59	-\$10.684,60	-\$6.685,50	-\$3.545,90	-\$5.023,16
Gas	-\$1.777,15	-\$509,50	-\$563,98	-\$354,60	-\$2.972,89
Telefono	-\$39.226,27	-\$36.130,93	-\$26.142,77	-\$1.182,00	-\$9.226,21
Gastos varios	-\$121.265,03	-\$48.510,75	-\$48.151,52	-\$1.418,40	-\$30.651,51
Gastos legales	-\$390,00	-\$3.880,00	-\$9.311,00	-\$7.091,80	-\$5.945,78
TOTAL GS ADMINISTRATIVOS	-\$4.587.748,57	-\$2.155.446,24	-\$1.626.285,88	-\$1.181.970,95	-\$1.025.134,11
RESULTADO DEL EJERCICIO	\$13.087.787,32	\$9.267.407,31	\$7.072.671,33	\$4.176.250,83	\$3.499.582,80

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables de Siac.

Esta primera visión general de la empresa permite observar el crecimiento de la empresa año a año. Esto como consecuencia de sus adecuadas inversiones y de su diversificación. Con una forma de operar bastante conservadora.

5.2.1 Análisis Vertical

El análisis vertical¹⁴ consiste en determinar la participación de cada una de las cuentas del Estado Financiero, con referencia sobre el total de activos o total de pasivo y patrimonio neto para el Balance General, o sobre el total de ventas para el Estado de Resultados, permitiendo al análisis financiero las siguientes apreciaciones objetivas:

1. Visión panorámica de la estructura del Estado Financiero, la cual puede componerse con la situación del sector económico donde se desenvuelve, o a falta de información con la de una empresa conocida.
2. Muestra la relevancia de cuentas o grupos de cuentas dentro del Estado. Si el analista, o asesor conoce bien la empresa, puede mostrar la relación de inversión y financiamiento entre activos y pasivos que han generado las decisiones financieras.
3. Controla la estructura, puesto que se considera que la actividad económica debe tener la misma dinámica para todas las empresas del mismo rubro.
4. Evalúa las decisiones gerenciales, que han operado esos cambios, los cuales se pueden comprobar más tarde con el estudio de los estados de cambio.
5. Permite seleccionar la estructura óptima, sobre la cual existe la mayor rentabilidad.

¹⁴ Carmen Hevia Medina “<https://es.slideshare.net/kremen01/anlisis-vertical-14580102#>”

ESP					
ANALISIS VERTICAL					
Activo	2016	2015	2014	2013	2012
Activo corriente					
Caja y Bancos	1,86%	0,92%	0,76%	1,15%	2,28%
Inversiones	5,28%	5,61%	10,05%	7,20%	9,01%
Creditos por Venta	17,98%	20,74%	20,56%	19,86%	18,74%
Otros Creditos	35,67%	37,61%	34,92%	43,12%	39,74%
Bienes de Cambio	2,40%	2,28%	1,41%	2,13%	6,71%
Otros Activos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Total Activo Corriente	63,19%	67,15%	67,70%	73,47%	76,49%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Activo no corriente	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Creditos por Ventas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
otros Creditos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Bienes de Cambio	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Inversiones	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Bienes de uso	36,81%	32,85%	32,30%	26,53%	23,51%
Activos Intangibles	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros Activos	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Total Activo No Corriente	36,81%	32,85%	32,30%	26,53%	23,51%
TOTAL ACTIVO	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
Pasivo					
Pasivo Corriente					
Cuentas por Pagar	0,77%	5,16%	2,00%	0,53%	0,58%
Prestamos	0,89%	0,73%	0,88%	1,16%	1,78%
Remuneraciones y cargas	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Cargas fiscales	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Anticipos de Clientes	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Otros Pasivos	-6,24%	-7,51%	-6,21%	-7,38%	-7,01%
Previsiones	26,07%	23,67%	24,01%	25,30%	30,31%
Total Pasivo Corriente	21,49%	22,05%	20,68%	19,61%	25,66%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Pasivo no Corriente	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Total Pasivos no Corriente	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL DE PASIVO	21,49%	22,05%	20,68%	19,61%	25,66%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Patrimonio Neto	78,51%	77,95%	79,32%	80,39%	74,34%
	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL P+PN	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%

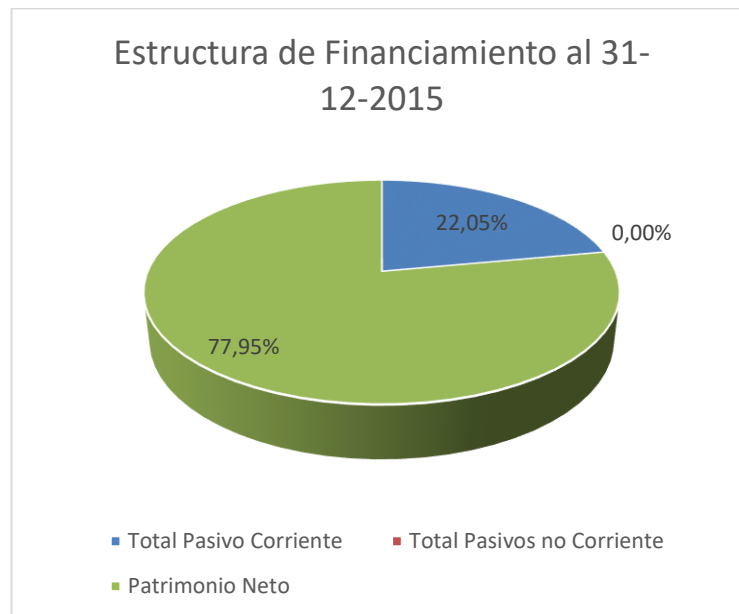
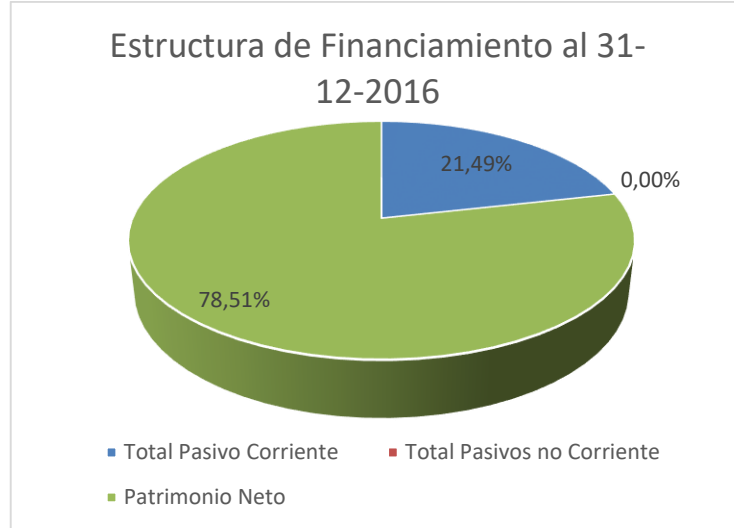
Fuente: elaboración propia en base a los Estados Contables.

ESTADO DE RESULTADOS	ANALISIS VERTICAL				
INGRESOS FINANCIEROS					
intereses créditos	26,25%	30,94%	25,33%	26,73%	27,31%
intereses x descuentos	26,83%	26,80%	34,19%	35,12%	30,74%
intereses cuentas corrientes	36,36%	36,27%	32,94%	29,33%	33,72%
intereses por mora	7,16%	5,25%	5,11%	5,01%	5,63%
diferencia de cambio	3,41%	0,75%	2,42%	3,81%	2,60%
TOTAL INGRESOS	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%
EGRESOS FINANCIEROS					
Intereses pagados	-0,82%	-0,56%	-0,73%	-1,25%	-1,28%
Gastos bancarios	-0,16%	-0,13%	-0,18%	-0,26%	-0,33%
Diferencia de cambio	-0,02%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
TOTAL EGRESOS	-1,00%	-0,70%	-0,91%	-1,51%	-1,61%
QUEBRANTO INCOBRABLES	0,00%	0,00%	0,33%	0,30%	0,00%
OTROS INGRESOS					
Comisiones de gestion	2,60%	3,15%	1,82%	2,21%	2,01%
Alquileres ganados	14,57%	14,91%	11,73%	12,03%	11,06%
Rdo venta bienes de uso	2,66%	2,60%	0,13%	1,35%	1,24%
Otras utilidades	15,17%	5,18%	4,02%	5,49%	5,59%
Recupero de gastos	0,39%	0,72%	0,55%	0,38%	0,43%
TOTAL OTROS INGRESOS	35,38%	26,55%	18,24%	21,47%	20,33%
OTROS EGRESOS					
Alquileres perdidos	-0,33%	-0,53%	-0,41%	-0,65%	-0,71%
Otros	-0,73%	-0,06%	0,00%	-0,08%	-0,10%
Gastos inmobiliarios	-0,97%	-2,72%	-1,82%	-3,03%	-3,38%
TOTAL OTROS EGRESOS	-2,03%	-3,32%	-2,24%	-3,75%	-4,20%
GASTOS ADMINISTRATIVOS					
Remuneraciones	-6,76%	-6,72%	-7,05%	-8,93%	-8,70%
Honorarios	-16,99%	-15,08%	-12,97%	-15,42%	-14,92%
Impuestos	-8,97%	0,00%	-0,10%	-0,77%	-0,53%
Gastos Gestoria	-0,04%	-0,02%	-0,03%	-0,03%	-0,20%
Limpieza	-0,22%	-0,23%	-0,23%	-0,26%	-0,23%
Luz	-0,15%	-0,11%	-0,09%	-0,08%	-0,13%
Gas	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,01%	-0,08%
Telefono	-0,29%	-0,39%	-0,35%	-0,03%	-0,23%
Gastos varios	-0,91%	-0,52%	-0,64%	-0,03%	-0,78%
Gastos legales	0,00%	-0,04%	-0,12%	-0,15%	-0,15%
TOTAL GS ADMINISTRATIVOS	-34,35%	-23,12%	-21,58%	-25,70%	-25,95%
RESULTADO DEL EJERCICIO	98,00%	99,41%	93,85%	90,81%	88,57%

