



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

MAESTRÍA EN DIRECCIÓN DE NEGOCIOS
TRABAJO FINAL DE APLICACIÓN

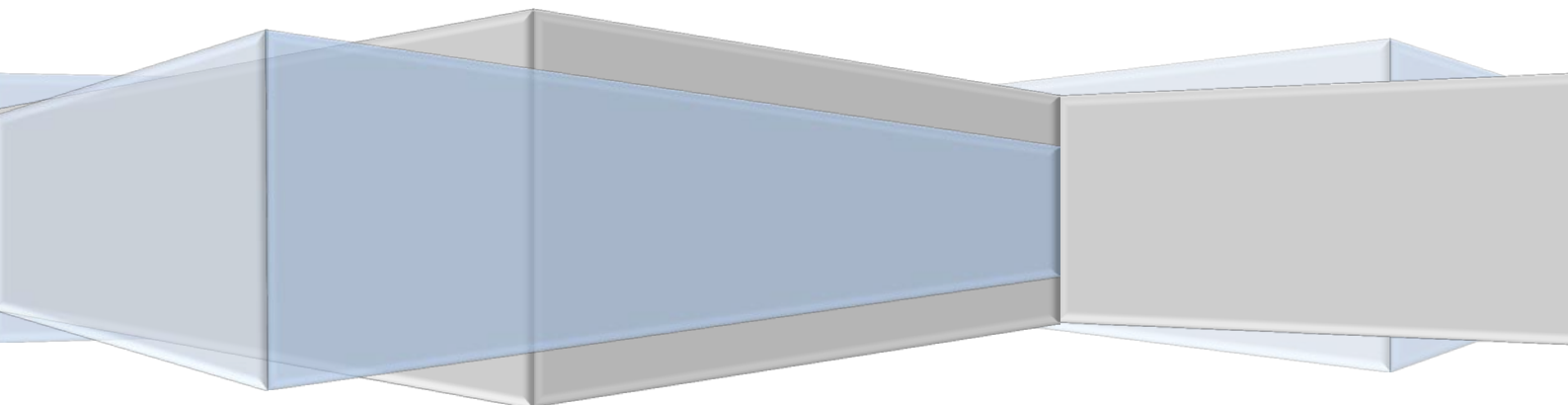
“VALUACIÓN DE UNA EMPRESA FAMILIAR AGRÍCOLA”

Autor: IMOBERDORF VIRGINIA

Tutor: DAPENA FERNANDEZ JUAN LUCAS

Córdoba

2016



Hoy sin pensar en ganar o perder, disfrutando cada instante de mi soñar, hecho real, al cual aposté.

A las muchas personas que tuvieron que ver. A esas. TODO.

INDICE

INTRODUCCIÓN	3
Definición del problema-oportunidad	4
Objetivos del trabajo	4
Límites o Alcance del trabajo	5
VALUACIÓN DE UNA EMPRESA FAMILIAR AGRÍCOLA.....	6
¿Qué constituye una Empresa Familiar?.....	6
La Empresa Familiar Agrícola	7
Valuación de Empresas Familiares.....	9
Métodos de Valuación	10
Flujo de Fondos Descontado (DCF)	13
Valuación en los Mercados Emergentes	23
Rendimientos no financieros y costos no capturados en la valuación de la Empresa Familiar.....	27
DE LA TEORIA A LOS HECHOS, CASO DE APLICACIÓN	29
CONTEXTO	29
ANÁLISIS DE DESEMPEÑO DEL NEGOCIO	33
Sector Agroexportador.....	33
MONGE JUAN JOSÉ Y MARÍA DOMINGA S.H.	41
VALUACIÓN DE EMPRESA AGRÍCOLA.....	47
Determinación de los Flujos de Fondos para el accionista	47
Tasa de Capital Propio: Modelo CAPM	49
Valor de la Empresa	51
ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD.....	52
Escenario Pesimista.....	52
Escenario Optimista	53
CONCLUSION FINAL.....	54
ANEXOS	56
Parte I	56
Parte II	57
Parte III	59
Parte IV	60
BIBLIOGRAFIA.....	61

INTRODUCCIÓN

El presente trabajo consiste en el análisis de los principales métodos de valuación de empresas y su adaptación a la valuación de una Empresa Familiar Agrícola ubicada en un Mercado Emergente como es Argentina.

Numerosos autores sostienen que el método más apropiado para valorar una empresa está dado por el descuento de los flujos de fondos futuros esperados utilizando una tasa de descuento ajustada por el riesgo del negocio. Sin embargo, cuando se pretende valorar una firma de este tipo, existen diversas dificultades derivadas de las características específicas de las empresas mencionadas, como así también a problemas en la aplicación de los métodos de valuación proporcionados por las modernas teorías en finanzas.

En un mercado emergente y específicamente en un contexto de alta incertidumbre como el que efectivamente existe en Argentina, la valuación de una Empresa Familiar entraña numerosos desafíos técnicos a los que se debe enfrentar, tanto en la determinación del valor esperado de los futuros flujos de fondos como en el cálculo de la tasa de descuento ajustada por riesgo. Como consecuencia de las dificultades planteadas, el valor de una empresa en nuestro país puede estar dentro de un rango de gran amplitud.

Por otro lado, en toda Empresa Familiar se conjugan las cuestiones emocionales y culturales propias de cada familia con las particularidades de la organización y el funcionamiento de una empresa. Si bien con este trabajo no se pretende dar una solución práctica a las problemáticas y conflictos propios de las empresas de este tipo, si se tiene en cuenta a la hora de realizar el análisis del caso ya que la empresa bajo análisis es una Empresa Familiar. Conocer las características básicas de las mismas y dejar abierta las cuestiones de Empresa Familiar y Empresa Corporativa para un análisis posterior.

Definición del problema-oportunidad

A lo largo de los años, los modelos de producción agropecuaria han ido variando. Territorios que hasta hace un poco tiempo no muy lejano se veían como grandes extensiones de tierras sin explorar, hoy muestran un paisaje cultivado por cereales y oleaginosas, donde además, por razones de políticas gubernamentales, la explotación ganadera dio paso a la agrícola.

El rol que juego es formar parte de la próxima generación que desarrollará la actividad. En ese contexto es en donde se sitúa este trabajo haciendo una **valuación de una empresa dedicada a la agricultura con capital intensivo y bajo los paradigmas de una Empresa Familiar próxima a una trascendencia generacional** donde priman los valores humanos y la continuidad de la especie en la misma medida que los económicos.