Fuente: elaboración propia en base a los Estados Contables.

Respecto a la estructura de financiamiento para los últimos dos años en estudio, se observa que, de un año a otro, el pasivo corriente disminuye en detrimento del patrimonio neto,

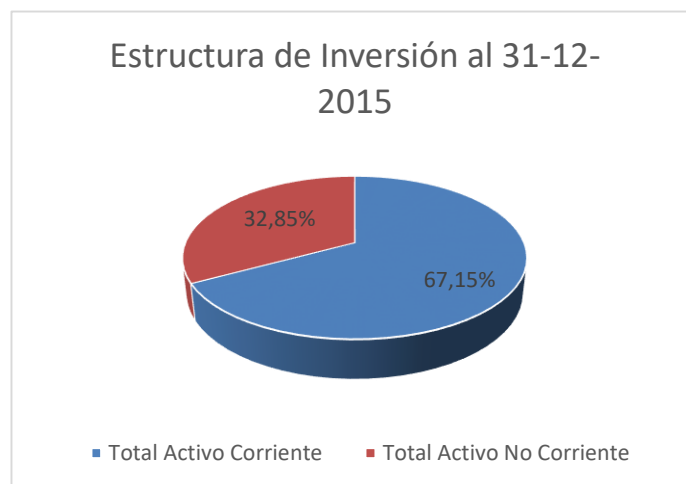
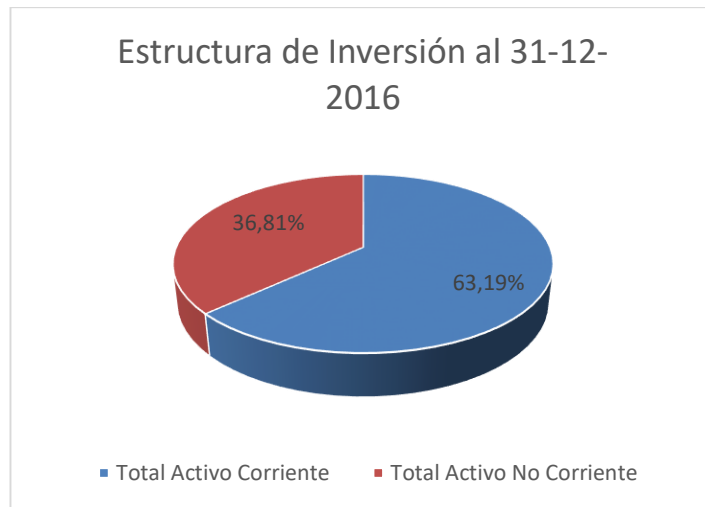
manteniéndose éste último como fuente principal de financiamiento. Es importante destacar que, el pasivo no corriente continúa su tendencia, la cual es nula.



Fuente: elaboración propia en base a los Estados Contables.

En cuanto a la estructura de inversión para los años 2016 y 2015, se produce un aumento en los activos no corrientes como resultado del incremento de las cuentas bienes de uso, lo cual deja en evidencia su diversificación hacia los inmuebles. Así mismo, los activos realizables a menos

de un año, sufrieron un desgaste mayor que el efecto producido por la cancelación de cuentas a cobrar.



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables.

Utilizando los Estados Contables detallados anteriormente, se observa que las proporciones entre los principales componentes del Estado de Situación Patrimonial han sido uniformes a lo largo del período analizado, produciéndose variaciones mínimas. Es considerable, la participación de los activos corrientes durante todos los periodos, pero cabe remarcar que dicha participación va disminuyendo a lo largo de los años, situación que se debe a la inversión en inmuebles (activos no corrientes).

Los rubros más significativos en lo que respecta al activo corriente, son los créditos, ya sean los generados por la actividad principal como los que no. El rubro bienes de cambio no registra gran participación.

En el caso del pasivo corriente la mayor representatividad está dada por las cuentas por pagar y préstamos. Por lo tanto, éstos son los componentes que afectan en mayor proporción al Capital de Trabajo de la empresa, definido como la diferencia entre activos y pasivos de corto plazo (realizables dentro de un ejercicio económico).

En el rubro del activo corriente observamos que la mayor incidencia está dada por las cuentas otros créditos en un 35,67%, seguida de la cuenta créditos por ventas con un 17,98% de contribución. En el activo no corriente los bienes de uso explican el 36,81% del total de activos, siendo la única cuenta del rubro antes mencionado.

En cuanto al pasivo, cabe remarca que no presenta cuentas de largo plazo, siendo el pasivo no corriente igual a cero en todos los años; en cuanto al pasivo no corriente la cuenta que posee mayor representatividad son las provisiones, con un 26,07%. Lo que demuestra que, la mayor fuente de financiamiento en todos los años es el capital propio.

En cuanto al Estado de Resultados los gastos que más incidencia tienen son los honorarios y remuneraciones.

5.2.2 Análisis Horizontal

El análisis de estructura horizontal plantea problemas de crecimiento desordenado de algunas cuentas, como también la falta de coordinación con las políticas de la empresa¹⁵.

Hay que tener en cuenta que, cualquier aumento en las inversiones en una cuenta o grupo de cuentas lleva implícito el costo de oportunidad para mantener ese mayor valor invertido. Esto afecta la rentabilidad general de la empresa.

El análisis horizontal, debe centrarse en los cambios extraordinarios o significativos de cada una de las cuentas. Éstos, se pueden registrar en valores absolutos y valores relativos, los primeros se hallan por la diferencia de un año base y el inmediatamente anterior y los segundos, por la relación porcentual del año base con el de comparación.

El análisis horizontal muestra los siguientes resultados:

¹⁵ Carmen Hevia Medina “<https://es.slideshare.net/kremen01/analisis-horizontal-14580031>”.

1. Analiza el crecimiento o disminución de cada cuenta o grupo de cuentas de un Estado Financiero, de un periodo a otro.
2. Sirve de base para el análisis mediante fuentes y usos del efectivo o capital de trabajo en la elaboración del Estado de Cambios en la Situación Financiera.
3. En términos porcentuales, halla el crecimiento simple o ponderado de cada cuenta o grupo de cuentas, que se conoce como la tendencia generalizada de las cuentas sin pretender que sea ideal.
4. Muestra los resultados de una gestión porque las decisiones se ven reflejadas en los cambios de las cuentas.
5. Muestra las variaciones de las Estructuras Financieras modificadas por los agentes económicos externos que se deben explicar las causas y los efectos de los resultados, tales como: la inflación en los costos, la recesión por disminución en las ventas.

Para facilitar el análisis de estructura, es importante que el asesor recolecte las estructuras financieras de las empresas relevantes del sector, del mismo tipo y naturaleza, para disponer de un parámetro de comparación.

El análisis de las variaciones en valores absolutos y relativos (porcentajes) en los incrementos y decrementos de las cuentas de los Estados Financieros comparativos, se llama análisis horizontal. La cantidad de cada partida del estado más reciente se compara con la partida, junto con el porcentaje de aumento o disminución.

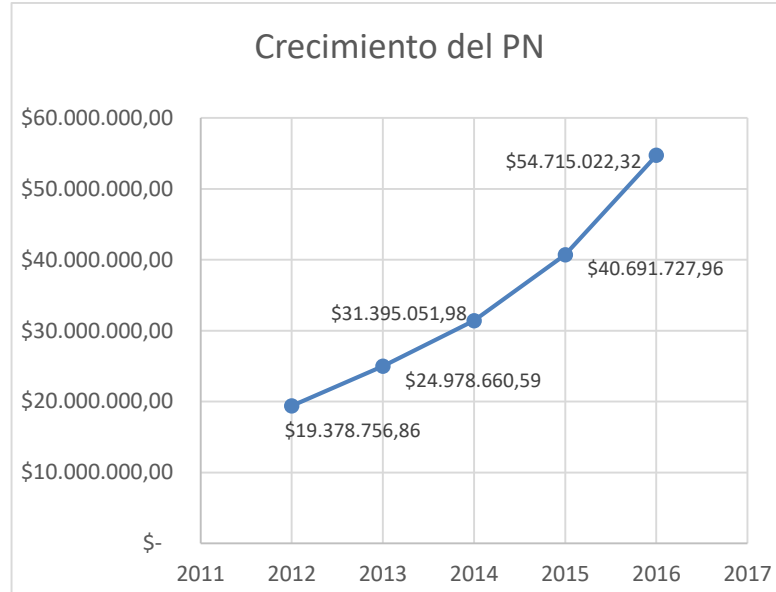
El análisis horizontal puede incluir una comparación entre dos Estados. En este caso, el Estado del año anterior, se utiliza como base. Este análisis puede incluir también tres o más Estados comparativos. En este caso el año 2 o “presente ejercicio” pueden utilizarse como base para comparar todas las fechas o periodos posteriores. Alternativamente, cada estado puede compararse con su anterior inmediato.

ESP	<u>ANALISIS HORIZONTAL</u>			
	2016	2015	2014	2013
Activo				
Activo corriente				
Caja y Bancos	171,50%	59,28%	-16,12%	-39,79%
Inversiones	25,78%	-26,43%	77,97%	-4,84%
Creditos por Venta	15,74%	33,06%	31,82%	26,33%
Otros Creditos	26,61%	42,04%	3,14%	29,34%
Bienes de Cambio	40,43%	113,82%	-15,86%	-62,13%
Otros Activos				
Total Activo Corriente	25,63%	30,83%	17,37%	14,49%
Activo no corriente				
Creditos por Ventas otros Creditos				
Bienes de Cambio				
Inversiones				
Bienes de uso	49,57%	34,12%	55,08%	34,51%
Activos Intangibles				
Otros Activos				
Total Activo No Corriente	49,57%	34,12%	55,08%	34,51%
TOTAL ACTIVO	33,50%	31,89%	27,38%	19,20%
Pasivo				
Pasivo Corriente				
Cuentas por Pagar	-80,17%	241,29%	380,04%	9,28%
Prestamos	62,07%	9,50%	-3,32%	-22,22%
Remuneraciones y cargas Cargas fiscales				
Anticipos de Clientes				
Otros Pasivos	10,90%	59,58%	7,21%	25,42%
Previsiones	47,06%	30,01%	20,90%	-0,52%
Total Pasivo Corriente	30,08%	40,65%	34,30%	-8,89%
Pasivo no Corriente				
Prestamos				
Anticipos de clientes				
Previsiones				
Cuentas por pagar				
Total Pasivos no Corriente	0,0 %	0,0%	0,0%	0,0%
TOTAL DE PASIVO	30,08%	40,65%	34,30%	-8,89%
Patrimonio Neto	34,46%	29,61%	25,69%	28,90%
TOTAL P+PN	33,50%	31,89%	27,38%	19,20%

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables.

ESTADO DE RESULTADOS	ANALISIS HORIZONTAL			
	2016	2015	2014	2013
INGRESOS FINANCIEROS				
intereses créditos	21,57%	51,09%	55,26%	13,92%
Intereses x descuentos	43,38%	-3,03%	59,55%	32,99%
intereses cuentas corrientes	43,61%	36,19%	84,08%	1,21%
intereses por mora	95,35%	26,94%	67,18%	3,58%
diferencia de cambio	554,65%	-61,92%	4,14%	70,84%
TOTAL INGRESOS	43.25%	23.70%	63.87%	16.39%
EGRESOS FINANCIEROS				
Intereses pagados	108,58%	-4,67%	-3,89%	13,35%
Gastos bancarios	67,69%	-5,49%	12,14%	-9,84%
Diferencia de cambio				
TOTAL EGRESOS	104.48%	-4.83%	-1.15%	8.57%
QUEBRANTO INCOBRABLES				
OTROS INGRESOS				
Comisiones de gestión	18,19%	114,05%	34,61%	28,45%
Alquileres ganados	39,95%	57,27%	59,73%	26,59%
Rdo venta bienes de uso	46,76%	2366,19%	-84,25%	27,56%
Otras utilidades	319,66%	59,44%	19,97%	14,29%
Recupero de gastos	-22,35%	62,01%	136,94%	1,26%
TOTAL OTROS INGRESOS	90.91%	80.03%	39.25%	22.91%
OTROS EGRESOS				
Alquileres perdidos	-12,49%	59,38%	4,77%	5,65%
Otros	1615,34%	0,00%	-100,00%	-12,57%
Gastos inmobiliarios	-48,94%	84,84%	-1,36%	4,09%
TOTAL OTROS EGRESOS	-12.49%	83.51%	-2.32%	3.95%
GASTOS ADMINISTRATIVOS				
Remuneraciones	44,13%	17,91%	29,26%	19,46%
Honorarios	61,39%	43,86%	37,83%	20,31%
Impuestos		-100,00%	-78,70%	70,39%
Gastos Gestoria	212,34%	-22,55%	103,98%	-85,41%
Limpieza	37,65%	27,10%	44,44%	29,55%
Luz	88,74%	59,82%	88,54%	-29,41%
Gas	248,80%	-9,66%	59,05%	-88,07%
Telefono	8,57%	38,21%	2111,79%	-87,19%
Gastos varios	149,98%	0,75%	3294,86%	-95,37%
Gastos legales	-89,95%	-58,33%	31,29%	19,27%
TOTAL GS ADMINISTRATIVOS	112.84%	32.54%	37.59%	15.30%
RESULTADO DEL EJERCICIO	41,22%	31,03%	69,35%	19,34%

Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contables.



Fuente: Elaboración propia en base a los Estados Contable.



Fuente: elaboración propia en base a los Estados Contables.

En base a los cálculos previamente observados podemos concluir que, el activo corriente se incrementó pasando de \$35.054.435,08 en el año 2015 a \$44.039.570,95 en el año 2016, lo cual significó un aumento del 25,63% de un año a otro. En cuanto al activo no corriente la cuenta bienes

de uso pasó de \$17.148.546,13 en el 2015 al \$25.649.739,46 en el 2016, mostrando un incremento del 49,57%. El aumento total del activo fue de 33,50%.

En cuanto al pasivo corriente el incremento fue de 30,08% para el año 2016, pasando de \$11.511.253,25 a 14.974.288,09 de un año a otro, como consecuencia del incremento en las cuentas provisiones que se incrementaron de \$12.355.210,54 a \$18.169.645,39, representando un aumento de 47,06%.

Podemos observar que el incremento del activo fue proporcionalmente mayor con respecto al pasivo.

La utilidad del ejercicio fueron todos los años positivos y con crecimientos, para el último año se observó un crecimiento del 41,22% pasando de una utilidad de \$9.267.407,31 para el año 2015 a una de \$13.087.787,32 para el último año analizado. En dicho resultado no debemos dejar de lado el proceso inflacionario de ese periodo, el cual se encuentra dentro de dichos resultados.

5.3 Análisis económico y financiero

A los fines de poder evaluar la situación económica financiera de SIAC, se utilizan los ratios obtenidos de los Estados Contables históricos. Al no haber datos disponibles de empresas comparables en el mercado, se limitará el análisis a la comparación de las relaciones entre los periodos en análisis. De este modo, no se podrá tener una perspectiva más amplia de la performance de la empresa y la industria de la que forma parte.

5.3.1 Análisis de la rentabilidad

Tal como se puede observar, existe cierto grado de estabilidad entre los indicadores, especialmente en los últimos tres años, los cuales prácticamente no sufrieron modificaciones.

El margen de la utilidad, que representa la utilidad sobre el activo corriente se ubicó en el último año en un 30%, mostrando un incremento con respecto a los años anteriores en los cuales para el 2015 y 2014 fue de 26% y para el 2013 y 2012 de un 18 %.

En la rotación se observa una disminución que se repite en todos los años, siendo para el año 2016 de un 63%.

Ahora Analizaremos el ROA y el ROE con más detalles.

$$ROA = \frac{Utilidad\ Neta}{Activos\ Corrientes} \times \frac{Activos\ Corrientes}{Activos\ Totales}$$

En cuanto al ROA para los años 2012 y 2013 fue de un 13%, valores que incrementaron para los subsiguientes años, siendo en 2014 y 2015 un 18%, y para el año 2016 un 19 %. Esto se debe en gran medida al aumento de los ingresos financieros, los cuales produjeron un aumento en el margen utilidad, en mayor proporción a la disminución producida en la rotación.

$$ROE = \frac{Utilidad\ Neta}{Patrimonio\ Neto}$$

En cuanto al índice de Du Pont integra o combina los principales indicadores financieros, con el fin de determinar la eficiencia con que la empresa está utilizando sus activos, su capital de trabajo y el multiplicador de capital (Apalancamiento financiero).