Objetivos del trabajo

Conocer el valor actual de la empresa es lo que lleva a adaptarse a nuevo mercados y obtener la mayor rentabilidad posible continuando exclusivamente con su actividad o realizando reinversiones que permitan diversificar el negocio, siempre manteniendo la unión y la cultura familiar que se inició con mi bisabuelo y fue inculcando con éxito a lo largo de tres generaciones.

Consiste en un ejercicio de sentido común que requiere conocimientos técnicos y mejora aún más con la experiencia. Ambos son necesarios para no perder de vista: ¿qué se está haciendo?, ¿por qué se está haciendo? Y ¿para qué y para quién se está haciendo?

Al analizarlo desde el punto de vista familiar, este tipo de empresas son únicas en donde se mezclan afectos y realidades que pueden muchas veces ir en direcciones opuestas generando conflictos entre las personas que forman parte y, a veces, hasta en la rentabilidad del negocio.

Con este trabajo se intenta profundizar en los aspectos económicos y financieros de una Empresa Familiar Agrícola. A continuación se detallan los principales objetivos:

- a)- Conocer el valor actual de la empresa.
- b)- Comprender y aplicar la teoría de valuación de empresas de capital cerrado que operan en mercados emergentes.
- f)- Dar una visión reducida sobre Empresas Familiar, pero dejar un tema abierto para futuros estudios.

Límites o Alcance del trabajo

El campo se enfrenta a un cambio de paradigmas que modifica diariamente las estrategias de producción donde la cadena de valor funciona de manera diversa en el mercado interno y en el internacional y todo ello requiere de formación, información e inversión en capacitación y tecnología. Si el empresario no logra comprender esta nueva realidad de los mercados y adaptarse a ella, poco valdrá el mantenimiento de una cultura familiar y un eficaz traspaso de valores, visiones, misiones y sueños compartidos.

Este trabajo se limita a utilizar el método basado en el descuento de flujos de fondos, el cual a su vez también está condicionado por el sector al que pertenece, duramente golpeado en los últimos años por las medidas gubernamentales adoptadas e influenciado continuamente por el mercado internacional.

También puedo detectar limitaciones o problemas conceptuales en la tasa de descuento utilizada (CAPM) como la subjetividad para determinarla. Esto significa que no existe un valor único, correcto o apropiado para el costo del capital propio y por el valor de la oportunidad que de él se derive: las tasas de descuentos no resultan ser un parámetro objetivo sino subjetivo, ya que finalmente las percepciones de riesgo y retorno de una valuación son totalmente personales. Además también puede advertirse, como muchos autores lo plantean, la dificultad que tiene de poder capturar el riesgo asistemático del mercado.

VALUACIÓN DE UNA EMPRESA FAMILIAR AGRÍCOLA

Las empresas familiares son la columna vertebral de la economía global. Números estudios e investigaciones posicionan a los negocios familiares en la cúspide de los generadores del bienestar económico en los países del mundo. En promedio, entre el 80% y 90% de las empresas en E.E.U.U., América Latina, Europa y Asia siguen teniendo propiedad y control familiar. Estas mismas, grandes y pequeñas, recientes y antiguas, representan más del 60% del Producto Bruto Interno de sus economías y emplean a la mayoría de la población.

¿Qué constituye una Empresa Familiar?

Existen en la actualidad numerosas definiciones de Empresa Familiar y a la vez no se encuentra una definición que se considere generalmente aceptada. Me inclino por pensar que: estamos en presencia de una Empresa Familiar cuando la “mayoría del capital social y de los puestos administrativos dentro de una empresa se encuentran concentrados en manos de los miembros de una misma familia, que a su vez, proyecta hacia las futuras generaciones la continuidad de la actividad compartida”. Por lo tanto se desprenden tres componentes básicos: Empresa, Familia y Propiedad. Es la integración de esos tres subsistemas, que si se logra de manera eficiente y perdurable en el tiempo, es lo que lleva a formar un sistema mayor como lo es la Empresa Familiar exitosa.

Estudios realizados en Estados Unidos validaron el gran número de negocios familiares en la economía y también encontraron que las compañías controladas por familias fundadoras reportaban:

- Márgenes de utilidad más altos.
- Tasas de crecimientos más rápidas.
- Mayores ventas/flujos de efectivo por empleado.
- Ganancias más estables.
- Mayor capital reinvertido en empresas.

Los propietarios de Empresas Familiares han sabido, por años, poseer un negocio familiar que puede representar una situación de doble beneficio para la familia, en términos de éxito financiero personal y como empresarial. Son una estructura organizacional viable y agregan un valor significativo a la economía.

Pero también existe una contracara a esta situación que es que la mayoría de las empresas familiares no llegan a la segunda ni a la tercera generación. La base para poder continuar siendo rentables en el tiempo, se encuentra en poseer las capacidades necesarias para relacionar de manera eficiente el ambiente empresarial (estrategias económicas) con el ambiente emocional (familia). Adelantarse y planificar los cambios generacionales y su impacto en el manejo y las estrategias empresariales es la clave de la supervivencia y su mejor desempeño.

La Empresa Familiar Agrícola

Se puede definir a la Empresa Familiar Agrícola como *“aquella en la que los integrantes de una misma familia son propietarios de campos (tierra, que es su mayor valor), y de los bienes de uso y de cambio que lo complementan y en la que, a su vez, son los mismos propietarios quienes se ocupan de su explotación”*.

Como toda familia empresarial, conviven dos componentes: la familia y la empresa, pero es de resaltar que la cultura compartida por los protagonistas de la empresa agrícola, lleva a que la mayoría de las veces, los miembros de la familia no se consideran socios ni empresarios sino simplemente una familia de productores agropecuarios, a pesar de que al estar organizados como una empresa a la que dedican su esfuerzo, revisten indefectiblemente, el carácter de empresarios.

Esto se debe a la forma simplificada de gestión de estos negocios, en los que el esfuerzo personal puesto por cada uno, en general, directamente dirigidos a la exploración del campo, hace que las estructuras formales elegidas para organizar esa actividad les sean indiferentes.

a) Características

La Empresa Familiar Agrícola presenta rasgos particulares a partir de los cuales se puede distinguirlas de las demás empresas de familia. Entre ellos se encuentran:

- 1- Su producción nunca puede quedar obsoleta, como los productos industriales.
- 2- Su venta se canaliza por acopiadores, corredores y exportadores de cereales sin límites de quintales.
- 3- La demanda de su producción está garantizada, el precio de venta no lo determina la empresa sino que lo regula el mercado vía cotizaciones diarias.

4- No tienen competencia de ninguna naturaleza y en general, tampoco tiene límite de producción.

5- No tienen deudores varios, ni necesitan viajes ni organizaciones de ventas, ni publicidad.

6- No necesitan organizar sistemas contables de venta ni de compras como las demás empresas comerciales o industriales, lo que en definitiva redundaría en que su administración se facilita notablemente.

7- El valor de los campos es muy elevado.

8- El campo es un bien no renovable por excelencia, y a su vez es divisible: una hectárea puede tener la misma rentabilidad en una empresa de 500 has. que en una de 1000 has.

b) Identidad cultural, valores y comunicación de la familia agrícola

Como bien se expone en apartados anteriores, la Empresa Familiar es un sistema complejo con diversos actores e intereses, muy diferentes a una empresa no familiar: los vínculos, los sentimientos, la informalidad, el sentido de justicia, la equidad, los accionistas, los compromisos de sangre, etc., todos estos aspectos marcan diferencias fundamentales y es lo que la hace única. Muchas veces estas empresas no solo buscan un objetivo de rentabilidad si no también, y aún más importantes, la unión familiar, la trascendencia, la protección.

“Cultura Empresarial” hace referencia al “conjunto de creencias, expectativas y principios fundamentales o básicos, compartidos por los miembros de una organización, la que se refleja en los valores, en las normas y las costumbres realmente existentes en el entorno de trabajo y que no siempre coinciden con las deseadas...”¹.

La naturaleza y extensión de los vínculos en la Empresa Familiar Agrícola así como la mayor o menor capacidad de comunicación y los sentimientos que recíprocamente se manifiestan los parientes que comparten o están destinados a compartir la propiedad de la explotación agrícola, determinan una identidad cultural propia e irrepetible.

La mayor amenaza que asecha a las Empresas Familiares no derivan de los avances tecnológicos, ni del aumento de la escala de producción, ni de la complejidad de procesos que son conocidos por los actores, ni por el clima, ni por las políticas de gobierno, ni la falta de

¹ Leal, A., *Conocer la cultura de las organizaciones una base para la estrategia y el cambio*. Actualidad Editoria, SA, 1991.

competencia para desempeñarse en la empresa. La real amenaza que soportan proviene del seno familiar y de la presunción de que se comparte un sueño cuando en realidad no es así.

Si realmente se quiere impulsar a la Empresa Familiar, los cambios deben darse de adentro y afianzar los valores propios de cada familia dentro de la empresa como el amor, solidaridad, austeridad, generosidad, compromiso mutuo, reconocimiento del esfuerzo, afirmación de fortalezas y debilidades de cada integrante de la familia, capacidad para trabajar en equipo. Y frente a todo ello es fundamental que se desarrolle la capacidad de diálogo, de negociación, de planteo de cuestiones personales fuera del ámbito empresa y las organizaciones sin tocar los lazos afectivos.

La visión compartida por todos permite garantizar la perdurabilidad generacional, se construye a partir de que cada uno tenga claridad sobre qué es lo que quiere para sí y qué es lo que espera de los demás, a sabiendas de que serán libres de elegir su propio camino, pero responsables por el destino del patrimonio comprometido en la Empresa Familiar.

Además tendrán que tener en claro qué relación de prioridad habrá entre los intereses de la familia y los de la empresa, pues muchas veces se tendrán que someter las expectativas personales a la tutela del interés de todos pero siempre guardando un adecuado equilibrio entre empresa y familia.

Por último, la comunicación es un aspecto fundamental a tener en cuenta a la hora de lograr el éxito empresarial. El primer paso es separar el ámbito familiar del empresarial y acordar en qué espacios tratarán determinados temas: las cuestiones vinculadas con la familia se tratarán en el seno de ésta, en tanto las relacionadas con la empresa serán discutidas en el ámbito del trabajo. Una buena comunicación interna ayuda a eliminar la incertidumbre y contribuye a compartir la cultura y valores de la Empresa Familiar: el diálogo es la clave de su sustentabilidad.

Valuación de Empresas Familiares

Conociendo la definición de Empresa Familiar y, en particular, las características de las Empresas Familiares Agrícolas, el interrogante que se plantea es ¿cuál es su valor?.

La valuación de una empresa es el arte de calcular el valor económico del interés de un propietario. El valor, no es más que una opinión guiada por el sano juicio de quien la realice. Existen muchas variables que intervienen en una valuación. Dado que es un arte y no una

ciencia, es muy importante que el propietario de la empresa conozca las estimaciones y sea capaz de rastrear la forma en que cualquier cambio en una estimación puede modificar el valor de la misma. Así mismo, la premisa fundamental es que debe evaluarse a una empresa como un negocio en funcionamiento o empresa en marcha.

El fin por el cual se realiza una valuación, puede ser entre otros, para su liquidación, venta, capitalización, etc. Por esa razón se propone una metodología clara y sencilla que comienza con un análisis de desempeño económico y financiero del ente sobre su pasado y sus proyecciones hacia el futuro para seguir con la valuación por medio de la herramienta de flujo de caja descontado colocando un interés especial en la determinación del costo de capital como punto clave para lograr la valuación.

Métodos de Valuación

Es común encontrar personas con la necesidad de determinar cuál es el valor de una empresa, ya sea de su propiedad o por deseos de invertir en ella, y cuando se trata de empresas de tamaños pequeños o medianos se presenta el inconveniente de no tener una herramienta o metodología apropiada y asequible que les pueda brindar esta estimación de valor. Por lo tanto siempre es necesario responder a las preguntas de:

¿Qué se está haciendo?,

¿Por qué se está haciendo la valuación de determinada manera?, y

¿Para qué y para quién se está haciendo?...

...para no perder de vista el objetivo y la esencia de la valuación.

Existen diferentes metodologías, las cuales tienen sus respectivas ventajas y desventajas que, al utilizarse en la valuación de un negocio, generan una información que adecuadamente analizada y evaluada, permite alcanzar la estimación de un rango de valores para acotar el valor de la empresa en estudio.

¿Qué es la valuación?

La valuación es un proceso por el cual tratamos de asignar valor a las cosas, esto es, tratamos de determinar el grado de utilidad que reportará a sus usuarios o propietarios. Por tanto, la valuación de una empresa es el proceso para determinar su valor para los usuarios o propietarios (accionistas).

La valuación de empresas no es un proceso para determinar el precio de éstas, ni tampoco su costo. El precio lo fijará finalmente una transacción, si existe un comprador y un vendedor que se ponen de acuerdo en el importe de la misma. El costo se forma por el pasado, esto es, quedaría reflejado en los valores contables.

Los distintos propósitos que nos llevan a realizar una valuación podrían resumirse en:

- Conocer la situación del patrimonio.
- Verificar la gestión llevada a cabo por los directivos.
- Establecer las políticas de dividendos.
- Estudiar la capacidad de deuda.
- Reestructuración del capital.
- Herencia, sucesión.
- Liquidación final.
- Trasmisión de propiedad: venta, fusiones, etc.
- Decisiones estratégicas sobre la continuidad de la empresa.
- Potenciar o abandonar determinados productos/líneas de negocios: creación y destrucción de valor en la empresa.
- Sistema de remuneración basado en la creación de valor.
- Otros.