En principio, el sistema DUPONT reúne el margen neto de utilidades, la rotación de los activos totales de la empresa y de su apalancamiento financiero. Estas tres variables son las responsables del crecimiento económico de una empresa, la cual obtiene sus recursos o bien de un buen margen de utilidad en las ventas, o de un uso eficiente de sus activos fijos lo que supone una buena rotación de estos, lo mismo que la efecto sobre la rentabilidad, que tienen los costos financieros por el uso de capital financiado para desarrollar sus operaciones.

$$ROE = \text{Margen de utilidad} \times \text{Rotación de Activos} \times \text{multiplicador del capital}$$

$$ROE = \frac{Utilidad\ neta}{Ventas} \times \frac{Ventas}{Activos\ Totales\ Promedios} \times \frac{Activos\ Totales\ Promedios}{Capital\ Promedio}$$

$$\text{ROE (Dic 2016)} = 0,3 \times 0,63 \times 1,27 = 24$$

Fuente: De Elaboración propia

5.3.2 Análisis de la solvencia de corto plazo y de gestión

Los índices de liquidez representan una medida de capacidad de la compañía para hacer frente a sus deudas de corto plazo. Al respecto, se aprecia que el capital de trabajo ha permanecido positivo durante el periodo en estudio y en constante crecimiento, lo que implica que SIAC, siempre ha estado en condiciones de afrontar sus obligaciones corrientes. A pesar de que su comportamiento no ha sido uniforme para el periodo 2012-2016, se observa que el mismo viene disminuyendo, sin embargo, no es de importancia porque dicho indicador es cercano a 3 veces. Esto quiere decir que, el activo corriente es tres veces mayor al pasivo corriente, lo cual demuestra su gran capacidad para hacer frente a las obligaciones de corto plazo.

5.3.3 Análisis de la solvencia de largo plazo

Los índices de endeudamientos muestran el grado de utilización de capital ajeno en relación con el activo total.

La razón endeudamiento tiene un comportamiento variable, siendo para el último año un 0,27.

En cuanto al pasivo exigible se mantiene casi invariable para los últimos cuatro años y su valor es de 0,21, demostrando la gran capacidad de pago que la empresa posee.

Por último, el ratio de solvencia ha tenido un comportamiento variable, aunque en promedio por cada peso de pasivo total existen 4,60 pesos de activo total.

En conclusión, podemos decir que es una empresa sólida, con bajos niveles de endeudamiento, que se encuentra en constante crecimiento. No posee pasivos de largo plazo y no presenta riesgos de insolvencia, demostrando una gran capacidad de pago.

La misma se encuentra en una etapa de expansión y al ser el ROE mayor al ROA le es conveniente endeudarse.

Cálculo de Indicadores de Desempeño					
	31-dic-16	31-dic-15	31-dic-14	31-dic-13	31-dic-12
RATIOS DE LIQUIDEZ: Capacidad de Pago en el corto plazo					
Capital de Trabajo (Act. Cte. - Pas. Cte.)	29.065.283	23.543.182	18.609.507	16.734.141	13.249.610
Liquidez Corriente (Act. Cte. / Pas. Cte.)	2,94	3,05	3,27	3,75	2,98
Liquidez Ácida (Act. Cte. - Bs. De Cambio) / Pas. Cte.					
RATIOS DE ENDEUDAMIENTO Capacidad de Pago total en el corto y					
Endeudamiento (Pas. Total / Patrimonio Neto)	0,27	0,28	0,26	0,24	0,35
Importancia del Pasivo Exigible (Pas. Cte. / Act. Total)	0,21	0,22	0,21	0,20	0,26
Solvencia (Activo Total / Pasivo Total)	4,65	4,53	4,84	5,10	3,90
RATIOS DE RENTABILIDAD: Capacidad de generar Ganancias					
Utilidad Neta sobre Ventas (Utilidad Neta / Ventas) = ROS	30%	27%	28%	20%	20%
Utilidad Neta sobre PN (Utilidad Neta / PN) = ROE	24%	23%	23%	17%	18%
ROA	19%	18%	18%	13%	13%
INDICE DUPONT: Valor agregado al resumen					
Margen: Utilidad Neta / Ventas (Activos Corrientes)	0,30	0,26	0,26	0,18	0,18
Rotación: Ventas / Activos Totales	0,63	0,67	0,68	0,73	0,76
Multiplicador del capital: Activos Totales / Capital	1,27	1,28	1,26	1,24	1,35
APALANCAMIENTO FINANCIERO					
ROE / ROA	1,27	1,28	1,26	1,24	1,35
OTROS INDICADORES					
Bienes de Uso / Activos Totales	37%	33%	32%	27%	24%

Fuente: Elaboración propia.

5.4 Estimación de los flujos de fondos futuros para el accionista

Las proyecciones constituyen “la etapa clave” del proceso de valuación. El propósito de esta sección es ahondar en el proceso de estimación, como así también en los supuestos que lo respaldaran.

La siguiente expresión representa el flujo de Fondos de los accionistas:

Utilidad Neta
+Depreciación / Amortización
+Flujos No Operativos
+Diferencia de cambio
-previsiones
-Erogaciones de Capital (CAPEX)
Requerimientos de Capital de trabajo
=Flujos de Fondos Para los Accionistas

A los efectos de llevar a cabo la tarea de proyección se considera apropiado trabajar con un horizonte temporal de 4 años (31-12-2017 al 31-12-2020). La utilización de dicho lapso de tiempo obedece a un criterio conservador, con el mero objetivo de lograr de esta forma la mayor aproximación posible a la realidad.

Para determinar los flujos y los resultados de cada uno de los períodos proyectados, se utilizarán los Estados de Resultados Pro-forma. Los cuales Se trata de Estados Financieros que proyectan operaciones de años a futuro.

Cabe destacar que, en los mismos sólo se consideran las partidas dinerarias relacionadas con las operatorias normales, propias y habituales de la empresa, no incluyendo aquellas que no constituyen un ingreso genuino.

5.4.1 Estados Pro-Formas Proyectados

En la proyección de los Estados de Resultados Pro Forma se procede al uso de coeficientes estimados, en algunas ocasiones se usará como base el comportamiento histórico y en otras no. En todos los casos de acuerdo con criterios y justificaciones debidamente fundamentadas.

Se utilizará como año base los Estados Contables finalizados el 31-12-2016 debido a que, estos son los últimos que se encuentran disponibles.

5.4.1.1 Estado de Resultados – Año 2016

Dado que el último estado disponible es el que comprende el período enero 2016-diciembre 2016, será este el que se utilizará como base.

5.4.1.2 Criterio de proyección

Ingresos y egresos financieros

Se ha considerado adecuado y realista la proyección de dichas variables, considerando que, el incremento de los mismos se debe en primero lugar, al crecimiento promedio anual de dichas variables y en segundo lugar, al crecimiento del PBI esperado¹⁶ el cual es de 2,7% para el año 2017, 4% para el año 2018, 3,2% para el año 2019 y 3,4% para el año 2020.

Otros egresos y egresos

Con respecto a las variables de otros ingresos y egresos se calculó teniendo en cuenta su participación promedio histórica con respecto a los ingresos financieros.

Gastos Administrativos

Se utilizó como criterio de proyección la tasa de crecimiento promedio anual, el cual indica el ritmo de crecimiento de la variable en promedio anual, en un período determinado. Es decir que es la proporción constante en que dicha variable aumenta o disminuye cada año en un período determinado¹⁷.

Depreciaciones y erogaciones de capital (Capex)

Debido a que las depreciaciones de los bienes de uso no representan erogaciones reales de dinero, pero a los fines fiscales se procede a su deducción para reducir el monto de ganancia imponible y así reducir el monto de impuestos a pagar. En el cálculo de los FF Accionistas se adicionan los montos de las depreciaciones deducidos en el ER.

El monto de reinversión anual corresponde al monto de depreciación por lo que estos conceptos se anulan sin modificar el flujo de fondos.

Variación del capital de trabajo

Usualmente el crecimiento de una empresa está acompañado de un incremento en el capital de trabajo. El criterio adoptado mantener el capital de trabajo constante durante el periodo de valuación.

Flujos no operativos, diferencia de cambio y previsiones

Para los Flujos de Fondo no operativos como no se contaba con información y por no ser significativos, no se incluyen en la determinación del Flujo de Fondo para accionistas. Mismo criterio se utilizó para las previsiones. En el caso de las diferencias de cambio se tomó como referencia el tipo de cambio comprador para el año diciembre 2016 el cual era de \$14,99 dando

¹⁶ <https://www.infobae.com/economia/2016/09/13/the-economist-anticipa-para-argentina-un-crecimiento-promedio-de-3-anual-hasta-2020/>.