Dentro del campo de las finanzas, la valuación de un activo es una de las actividades más importantes. Y dentro de los activos, definir el valor de una empresa es uno de los más importantes. Por lo tanto, ¿Cómo se define el valor de una empresa?, ¿Cómo se llega a saber cuánto vale?.

Clasificación de los métodos de valuación

Existen diferentes métodos de valuación de empresas. El método elegido para aplicar depende del objetivo de la valuación, de la información que se tenga o pueda obtenerse de la empresa bajo análisis, del sector o actividad que realiza la misma, de los usuarios de la información, entre otros.

- 1- Modelo de Descuento de Flujos de Fondos: relaciona el valor de un activo con el valor presente del flujo de caja que se espera que genere ese activo.²

² Como es Descuento de Flujo de Fondos es el método elegido para valuar esta empresa, se desarrolla en apartados siguientes.

- 2- Métodos basados en el Balance Patrimonial: se construye valuando los activos existentes de una firma, con estimaciones contables de valor o con valores de libros. Por lo tanto, tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación del valor de su patrimonio. Proporcionan el valor desde una perspectiva estática que no tiene en cuenta la posible evolución futura de la empresa, el valor temporal del dinero ni otros factores que también le afectan como pueden ser: la situación del sector, problemas de recursos humanos, de organización, contratos, etc., todos aquellos aspectos que no se ven reflejado en los estados contables.
- 3- Modelo de Valuación Relativa, por Comparables o por Múltiplos: estima el valor de un activo mirando el precio de un activo comparable en relación a una variable común a los dos activos, como ganancias, valor libros, ventas, entre otras. No es una metodología difícil de entender y es de utilización muy simple en términos generales. Es necesario que se cumplan dos condiciones básicas: que existan activos comparables al que se quiere valorar y que exista un mercado que permita conocer los valores de esos activos comparables al que se quiere valorar. La no aplicación en económicas emergentes es que no se cuenta con información disponible sobre las principales condiciones de este modelo.
- 4- Modelo de Valuación Contingente o de Opciones Reales: es un modelo que se encuentra en crecimiento y parte de adoptar lo desarrollado en el mercado financiero para opciones financieras y adaptarlo en mercado de activos reales. Una opción financiera da el derecho, pero no la obligación, de comprar o vender a un precio dado. Una opción real da el derecho, pero no la obligación de hacer una potencial inversión que incremente el valor de un proyecto. Puede utilizarse como complemento del flujo de fondos descontado.

El método más utilizado en la práctica es el de Descuento de Flujos de Fondos (DCF) ya que permite obtener una apreciación muy precisa del valor económico generado por una inversión. A pesar de la aparición de nuevas técnicas de valuación y el uso de otras técnicas más tradicionales, el DCF es un método altamente popular entre los practicantes de finanzas. Además porque constituye el único método de valuación conceptualmente correcto. En Argentina, se observa que casi el 90% de las corporaciones, y el 73% de los asesores utilizan el DCF como herramienta primaria de análisis. Razones suficientes para profundizar su estudio.

Flujo de Fondos Descontado (DCF)

El valor de mercado de una empresa es igual al valor actual de todos los activos poseídos por esa empresa en los mercados de capital que funcionen correctamente. Por ende se puede afirmar que el Valor de Mercado de una empresa es:

$$V = D + E$$

Siendo,

V = VALOR DE MERCADO

D = DEUDA

E = CAPITAL ACCIONARIO

Se considera a la empresa como un ente generador de flujos de fondos, y para obtener el valor de la misma se calcula el valor presente de dichos flujos utilizando una tasa de descuento apropiada. Se basa en un pronóstico detallado y cuidadoso, para cada periodo, de cada una de las partidas financieras vinculadas a la generación de los cash flows correspondientes a las operaciones de la empresa. La determinación de la tasa de descuento adecuada para cada tipo de flujo de fondos es uno de los puntos más importantes. Se realiza teniendo en cuenta el riesgo, las volatilidades históricas, y en la práctica, muchas veces el tipo de descuento mínimo lo marcan los interesados.

Se refleja en la siguiente ecuación:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CFt}{(1+k)^t}$$

Donde,

CFt = el flujo de caja del período t

k = tasa de descuento apropiada dada la clase de riesgo del flujo de fondos

t = el periodo de vida del activo (va desde 1 a n)

Existen diferentes tipos de flujos de fondos que se pueden utilizar la hora de realizar una valuación los cuales, cada uno, está asociado a una tasa determinada.

FLUJO DE FONDO	TASA DE DESCUENTO
Flujo de fondos libres (Free Cash Flow)	CPPC: Costo Promedio Ponderado del Capital
Flujo de Fondos para la deuda y accionistas (Capital Cash Flow)	CPPC antes de impuestos
Flujo de Fondos para los accionistas (Equity Cash Flow)	Ke: Costo de capital de los accionistas

1- Métodos de Descuento de Flujos de Fondos

A)- FREE CASH FLOW

Representa el flujo de fondos que genera la empresa, independientemente de cómo es financiada. Es el flujo de efectivo de la firma como si esta se financiara enteramente con capital propio, aislando los efectos impositivos del financiamiento.

Debe ser definido como una base después de impuestos antes de deducir los gastos financieros como intereses, cuotas de leasing, otros. El impuesto es calculado sobre el EBIT³, para ver cuál es el impuesto que hubiera pagado la firma si no hubiera utilizado deuda:

EBIT
- Impuestos
+ Depreciación y Amortización
+/- Δ en el capital trabajo
- Aumentos en los activos fijos
FCF (Free Cash Flow)

La tasa de descuento a utilizar es el costo promedio ponderado del capital para la empresa en su conjunto (CPPC o WACC), que da un peso relativo a cada fuente de financiamiento (capital propio y deuda) en relación con la estructura de la empresa. Contempla el promedio de los instrumentos de financiación y el ahorro impositivo derivado de los empréstitos. El costo del capital depende de los usos de sus fondos y no de su origen.

$$C.P.P.C = (Kd * (1 - t) * \frac{D}{V}) + (Ke * \frac{E}{V})$$

donde,

³ EBIT: es la ganancia antes de intereses e impuestos obtenida del Estado de Resultado de la firma.