¹⁷ <https://es.wikihow.com/calcular-la-tasa-de-crecimiento-anual-compuesto>.

como resultado u\$s 29.256,50. ¹⁸A partir de ese monto se ajustó para los años subsiguientes de acuerdo a las proyecciones del gobierno (\$17,39 para el año 2017, \$21,21 para el año 2018 y \$23,53 para el año 2019)

5.5 Valor Residual – Perpetuidad

Se prevé la continuidad de la empresa en el tiempo, es decir que los flujos de fondos a partir de cierto período son constantes. Ello significa que el flujo se convierte en una perpetuidad a partir del quinto año. Para dicho cálculo se utilizará la siguiente expresión:

$$V_C = \frac{EFF_{t+1}}{(Ke - g)}$$

Por último, para determinar la perpetuidad se estipula un crecimiento del 3%. Se adopta este criterio por razones de precaución ante el riesgo que supone la prolongación del horizonte temporal en el análisis.

5.5 Confección del flujo de fondos proyectado

Una vez definidos los criterios utilizados, se procederá a detallar la proyección de los flujos de fondos de los accionistas para el horizonte de valuación en cuestión.

¹⁸ <https://www.infobae.com/economia/2016/09/15/el-gobierno-estimo-la-cotizacion-del-dolar-hasta-2019/>

ESTADO DE RESULTADOS Cuadro II	2017	2018	2019	2020	perpetuidad
INGRESOS FINANCIEROS					
intereses créditos	\$4.532.286,56	\$6.064.927,90	\$7.836.694,89	\$9.837.578,71	\$12.426.653,81
intereses cheques	\$4.544.640,33	\$5.771.116,33	\$6.965.676,98	\$8.787.779,35	\$10.813.955,81
intereses cuentas corrientes	\$6.419.321,35	\$9.026.971,66	\$11.975.018,65	\$15.828.631,26	\$20.586.992,60
intereses por mora	\$1.304.659,04	\$1.897.480,10	\$2.670.760,62	\$3.841.172,31	\$5.204.087,73
diferencia de cambio					
TOTAL INGRESOS	\$16.800.907,29	\$22.760.495,99	\$29.448.151,14	\$38.295.161,62	\$49.031.689,96
EGRESOS FINANCIEROS					
Intereses pagados	-\$131.025,59	-\$159.775,85	-\$202.745,13	-\$272.439,26	-\$336.051,12
Gastos bancarios	-\$23.717,27	-\$28.195,72	-\$33.674,60	-\$42.160,66	-\$49.870,21
Diferencia de cambio					
TOTAL EGRESOS	-\$154.742,87	-\$187.971,57	-\$236.419,73	-\$314.599,92	-\$385.921,34
QUEBRANTO INCOBRABLES					
OTROS INGRESOS					
Comisiones de gestion	\$396.501,41	\$537.147,71	\$694.976,37	\$903.765,81	\$1.157.147,88
Alquileres ganados	\$2.076.592,14	\$2.813.197,30	\$3.639.791,48	\$4.733.281,98	\$6.060.316,88
Rdo venta bienes de uso	\$268.814,52	\$364.167,94	\$471.170,42	\$612.722,59	\$784.507,04
Otras utilidades	\$1.191.184,33	\$1.613.719,17	\$2.087.873,92	\$2.715.126,96	\$3.476.346,82
Recupero de gastos	\$82.324,45	\$111.526,43	\$144.295,94	\$187.646,29	\$240.255,28
TOTAL OTROS INGRESOS	\$4.015.416,84	\$5.439.758,54	\$7.038.108,12	\$9.152.543,63	\$11.718.573,90
OTROS EGRESOS					
Alquileres perdidos	\$89.044,81	\$120.630,63	\$156.075,20	\$202.964,36	\$259.867,96
Otros	\$31.921,72	\$43.244,94	\$55.951,49	\$72.760,81	\$93.160,21
Gastos inmobiliarios	\$399.861,59	\$541.699,80	\$700.866,00	\$911.424,85	\$1.166.954,22
TOTAL OTROS EGRESOS	\$520.828,13	\$705.575,38	\$912.892,69	\$1.187.150,01	\$1.519.982,39
GASTOS ADMINISTRATIVOS					
Remuneraciones	-\$1.094.343,45	-\$1.331.288,10	-\$1.599.996,31	-\$1.930.303,48	-\$2.247.399,67
Honorarios	-\$2.971.716,83	-\$3.957.831,45	-\$5.235.143,33	-\$6.809.388,50	-\$8.482.949,48
Impuestos	-\$2.693.254,98	-\$6.403.057,82	-\$7.939.791,70	-\$9.527.750,04	-\$11.242.745,05
Gastos Gestoria	-\$5.461,34	-\$7.417,13	-\$9.286,32	-\$12.798,94	-\$14.977,71
Limpieza	-\$37.863,60	-\$47.790,88	-\$58.716,10	-\$71.650,74	-\$85.353,66
Luz	-\$26.627,95	-\$39.852,91	-\$56.954,13	-\$79.593,69	-\$104.744,73
Gas	-\$1.603,37	-\$2.168,16	-\$2.838,30	-\$4.001,66	-\$4.706,99
Telefono	-\$52.394,75	-\$111.846,36	-\$149.580,81	-\$198.735,40	-\$274.925,41
Gastos varios	-\$159.658,60	-\$410.649,26	-\$630.439,25	-\$1.052.941,63	-\$1.622.325,68
Gastos legales	-\$226,17	-\$113,55	-\$47,03	-\$19,46	-\$10,68
TOTAL GS ADMINISTRATIVOS	-\$7.043.151,05	-\$12.312.015,61	-\$15.682.793,29	-\$19.687.183,56	-\$24.080.139,07
RESULTADO DEL EJERCICIO	\$14.139.258,34	\$16.405.842,72	\$21.479.938,92	\$28.633.071,78	\$37.804.185,84
Impuestos	\$4.948.740,42	\$5.742.044,95	\$7.517.978,62	\$10.021.575,12	\$13.231.465,04
Resultado Neto	\$9.190.517,92	\$10.663.797,77	\$13.961.960,30	\$18.611.496,66	\$24.572.720,79
Diferencia de cambio	\$527.777,36	\$643.712,35	\$714.123,13	\$771.180,14	\$771.180,14
previsiones	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Depreciaciones/amortizaciones	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Flujos no operativos	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Erogaciones de capital (CAPEX)	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Requerimiento de capital de trabajo	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Flujos de fondos para los Accionista	\$9.718.295,28	\$11.307.510,12	\$14.676.083,43	\$19.382.676,80	\$25.343.900,94

Capítulo 6: Determinación del costo de capital

Para determinar el valor de la firma se utilizará el MPAA basado en el modelo CAPM con el propósito de calcular el riesgo sistemático y luego ajustarlo, a los fines de captar el componente de riesgo no sistemático. El mismo, se adapta de este modo a las características propias de una economía emergente como la de Argentina.

6.1 Determinación del Riesgo Sistemático

De acuerdo al Modelo CAPM para determinar el riesgo sistemático, se parte de la siguiente ecuación:

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

Siendo:

* K_e = Tasa rentabilidad demandada por los accionistas.

* R_f = Tasa libre de riesgo local.

* R_m = Rentabilidad del mercado accionario local.

6.1.1 Tasa Libre de Riesgo

La tasa libre de riesgo, es un concepto teórico que asume que en la economía existe una alternativa de inversión que no tiene riesgo para el inversionista¹⁹. La misma, ofrece un rendimiento seguro en una unidad monetaria y en un plazo determinado, donde no existe riesgo crediticio ni riesgo de reinversión ya que, vencido el período, se dispondrá del efectivo. En la práctica, se puede tomar el rendimiento de los Bonos del Tesoro de Alemania o Estados Unidos como la inversión libre de riesgo, debido a que se considera que la probabilidad de no pago de un bono emitido por Estados Unidos es muy cercana a cero, pero a pesar de ello, para un inversor individual de Argentina no es fácil comprar o vender bonos de USA o de una economía sólida, porque pasa por una amplia gama de intermediarios. Esto, hace que la operación sea más riesgosa, costosa y por lo tanto, en la práctica la tasa de un bono norteamericano no sea “libre de riesgo”. Por este motivo a los fines de calcular la tasa libre de riesgo de Argentina, se utilizará como

¹⁹ https://es.wikipedia.org/wiki/Tasa_de_inter%C3%A9s_libre_de_riesgo

referencia el bono AM20 el cual devenga un interés variable de BADLAR privados²⁰ (tasa de interés que se utiliza para depósitos mayores a un millón de pesos, la misma es muy importante ya que marca el nivel de tasa de interés para el resto de las tasas de interés del sistema financiero Argentino) + 3,25% anual, pagaderos trimestralmente. Dicha tasa BADLAR actualmente se encuentra en 22,18%.