K_d = Costo de la Deuda

$(1 - t)$ = Escudo Fiscal

K_e = Costo del Capital Propio

B)- CAPITAL CASH FLOW

Se define como el flujo de fondos total para inversores, la suma de los cash flow que estos perciben, esto es, dividendos para los accionistas, cambios en el nivel de deuda e intereses para las obligaciones:

$$\text{CCF (Capital Cash Flow)} = \text{dividendos} + \text{intereses} +/- \Delta \text{ en la deuda}$$

También puede obtenerse a partir del Free Cash Flow, puesto que en este no tiene en cuenta el escudo fiscal, se suma para llegar al Capital Cash Flow, que representa el flujo disponible para los inversores, pero ahora considerando el efecto del ahorro fiscal:

$$\text{CCF (Capital Cash Flow)} = \text{FCF} + \text{Intereses} * t$$

siendo,

t = tasa de impuesto

La tasa que se utiliza es la correspondiente al Free Cash Flow solo que no se tiene en cuenta el escudo fiscal.

$$C.P.P.C = (K_d * \frac{D}{V}) + (K_e * \frac{E}{V})$$

C)- EQUITY CASH FLOW

Representa el flujo de efectivo residual de la empresa, luego de que se han abonado los intereses e impuestos:

EBIT
- Impuestos
+ Depreciación y Amortización
+/- Δ en el capital trabajo
- Aumentos en los activos fijos
+/- Δ en la deuda
EFC (equity cash flow)

También se puede obtener restando los intereses y sumando o restando, según corresponda, los cambios en el endeudamiento al Capital Cash Flow:

$$\text{EFC (equity cash flow)} = \text{Capital Cash Flow} - \text{intereses} + / - \Delta \text{ en la deuda}$$

Como es el flujo de fondos para los accionistas la tasa de descuento a utilizar es el costo de capital para los accionistas (K_e)⁴.

2- Proceso de valuación

Como se expresó en la introducción, es necesario realizar un conjunto de pasos previos al proceso de valuación en sí. Por lo tanto, se pueden identificar cinco etapas:

- Análisis de desempeño histórico de la empresa sujeta a valuación.
- Proyección de los flujos de fondos.
- Estimación de la tasa de costo de capital.
- Valuación de la empresa.

Las mismas, se podría resumir en los siguientes pasos:

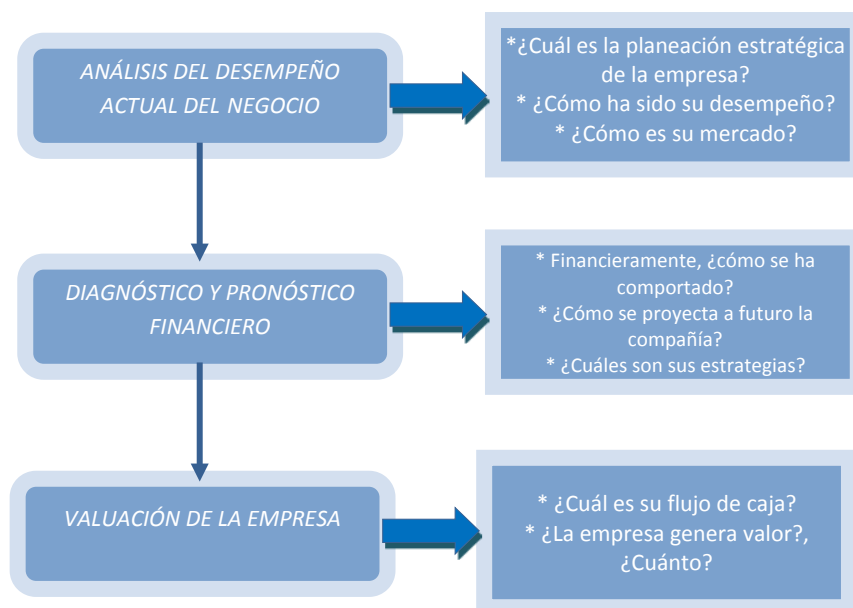


Figura 1. Pasos para valorar una empresa mediana

⁴ La determinación del costo de capital para los accionistas (K_e) se realiza en apartados siguientes.

2.1- Análisis del desempeño histórico y evaluación de la situación actual de la firma

A la hora de determinar un posible valor de una firma resulta necesario disponer de un panorama de la situación actual de la misma y de su performance pasada. El análisis de la situación económica y financiera observada (histórica) constituye el punto de partida de la proyección y también una referencia para la comparación y validación de las cifras proyectadas.

La evaluación del desempeño histórico involucra el análisis del comportamiento de las principales variables de la firma y la correspondencia que han guardado en el pasado. El análisis de información contable permitirá contar con un diagnóstico de la situación económica y financiera actual como así también, de la evolución de los principales ítems que forman el flujo de fondos de la compañía.

En este sentido, también resulta fundamental tanto el conocimiento de la empresa, su cultura y posición competitiva, como de la estructura y evolución del sector en el que se desenvuelve y la posición de los principales competidores.

2.2- Diseño y proyección de los flujos de fondos

En este paso se tiene que tener en cuenta cuatro elementos claves: *estudio de los ingresos, estudio de los costos y gastos, plan de inversiones, y capital de trabajo.*

Es necesario que las proyecciones sean *congruentes* con los aspectos históricos observados. Además deben ser internamente *consistentes* con aquellos elementos relevantes en los que se basa la proyección tales como el crecimiento de mercado, la participación de la empresa, el margen operativo, y la magnitud de las inversiones en capacidad operativa, entre otras.

En este paso también es sumamente importante la elección del *periodo de la proyección*. El horizonte de planeamiento nos dice hasta cuando proyectamos, medidos en años, y puede ser hasta que se estabilizan las principales variables del negocio, o depender del tipo de análisis que se desea efectuar. Generalmente, se realizan proyecciones de hasta 5 años ya que se considera que es un periodo válido y suficiente para realizar un análisis.

Otro concepto a destacar es que el grado de detalle de la proyección siempre se encuentre comprendido dentro de la *habitualidad de las operaciones* realizadas por la firma. La premisa sería que todo lo que se proyecte como habitual responda a ingresos ordinarios de la firma.

Por lo tanto, cuando se estiman los flujos de fondos, se comienza invariablemente con resultados contables, razón por la cual siempre hay que realizar ciertas *verificaciones*:

- Pueden existir cargos contables no corrientes que pueden estar reduciendo las ganancias, o ganancias extraordinarias que las pueden estar incrementando (se deben eliminar).
- Resultados negativos: deben analizar las causas.
- Existencia de cargos financieros o de capital incluidos con los gastos operativos: deben corregir los resultados.

Una práctica habitual es aquella donde la proyección se divide en dos periodos: *un periodo explícito*, donde se asumen ciertas hipótesis en torno a la evolución de las ventas que inmediatamente modifica el cash flow a partir de los resultados y los cambios en los requerimientos del capital de trabajo y activos fijos que son necesarios para producir esas ventas y donde se detallan los supuestos utilizados para proyectar ventas, costos, etc.; y, *un periodo al final de dicho periodo explícito* donde la empresa alcanza un estado estacionario, lo que hace necesario considerar la continuidad de la firma. La mejor forma de estimarlo es transformar en una perpetuidad a los flujos futuros de fondos generados después del periodo de planeamiento o explícito. Se realiza estimando una tasa de crecimiento estable “g” bajo el supuesto que no puede ser superior a la tasa de crecimiento de la economía en la que opera.

2.3- Estimación de la tasa de costo de capital

a)- Determinación de la tasa de costo de capital de la firma (Kd):

El costo de capital de la firma es la tasa a la cual la empresa se puede endeudar. Refleja no solo el riesgo que la misma no cumpla con sus obligaciones (default), sino el nivel de tasas de interés en el mercado.

Se pueden observar tres maneras de calcularlo, dependiendo de las características de la firma y de la información que se obtenga. Un enfoque consiste en mirar los rendimientos de un bono de cupón cero de la firma (solo si los tienen emitidos); un segundo enfoque es mirar la calificación de crédito de la firma y estimar el spread basado en el mismo (no todas lo tienen); por último una tercera opción, es realizar una estimación basada en el cálculo de la cobertura de intereses (EBIT/Gastos en intereses).

b)- Determinación de la tasa de costo de capital propio (Ke):

La tasa de descuento apropiada para valorar el capital accionario de una compañía es aquella que considera el riesgo asumido por los inversores de capital al invertir su dinero en el negocio, esto es, la tasa de costo de capital propio (Ke). El modelo más utilizado en todo el mundo para estimarla es el “Capital Asset Pricing Model” o “Modelo de Valuación de los Activos de Capital” (CAPM).

El CAPM fue construido sobre la base de la Teoría del Portafolio desarrollado por Markowitz en la década del '50. La doctrina financiera atribuye a Sharpe, Lintner y Mossin el desarrollo del Modelo. Se parte de los supuestos de la existencia de un mercado eficiente, cantidad de acciones fijas e información perfecta, entre otros.

El CAPM plantea que existe una relación lineal entre el rendimiento esperado de un activo y la covarianza entre ese rendimiento y el rendimiento del mercado, por lo que una inversión riesgosa generará rendimientos más altos que un activo libre de riesgos. También se conoce al CAPM como la tasa de descuento que refleja el costo de oportunidad del capital invertido dado por el hecho de renunciar al uso alternativo de los recursos en una actividad con similar riesgo.

Matemáticamente, el CAPM se expresa de la siguiente manera:

Costo del Capital Propio = Tasa Libre de Riesgo + Riesgo Sistemático + Riesgo Asistemático

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf) + \delta$$

donde,

Rf: Tasa Libre de Riesgo

Rm: Rendimiento o retorno promedio del mercado

β : (beta): Sensibilidad del retorno a los movimientos del mercado accionario

(Rm-Rf): Prima del Riesgo del Mercado

Tasa libre de riesgos o Rendimiento Base (Rf): es el retorno de un activo o cartera de activos que no tienen riesgo de default, o dicho de otro modo, es la renta mínima que brinda una inversión “segura”.

En la práctica presenta tres variantes posibles para su computo: usar la tasa de corto plazo de los bonos de la Tesorería americana (T-Bills) al momento de la valuación; otra opción es tomar para el primer año la T-Bills y construir, para los años siguientes, tasas a futuros (forwards rate); como tercera opción se plantea la posibilidad de usar la tasa de bonos de tesorería americana de largo plazo (T-Bonds) al momento de la valuación.

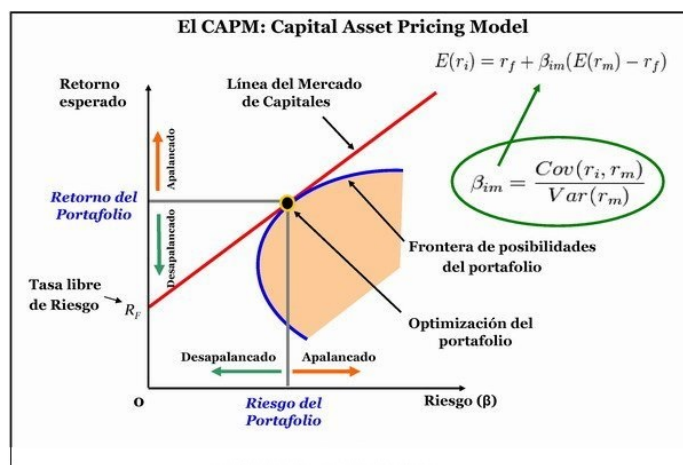
Una crítica que se hace a esta metodología en los países emergentes es que los bonos del tesoro no son libres de riesgo dado que han incumplido con sus obligaciones siendo el caso el de Argentina. Por eso se sugiere utilizar activos que brinden un rendimiento libre de riesgo en el país bajo análisis.

Prima de Riesgo Sistemático: $\beta^*(R_m - R_f)$: existen factores macroeconómicos como la incertidumbre sobre las condiciones económicas generales (PBI, tasa de interés, inflación) que afectan (en mayor o menor medida) a todas las empresas de la economía. Está formado por:

Beta (β): el coeficiente beta de una acción muestra la tendencia de una acción individual a covariar con el mercado, o la sensibilidad de la rentabilidad de un título frente a la variación en la rentabilidad del mercado. Su determinación resulta de la regresión entre el rendimiento de la acción (R_i) y rendimiento del mercado (R_m). Determinarlo en la práctica, es una tarea sumamente compleja sin embargo las empresas pueden utilizar un beta publicado por servicios financieros.

Prima de Riesgo del Mercado ($R_m - R_f$): representa la diferencial del rendimiento que exige el inversor para entrar en el mercado de acciones en lugar de inclinarse a un mercado libre de riesgo. La determinación de esta variable no es una tarea sencilla, para ello es necesario definir cuál es el conjunto de acciones que es representativo del rendimiento de mercado. Otro punto fundamental es el largo de la serie, la utilización de series cortas o largas y además el uso de medidas aritméticas o geométricas. Queda a criterio del evaluador el uso de una u otra metodología.

En el siguiente gráfico se puede observar el comportamiento de los diferentes variables que se visualizan en la fórmula del CAPM como resumen de lo expuesto hasta ahora:



Se debe tener presente que se trata de un Beta no apalancado, que supone que la empresa no tiene deuda en su estructura de capital, por lo tanto no se incorpora el riesgo financiero propio.