La elección de la unidad de tiempo a la que hace referencia el bono no es casual, lo que se intenta es lograr la mayor representatividad posible. Se aproxima el período de maduración de estos títulos de largo plazo a la vida útil de la inversión en análisis. De acuerdo a las últimas publicaciones del BCRA, se toma como tasa libre de riesgo 26,43%²¹

6.1.2 Prima de Riesgo de mercado local (Rm-Rf)

La prima de riesgo es el valor adicional que espera un inversor como consecuencia de exponerse en mayor medida al riesgo. Es propia del mercado o país en cuestión. No es lo mismo hacer negocios en EEUU que hacerlo en Argentina o Venezuela²².

De acuerdo a lo recomendado por Pereiro & Galli (2000) la elección del índice Burcap, se debe a la metodología de cálculo. Éste, es más representativo de la evolución del mercado argentino, puesto que toma como base a la capitalización bursátil y no al volumen negociado, como lo hace el Merval.

Cabe destacar que, existen variaciones en el valor de la prima de riesgo de mercado local obtenido dependiendo del período de tiempo que sea utilizado para el análisis. En el presente trabajo se decidió trabajar con una serie de datos que comprende desde el año 2014 hasta la actualidad, porque se supone a este lapso de tiempo como característico y distintivo del ciclo al que está inmersa el fideicomiso. El cálculo correspondiente da como resultado 46,66%.

La prima por riesgo del mercado local es igual a 20,23%.

6.1.3 Calculo del Beta

Es el último componente del riesgo sistemático a estimar. Lo que se hace es, proyectar el valor de β , como la pendiente de la recta de regresión y relacionar los retornos de la acción en

²⁰ www.cesur.com.ar/?p=697

²¹ <http://www.ambito.com/economia/mercados/tasas/info/?ric=ARSBADPR1MD=RR>

²² Finanzas de la Empresa, segunda edición- Juan Lucas Dapena Fernández.

consideración con los rendimientos de la cartera de mercado para una unidad de tiempo determinada.

Al ser la compañía en estudio de capital cerrado, no cotiza en bolsa. Hay ausencia de valores de los retornos de la acción que posibiliten hacer la regresión correspondiente.

En la práctica se utiliza la técnica de la beta comparable. Consiste en buscar una compañía o conjunto de compañías que tengan similitudes significativas con la empresa objeto de estudio y que sí, cotizan en la bolsa local.

Es de fundamental importancia destacar que encontrar una compañía absolutamente comparable es prácticamente imposible, dado que es muy extraño que existan dos con las mismas características. No obstante, es posible realizar algunas aproximaciones razonables. Para ello es trascendental, analizar minuciosamente las semejanzas y diferencias en cuanto a la actividad que llevan a cabo, estructura de inversión, financiamiento, mercados en los que opera, entorno, competidores, clientes, proveedores, etc.

Con el propósito de determinar la factibilidad de considerar una empresa como comparable o no, Pereiro & Galli (2000) establecieron ciertas preguntas básicas que pueden servir como guía. En línea con estos autores, se efectuaron algunas preguntas que se consideraron oportunas y apropiadas. Las mismas se detallan a continuación:

a) ¿Qué vende la comparable?: El Banco Santander Río es un banco comercial y de servicios financieros, filial del Grupo Santander sus operaciones bancarias son la tercera más grande en Argentina, así como el más grande entre todos los bancos de propiedad privada en el país. Fue creado en 1968.

Actualmente es uno de los bancos con más participación en los créditos prendarios (actividad principal del fideicomiso)

b. ¿A quién vende?: El Banco Santander Río vende sus productos a todas las agencias de automóviles nuevos y usados de la provincia de Córdoba.

Cabe remarcar que existe una íntima relación entre los servicios de la empresa comparable y los de la objetivo, motivo por el cual se considera que resulta totalmente aplicable y representativo comparar los productos de ambas.

c. **¿Contra quién compite?:** Santander Rio compite actualmente de manera directa con el Banco HSBC y con las demás empresas que se encargan del otorgamiento de créditos prendarios

$$\beta \text{ apalancado objetivo} = \beta \text{ desapalancado comparable} * \frac{[1 + Do * (1 - to)]}{Eo}$$

Donde:

* Do/Eo = Razón de pasivo y patrimonio neto de la empresa objetivo.

* To = Tasa impositiva de la empresa objetivo.

Tomando como referencia el Banco Santander que tiene una β^{23} de 1,23 y la razón de pasivo patrimonio neto de la empresa es de 8,89²⁴, de acuerdo al Estado Contable del año 2016 y bajo el supuesto de que la tasa impositiva es del 35%, se obtiene un β de 0,1814.

En lo que respecta al fideicomiso se consideró el total del pasivo y patrimonio neto para el año 2016, con una tasa impositiva de 35%, dando como resultado 1,04.

6.1.4 Determinación del costo de capital por medio de CAPM

Una vez determinados cada uno de los componentes de la ecuación del CAPM, se obtiene la tasa de descuento que refleja el riesgo sistemático del costo de capital de los accionistas de la empresa.

$$K_e: R_f + \beta_j * (R_m - R_f)$$

$$K_e: 0,2643 + 1,04 * (0,4666 - 0,2643)$$

$$K_e: 0,4746 = 47,66\%$$

²³ <http://roccacharts.blogspot.com.ar/2011/05/ranking-de-acciones-argentinas-por-su.html>

²⁴ http://www.cnv.gob.ar/InfoFinan/sal_bal.asp?TipoBal=1&CodiSoc=5057&FechBal=42733&TipoSoc=1&ClaseBal=1&entidadOrigen=0

6.2 Determinación del Riesgo No Sistemático

Ya que el modelo CAPM no toma en consideración al riesgo no sistemático. Pereiro & Galli (2000) proponen un método de primas y ajustes apilables (MPAA), que aplica una prima de ajuste por riesgo asistemático al valor obtenido del equity de la firma.

A pesar de que existe la posibilidad de aplicar esta metodología, en concordancia con un criterio conservador, se optó por no utilizarla. Ello se debe fundamentalmente a la coyuntura económica por la que está atravesando Argentina.

Capítulo 7: Cálculo del Valor del Fideicomiso

Una vez determinado los flujos de fondos para los accionistas y el costo de capital, se procede a estimar el valor del equity de Siac 1. Mediante el uso de la siguiente expresión:

$$\text{Valor del Capital Accionario} = \sum_{n=1}^{n=t} \frac{ECF}{(1+Ke)^n} + \frac{ECF_{t+1}/(Ke-g)}{(1+Ke)^n}$$

De acuerdo a los componentes estimados, el valor de la firma asciende a \$28.523.957,82

	valuacion de la empresa				
	2017	2018	2019	2020	perpetuidad
Flujo de Fondos de los Accionistas	\$9.718.295,28	\$11.307.510,12	\$14.676.083,43	\$19.382.676,80	\$57.003.825,77
Ke					47,66%
PARCIAL	\$6.581.535,47	\$5.186.104,42	\$4.558.496,02	\$4.077.202,65	\$8.120.629,26
Valor del Equity					\$28.523.967,82

Fuente: Elaboración Propia

Capítulo 8: Análisis de sensibilidad – Escenarios

Tal como se analizó anteriormente, el cálculo de la firma depende de las estimaciones y supuestos que utilice el sujeto evaluador al momento de proyectar los flujos de fondos futuros.

Con el propósito de ampliar espectro y estimar un futuro incierto, es conveniente la confección de escenarios con distintas situaciones. Se trata de un análisis de sensibilidad, es decir un estudio del caso bajo la premisa “que sucede si”. Consiste en determinar en qué grado influirían variables clave frente a una determinada situación.

Se procederá a la construcción de dos escenarios posibles, uno optimista y otro pesimista, analizando distintas variables.

8.1 Escenario optimista

En el mismo se consideró adicionarle a los coeficientes obtenidos mediante la tasa promedio anual un incremento en el PBI estimado, dicho crecimiento en todos los años fue del 5%, produciendo de tal manera un aumento en los ingresos financieros, como así también en los egresos financieros. Manteniéndose constantes los costos administrativos.

Cabe remarcar que los otros ingresos y egresos representan un porcentaje histórico de los ingresos financieros por ende también se modifican en virtud de estos.

Otro supuesto fue una modificación en el tipo de cambio en el cual se ha considerado un mayor aumento que el previsto, dando como resultado un incremento en la cuenta diferencia de cambio.

Como resultado se obtuvo un valor del fideicomiso igual a \$31.330.308,08.

ESTADO DE RESULTADOS Cuadro II	2017	2018	2019	2020	perpetuidad
INGRESOS FINANCIEROS					
intereses créditos	\$4.612.923,65	\$6.240.120,94	\$8.220.302,57	\$10.547.073,47	\$13.673.454,71
intereses cheques	\$4.627.039,14	\$5.942.510,19	\$7.320.502,06	\$9.442.291,28	\$11.933.952,21
intereses cuentas corrientes	\$6.530.993,28	\$9.280.147,47	\$12.544.566,11	\$16.933.001,91	\$22.585.547,48
intereses por mora	\$1.326.636,50	\$1.948.989,69	\$2.792.743,50	\$4.096.481,90	\$5.685.616,19
diferencia de cambio					
TOTAL INGRESOS	\$17.097.592,57	\$23.411.768,30	\$30.878.114,24	\$41.018.848,56	\$53.878.570,59
EGRESOS FINANCIEROS					
Intereses pagados	-\$133.549,16	-\$164.790,75	-\$213.338,74	-\$292.948,69	-\$371.174,56
Gastos bancarios	-\$24.201,78	-\$29.126,41	-\$35.531,01	-\$45.520,35	-\$55.380,70
Diferencia de cambio					
TOTAL EGRESOS	-\$157.750,93	-\$193.917,16	-\$248.869,75	-\$338.469,03	-\$426.555,26
QUEBRANTO INCOBRABLES					
OTROS INGRESOS					
Comisiones de gestion	\$403.503,18	\$552.517,73	\$728.723,50	\$968.044,83	\$1.271.534,27
Alquileres ganados	\$2.113.262,44	\$2.893.694,56	\$3.816.534,92	\$5.069.929,68	\$6.659.391,33
Rdo venta bienes de uso	\$273.561,48	\$374.588,29	\$494.049,83	\$656.301,58	\$862.057,13
Otras utilidades	\$1.212.219,31	\$1.659.894,37	\$2.189.258,30	\$2.908.236,36	\$3.819.990,66
Recupero de gastos	\$83.778,20	\$114.717,66	\$151.302,76	\$200.992,36	\$264.005,00
TOTAL OTROS INGRESOS	\$4.086.324,62	\$5.595.412,62	\$7.379.869,30	\$9.803.504,81	\$12.876.978,37
OTROS EGRESOS					
Alquileres perdidos	\$90.617,24	\$124.082,37	\$163.654,01	\$217.399,90	\$285.556,42
Otros	\$32.485,43	\$44.482,36	\$58.668,42	\$77.935,81	\$102.369,28
Gastos inmobiliarios	\$406.922,70	\$557.200,09	\$734.899,12	\$976.248,60	\$1.282.309,98
TOTAL OTROS EGRESOS	\$530.025,37	\$725.764,82	\$957.221,54	\$1.271.584,31	\$1.670.235,69
GASTOS ADMINISTRATIVOS					
Remuneraciones	-\$1.094.343,45	-\$1.331.288,10	-\$1.599.996,31	-\$1.930.303,48	-\$2.247.399,67
Honorarios	-\$2.971.716,83	-\$3.957.831,45	-\$5.235.143,33	-\$6.809.388,50	-\$8.482.949,48
Impuestos	-\$2.693.254,98	-\$6.403.057,82	-\$7.939.791,70	-\$9.527.750,04	-\$11.242.745,05
Gastos Gestoria	-\$5.461,34	-\$7.417,13	-\$9.286,32	-\$12.798,94	-\$14.977,71
Limpieza	-\$37.863,60	-\$47.790,88	-\$58.716,10	-\$71.650,74	-\$85.353,66
Luz	-\$26.627,95	-\$39.852,91	-\$56.954,13	-\$79.593,69	-\$104.744,73
Gas	-\$1.603,37	-\$2.168,16	-\$2.838,30	-\$4.001,66	-\$4.706,99
Telefono	-\$52.394,75	-\$111.846,36	-\$149.580,81	-\$198.735,40	-\$274.925,41
Gastos varios	-\$159.658,60	-\$410.649,26	-\$630.439,25	-\$1.052.941,63	-\$1.622.325,68
Gastos legales	-\$226,17	-\$113,55	-\$47,03	-\$19,46	-\$10,68
TOTAL GS ADMINISTRATIVOS	-\$7.043.151,05	-\$12.312.015,61	-\$15.682.793,29	-\$19.687.183,56	-\$24.080.139,07
RESULTADO DEL EJERCICIO	\$14.513.040,58	\$17.227.012,96	\$23.283.542,04	\$32.068.285,08	\$43.919.090,32
Impuestos	\$5.079.564,20	\$6.029.454,54	\$8.149.239,71	\$11.223.899,78	\$15.371.681,61
Resultado Neto	\$9.433.476,38	\$11.197.558,43	\$15.134.302,32	\$20.844.385,30	\$28.547.408,71
Diferencia de cambio	\$771.180,14	\$801.529,62	\$831.879,09	\$862.228,57	\$892.578,04
previsiones	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Depreciaciones/amotizaciones	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Flujos no operativos	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Erogaciones de capital (CAPEX)	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Requerimiento de capital de trabajo	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Flujos de fondos para los Accionista	\$10.204.656,52	\$11.999.088,04	\$15.966.181,41	\$21.706.613,87	\$29.439.986,75

	valuacion de la empresa				
	2017	2018	2019	2020	perpetuidad
Flujo de Fondos	\$10.204.656,52	\$11.999.088,04	\$15.966.181,41	\$21.706.613,87	\$65.920.256,93
Ke					47,66%
PARCIAL	\$6.910.914,61	\$5.503.291,43	\$4.959.209,64	\$4.566.049,60	\$9.390.842,81
Valor del Equity					\$31.330.308,08

Fuente: elaboración propia

8.2 Escenario pesimista

En este caso, se supone una situación inversa a la que se presentó en el apartado 8.1, una desaceleración en el crecimiento del PBI el cual fue de 0% todos los años proyectados y un tipo de cambio constante menor a los estimados.

La idea fundamental de este escenario es demostrar el fuerte impacto que tendría en el valor de la empresa una disminución en los ingresos financieros y un aumento de costos.

Como consecuencia de este escenario, el valor de la compañía cae (como era de esperar) y se ubica en \$23.892.501,11.

ESTADO DE RESULTADOS Cuadro II	2017	2018	2019	2020	perpetuidad
INGRESOS FINANCIEROS					
intereses créditos	\$4.437.625,63	\$5.736.484,03	\$7.148.687,03	\$8.571.864,12	\$10.250.119,64
intereses cheques	\$4.447.911,30	\$5.446.878,98	\$6.326.438,67	\$7.618.146,95	\$8.858.916,24
intereses cuentas corrientes	\$6.288.228,22	\$8.555.717,81	\$10.957.939,80	\$13.863.386,37	\$17.100.151,42
intereses por mora	\$1.278.859,42	\$1.801.591,99	\$2.452.575,73	\$3.385.779,40	\$4.360.541,97
diferencia de cambio					
TOTAL INGRESOS	\$16.452.624,56	\$21.540.672,81	\$26.885.641,22	\$33.439.176,85	\$40.569.729,27
EGRESOS FINANCIEROS					
Intereses pagados	-\$128.063,15	-\$150.351,58	-\$183.727,51	-\$235.943,58	-\$274.987,21
Gastos bancarios	-\$23.148,51	-\$26.464,83	-\$30.373,19	-\$36.238,98	-\$40.392,18
Diferencia de cambio					
TOTAL EGRESOS	-\$151.211,66	-\$176.816,41	-\$214.100,70	-\$272.182,56	-\$315.379,40
QUEBRANTO INCOBRABLES					
OTROS INGRESOS					
Comisiones de gestion	\$388.281,94	\$508.359,88	\$634.501,13	\$789.164,57	\$957.445,61
Alquileres ganados	\$2.033.544,40	\$2.662.427,16	\$3.323.065,26	\$4.133.082,26	\$5.014.418,54
Rdo venta bienes de uso	\$263.241,99	\$344.650,76	\$430.170,26	\$535.026,83	\$649.115,67
Otras utilidades	\$1.166.491,08	\$1.527.233,70	\$1.906.191,96	\$2.370.837,64	\$2.876.393,80
Recupero de gastos	\$80.617,86	\$105.549,30	\$131.739,64	\$163.851,97	\$198.791,67
TOTAL OTROS INGRESOS	\$3.932.177,27	\$5.148.220,80	\$6.425.668,25	\$7.991.963,27	\$9.696.165,29
OTROS EGRESOS					
Alquileres perdidos	\$87.198,91	\$114.165,57	\$142.493,90	\$177.227,64	\$215.019,57
Otros	\$31.259,99	\$40.927,28	\$51.082,72	\$63.534,44	\$77.082,49
Gastos inmobiliarios	\$391.572,46	\$512.668,01	\$639.878,26	\$795.852,41	\$965.559,56
TOTAL OTROS EGRESOS	\$510.031,36	\$667.760,86	\$833.454,88	\$1.036.614,48	\$1.257.661,61
GASTOS ADMINISTRATIVOS					
Remuneraciones	-\$1.094.343,45	-\$1.331.288,10	-\$1.599.996,31	-\$1.930.303,48	-\$2.247.399,67
Honorarios	-\$2.971.716,83	-\$3.957.831,45	-\$5.235.143,33	-\$6.809.388,50	-\$8.482.949,48
Impuestos	-\$2.693.254,98	-\$6.403.057,82	-\$7.939.791,70	-\$9.527.750,04	-\$11.242.745,05
Gastos Gestoria	-\$5.461,34	-\$7.417,13	-\$9.286,32	-\$12.798,94	-\$14.977,71
Limpieza	-\$37.863,60	-\$47.790,88	-\$58.716,10	-\$71.650,74	-\$85.353,66
Luz	-\$26.627,95	-\$39.852,91	-\$56.954,13	-\$79.593,69	-\$104.744,73
Gas	-\$1.603,37	-\$2.168,16	-\$2.838,30	-\$4.001,66	-\$4.706,99
Telefono	-\$52.394,75	-\$111.846,36	-\$149.580,81	-\$198.735,40	-\$274.925,41
Gastos varios	-\$159.658,60	-\$410.649,26	-\$630.439,25	-\$1.052.941,63	-\$1.622.325,68
Gastos legales	-\$226,17	-\$113,55	-\$47,03	-\$19,46	-\$10,68
TOTAL GS ADMINISTRATIVOS	-\$7.043.151,05	-\$12.312.015,61	-\$15.682.793,29	-\$19.687.183,56	-\$24.080.139,07
RESULTADO DEL EJERCICIO	\$13.700.470,49	\$14.867.822,44	\$18.247.870,36	\$22.508.388,49	\$27.128.037,70
Impuestos	\$4.795.164,67	\$5.203.737,85	\$6.386.754,62	\$7.877.935,97	\$9.494.813,19
Resultado Neto	\$8.905.305,82	\$9.664.084,59	\$11.861.115,73	\$14.630.452,52	\$17.633.224,50
Diferencia de cambio	\$527.777,36	\$527.777,36	\$527.777,36	\$527.777,36	\$527.777,36
previsiones	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Depreciaciones/amortizaciones	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Flujos no operativos	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Erogaciones de capital (CAPEX)	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Requerimiento de capital de trabajo	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00	\$0,00
Flujos de fondos para los Accionista	\$9.433.083,18	\$10.191.861,95	\$12.388.893,09	\$15.158.229,88	\$18.161.001,86