A pesar de su popularidad, el CAPM posee una serie de problemas:

* Supuesta Objetividad: 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, determinada por la teoría del CAPM. Sin embargo, varios autores han desestimado esta afirmación diciendo que el valor de una empresa depende de los beneficios que perciben tanto comprador como vendedor. Por ende, la tasa de descuento es un parámetro absolutamente subjetivo ya que finalmente las percepciones de riesgo y retorno en una valuación son totalmente personales.

* Irrelevancia: se cuestiona la definición que el modelo da sobre riesgo. Se establece que cualquier método para la determinación del riesgo ex ante debería incluir el riesgo hacia abajo en el análisis, cosa que el CAPM no lo hace.

* Dificultad en captar el Riesgo Asistemático: siendo el CAPM un modelo de equilibrio económico para un mercado donde se transan numerosos activos financieros, no está diseñado para capturar el riesgo asistemático de una acción única. En otras palabras, el CAPM no puede detectar las singularidades de una empresa en particular. En el mundo de los activos reales, sea por causa de una diversificación imperfecta, o imposible, el riesgo asistemático es un componente importante que debe ser tenido en cuenta a la hora de determinar el costo del capital propio de una empresa, tanto de capital abierto como cerrado.

No obstante, sigue siendo una de las herramientas más utilizadas en finanzas. No porque sea perfecto, sino porque se conocen sus debilidades y se trabaja para adaptar la fórmula a los diversos entornos económicos y financieros.

2.4- Valuación de la empresa

Analizados los diferentes factores que influyen en una valuación, se llega a la siguiente ecuación que es la que permite determinar el valor de la empresa⁵:

$$\text{Valor Ente} = \sum_{t=1}^n \left(\frac{ECF_t}{(1 + Ke)^t} \right) + \sum_{t=n+1}^{\infty} \left(\frac{ECF_t}{(1 + Ke)^t} \right)$$

Se utiliza el Método de Descuento de Flujos de Fondos para el accionista (Equity Cash Flow) con la tasa de costo de capital del accionista (Ke). El segundo término de la ecuación corresponde a la fórmula de Perpetuidad.

Según esta primera fórmula la empresa presenta un crecimiento alto durante los primeros periodos, mientras que transcurridos éstos, el crecimiento se establece a perpetuidad, razón que hace necesario valorar a la empresa en dos etapas.

Se puede demostrar que si la empresa está en un período de crecimiento estable del flujo de caja para los accionistas (ECF), a partir del año n+1, en el segundo término de la ecuación anterior, el ECFt se puede simplificar así:

$$\text{Valor Perpetuidad} = \frac{ECF_{n+1}}{(Ke - g)} = \frac{ECF_t * (1 + I) * (1 + g)}{Ke - ((1 + I) * (1 + g) - 1)}$$

Siempre que $g < Ke$ (Costo Capital Accionario)

Donde, g es la tasa de crecimiento constante del flujo de caja libre durante el periodo de continuidad e I es la tasa anual esperada de inflación.

Por lo tanto,

$$\text{Valor Ente} = \sum_{t=1}^n \frac{ECF_t}{(1 + Ke)^t} + \frac{Vc}{(1 + Ke)^t}$$

⁵ Se utiliza el Método de Equity Cash Flow ya que se quiere obtener el valor del ente para el accionista. La misma fórmula se adapta a los diferentes métodos de descuento de flujo de fondos según el objetivo de la valuación.

2.5- Análisis de Sensibilidad

A los efectos de comenzar a analizar los riesgos de la empresa, es necesario profundizar en las previsiones de la dirección e identificar las variables críticas que determinarán la valuación de la compañía. Para ello se realiza el *análisis de sensibilidad*, que es la técnica que puede servir para conocer los límites del negocio, forzando al analista a identificar las variables claves del negocio y a descubrir errores en la estimación de las proyecciones.

El análisis de sensibilidad indica la magnitud del cambio del valor actual de los futuros flujos de fondos como respuesta a cambios en una variable (por ejemplo cómo impactaría en el valor de la empresa cambios porcentuales en los ingresos por ventas). En el análisis de sensibilidad cada variable se modifica en razón de unos cuantos puntos porcentuales específicos, manteniéndose constantes las demás, a los efectos de observar cuán sensible es el valor de la empresa a los cambios en dichas variables. Si el valor de la firma experimenta un cambio grande para cambios relativamente pequeños de esa variable, entonces el riesgo de la compañía relacionada con ella es alto.

Valuación en los Mercados Emergentes

Características de los mercados emergentes

Existen diferencias importantes entre los mercados desarrollados y los mercados emergentes, en áreas como la transparencia contable, la liquidez, la corrupción, la volatilidad, el gobierno, los impuestos y los costos de transacción. Estas diferencias suelen influir en la valuación de las compañías. De hecho, una premisa en muchas de las presentaciones realizadas por especialistas y en gran parte de las discusiones financieras, fue que estas diferencias tienen una importancia económica y requieren una consideración cuidadosa a la hora de aplicar métodos de valuación.

También se encuentran diferencias importantes en cuanto a la propiedad, la información disponible, la protección de los accionistas minoritarios, los mercados de activos, el desarrollo del mercado de acciones y bonos, entre otras.

Esto conduce a que los modelos que se utilicen para descontar los flujos de fondos necesarios para realizar la valuación de una empresa se tengan que adaptar a las circunstancias y a los escenarios de las economías de los países subdesarrollados.

Problemática de valuación en mercados emergentes

En el caso de economías emergentes, como lo es Argentina, la valuación de empresas presenta dificultades propias del contexto en el que se desenvuelve.

Argentina posee:

- 1- Baja capitalización bursátil: la mayoría de las transacciones accionarias se refieren a activos privados y no públicos. Los datos de las empresas públicas, que se podrían utilizar como referencias en las privadas, son escasos.
- 2- Mercados bursátiles concentrados.
- 3- Escasa información del mercado, poco confiable y volátil.
- 4- Serie de datos cortas.
- 5- Muy pocas compañías comparables.

Los modelos teóricos de valuación son diferentes si se aplican en economías desarrolladas y/o emergentes: los diferencia la volatilidad de los mercados subdesarrollados que altera la medición del riesgo y por lo tanto del costo de capital.

El costo promedio ponderado de capital en economías emergentes

Como se observa en apartados anteriores, la tasa de descuento más utilizada para descontar los flujos de fondos es la del WACC o CPPC. El principal factor que se tiene que tener en cuenta en una economía de esta clase, al calcularla, es el costo del capital propio.