	valuacion de la empresa				
	2017	2018	2019	2020	perpetuidad
Flujo de Fondos de los Accionistas	\$9.433.083,18	\$10.191.861,95	\$12.388.893,09	\$15.158.229,88	\$40.665.028,80
Ke					47,66%
PARCIAL	\$6.388.380,86	\$4.674.420,78	\$3.848.078,41	\$3.188.577,91	\$5.793.043,16
Valor del Equity					\$23.892.501,11

Fuente elaboración propia

Capítulo 9: Conclusiones

A lo Largo del trabajo se intentó determinar un valor representativo del capital de SIAC 1.

En el capítulo 1 y 2, se profundizó el análisis indicando el problema y los diversos métodos de valuación aplicables al mismo.

Paso siguiente se procedió al estudio de la empresa. Se evaluaron variables exógenas, como la competencia, participación de mercado, industria. También, se ahondaron aspectos endógenos de la misma, como la estructura y la política organizacional. Se analizaron los Estados Contables y desde el punto de vista del análisis económico-financiero, se pudo observar la mejora continua y por ende, el crecimiento constante por parte del fideicomiso. Es de esperar que, en el futuro esta situación no cambie.

En lo que respecta a la solvencia de corto plazo o gestión, SIAC1 siempre ha estado en condiciones de afrontar sus obligaciones corrientes. Manteniendo la política de no endeudarse a largo plazo. Se observó, además, que cuenta con una gran capacidad de pago debido al criterio conservador de su dueño. Es de esperar que dicha situación no cambie sustancialmente.

Cabe remarcar que la mayor parte del financiamiento proviene de capital propio, y no se espera que se altere dicha estructura.

En cuanto al a los ratios de rentabilidad, presenta un ROE constante para los últimos tres años que ronda el 24% y un ROA estable de 19% para mismo periodo. Al ser el ROE mayor al ROA le es conveniente a la empresa endeudarse.

El análisis de los Estados se realizó a los fines de comprender la performance histórica y de este modo, poder definir criterios para realizar las estimaciones futuras.

Luego, se procedió a la proyección de los flujos de fondos futuros de los accionistas y del costo de capital aplicable. La tasa descuento que corresponde al componente de riesgo sistemático

asciende a 47,66%, en tanto la del riesgo asistemático no fue considerada por causa de la coyuntura económica actual. Al momento de descontar los flujos el valor de SIAC 1 alcanzó un valor de \$28.523.957,82.

No obstante, de que se utilizó un método de valuación concreto y profesionalmente reconocido, la aplicación del mismo requiere de la definición de criterios por parte del sujeto evaluador. Éstos seguramente diferirán de los que precise otro sujeto, dada la subjetividad de las variables en consideración. El resultado de la valuación dependerá entonces de las proyecciones de los flujos futuros de la compañía y de la determinación de la tasa de costo de capital. En lo que respecta a los flujos de fondos, estos pueden variar a causa de la percepción del futuro, la información disponible, la aplicación de relaciones entre los distintos conceptos del Estado de Resultados (en base a la performance histórica) y la racionalidad en la interpretación de las variables.

En igual sentido, el costo de capital se puede determinar por medio de distintos métodos y con distintos supuestos.

De acuerdo a lo expresado anteriormente, se podría decir que la valoración de las empresas consiste más bien en aplicar el sentido común a la información de la que se dispone que aplicar estrictamente un modelo en particular. Se destaca la importancia de la racionalidad de la interpretación al momento de analizar y entender los resultados obtenidos, por encima de la obtención de un valor definitivo y fijo para la compañía.

Lo que se pretende con la valuación de la empresa no es otra cosa que determinar un punto de referencia, un intervalo de valores razonables dentro del cual estará incluido el valor definitivo. Esto es de suma importancia para el titular de la firma al momento de la negociación, siempre y cuando se tomen las decisiones en tiempo y en forma (oportunamente).

Por último, se realizó una sensibilización de resultados considerando dos criterios uno optimista y otro pesimista. Para estos dos casos se tuvo en cuenta el crecimiento del PBI y el tipo de cambio esperado, dando como resultados para el primero un valor de \$31.330.308,08 y para el segundo un valor de \$23.892.501,11

Se concluye que, a pesar de las dificultades, limitaciones y subjetividades del proceso de valuación, se ha dado respuesta al objetivo planteado inicialmente en el presente trabajo.

B.1 BIBLIOGRAFÍA

- Pablo Fernández “métodos de valuación” universidad de Navarra IESE Business School.
- Luis E Pereiro y Maria Galli, “La determinación del costo de capital propio en la valuación de empresas de capital cerrado”, Universidad Torcuato Di Tella, Documento de investigación.
- Lopez Dumrauf, Guillermo, “Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano”, Editorial Alfaomega, Tercera Edición, 2013.
- Ross S.A., Westerfield R. W. & Jaffe J.F. (2006). Finanzas Corporativas. México. Editorial McGraw-Hill, Séptima Edición.
- <http://www.ieb.es/los-diferentes-cash-flows/>
- <https://blog.crowdfunder.mx/como-valorar-una-empresa-metodos-de-valuacion/>
- Juan Lucas Dapena Fernández “Finanzas de la Empresa”
- Caballer Mellado, V. (1994): Métodos de valoración de empresas
- <http://finance.blogs.ie.edu/archives/2013/09/valoracion-de-empresas--metodo-de-descuento-de-flujos-de-caja.php>

C.3 ANEXOS

Cientes



Oficinas de Trabajo



Calculo de Prima de Riesgo

$$\text{Prima de Riesgo} = R_m - R_f$$

R_m es el rendimiento del mercado el cual se obtuvo en base a la variación del último año con los índices BURCAP. Se realizó la suma de las variaciones correspondiente al periodo 30-10-2016 hasta el 01-11-2017. Dicho resultado fue de 46.66²⁵

R_f es el rendimiento libre de riesgo el cual se consideró el bono AM20. (26,43%)

$$\text{Prima de Riesgo} = 46,66\% - 26,43\%$$

$$\text{Prima de Riesgo} = 20,23\%$$

Calculo de Beta

$$\text{Beta} = \frac{\text{Beta Comparable}}{1 + \frac{D_0 * (1 - t_c)}{E_0}}$$

$$\text{Beta} = \frac{1,23}{1 + 0,2736 * 0,65} = 1,04$$

$$\text{Beta comparable} = 1,23$$

$$D_0/E_0 = \frac{14974288,09}{54715022,32} = 0,2736$$

$$T_c = 0,35$$

²⁵

<http://www.ambito.com/economia/mercados/indices/info/?ric=.BURC&desde=30/10/2016&hasta=1/11/2017&pag=9>