El costo del capital propio es el fiel reflejo del riesgo del capital del accionista y, como fuera expresado anteriormente, el riesgo en economías emergentes es alterado por la volatilidad y condiciones específicas de estos mercados. Se asume que los inversores son aversos al riesgo y que por ello exigen a sus inversores mayores retornos en caso de percibir de ellas mayor riesgo y viceversa.

Modelo CAPM ajustado a economías emergentes

El Modelo CAPM parte de supuestos muy fuertes que no se aplican en mercados emergentes, como por ejemplo: que los mercados de acciones son perfectamente competitivos, que la cantidad de acciones permanece fija, que todos los participantes cuenta con igual información y que se puede diversificar la cartera de activos hasta eliminar el riesgo asistemático.

Dichos fundamentos hacen que el modelo pierda credibilidad, por ejemplo cuando se tiene que aplicar para empresas residentes de Argentina. Por ende los financistas han seguido estudiando al respecto, y se ha obtenido un Modelo del CAPM adaptado a estas economías: MPAA o Modelo de Primas y Ajustes Apilables.

Modelo MPAA

El MPAA utiliza la lógica del apalancamiento de diferentes primas de riesgo por sobre la tasa libre de riesgo para construir una tasa de costo de capital. Básicamente captura el riesgo asistemático que el Modelo CAPM no considera.

Se compone de:

$$\text{Costo de Capital} = \text{Tasa libre de riesgo} + \text{prima por riesgo sistemático} + \text{prima por riesgo asistemático}$$

Desagregando cada componente, se puede decir que:

a- Tasa libre de riesgo:

Para aplicarlo en economías emergentes se utiliza una corrección de la misma por la prima de riesgo país.

Prima por Riesgo País: un inversor que invierta en Argentina va a exigirle a su negocio más retorno que si invierte en EEUU, no solo porque presenta una mayor volatilidad económica, sino también porque existe un riesgo soberano (posibles expropiaciones o incumplimiento financieros internacionales) y riesgo cambiario (devaluación o revaluación de la moneda). El riesgo soberano es una prima que se adiciona a la tasa libre de riesgo que se denomina prima de riesgo país. Se utiliza como tal a la diferencia entre el rendimiento de Bonos de EEUU y el rendimiento de Bonos argentinos.

$$Rfa = Rf + Rp$$

b- Prima de Riesgo Sistemático:

Como se observa en enunciados anteriores, la prima por riesgo sistemático se puede calcular de la siguiente manera:

$$Rs = \beta \times (Rm - Rf)$$

Donde, β es el coeficiente que refleja la sensibilidad de una acción ante cambios en el mercado, R_m es el rendimiento promedio del mercado accionario y R_f es la tasa libre de riesgo

Localmente, para determinar el R_m se utiliza el índice Merval o el índice Burcap. Hay una coincidencia entre los analistas, que éste último es el más representativo de la evolución del mercado accionario argentino, ya que esta ponderado por la capitalización en vez del volumen negociado.

En cuanto al horizonte temporal que debe elegirse para las series de datos, para el caso de Argentina no se recomienda retrotraerse a periodos anteriores a 1993 ya que toda información contable o de mercado anterior al 1991 carece de sentido por las distorsiones producidas por la hiperinflación. Entre esos dos años se produjo un asentamiento con la inversión extranjera privada, a partir del cual la serie comienza a ser confiable.

La determinación de las betas para el mercado argentino es una tarea compleja. Existen dos opciones metodológicas:

1- Existen Betas comparables en la bolsa local: se buscan las betas de una empresa o grupo de empresas semejante en cuanto a su estructura y función con la empresa que se pretende valorar.

Como los servicios financieros publican las betas apalancadas de estas empresas, lo primer que se tiene que hacer es desapalancarlas y reapalancarlas según la relación D/E de la empresa bajo análisis.

2- No existen Betas comprables en la bolsa local: se busca una empresa o conjunto de empresas comparables que coticen en la bolsa de EEUU. Y se siguen los mismos pasos que en la anterior.

c- Prima de Riesgo Asistemático:

Generalmente es el resultado de componentes propios de la empresa como por ejemplo: la experiencia de los accionistas y/o el gerente en el rubro, la calidad de las relaciones entre ambos, la disponibilidad de materias primas, las presiones de los competidores, el poder del sindicato, la voluntad de los clientes, entre otras.

Para hallar la prima por riesgo asistemático se propone desagregar en tres los componentes básicos de este riesgo:

1- El efecto del tamaño de la empresa: las empresas grandes por lo general son más estables, tienen importantes volúmenes de ventas y buenas calificaciones crediticias. Por el contrario, las pequeñas empresas son más vulnerables a los cambios en el contexto y a su propia operatoria interna. Como resultado, el riesgo de una empresa pequeña es mayor al de una grande. Se puede determinar este ajuste a través de: el diferencial de tasas de intereses activas que cobran los bancos al otorgar un préstamo a una empresa grande y a otra pequeña; o por la diferencia entre los rendimientos de dos portafolios de empresas de similar riesgo y diferente tamaño.

2- El efecto minoritario en la tenencia accionaria: la persona que tiene una porción minoritaria tiene más riesgos que el que tiene una porción controlante. Este último tiene privilegios de control y reestructuración que la primera no posee. El ajuste se puede determinar por medio de la comparación entre los precios a los que se transan acciones en la bolsa con los precios a los que se transan acciones de la misma compañía cuando es adquirida, o sea cuando se transfiere una porción accionaria controlante.

3- El efecto de la iliquidez: las empresas que cotizan en bolsa son más liquidas que las de capital cerrado, producto de que sus acciones pueden ser compradas y vendidas rápidamente en el mercado. Por ende el riesgo sistemático se puede medir como la comparación entre los precios a los que se comercializan las acciones ordinarias de una compañía que cotiza en bolsa con acciones restringidas de la misma empresa, o a través de la diferencia entre los precios en que se transan las acciones de una empresa de capital cerrado con las acciones de una empresa equivalente pero de capital abierto.

Rendimientos no financieros y costos no capturados en la valuación de la Empresa Familiar

La educación financiera de los accionistas de la familia representada por las medidas tradicionales y las valuaciones periódicas de la empresa, es un factor que contribuye a la transparencia, confianza entre los accionistas y, por lo tanto, la salud de la ventaja del capital paciente de la Empresa Familiar.

Pero más allá de lo analizado existen otros beneficios privados no financieros para los accionistas de Empresas Familiares. Éstos pueden incluir inversiones en marcas que conllevan

una buena reputación para la familia, como por ejemplo: en apoyo a las artes, filantropía comunitaria, etc., un proyecto de internacionalización a gran escala llevado a cabo para resaltar futuras oportunidades para la próxima generación, inversiones que diversifican el patrimonio de la familia dentro de la Empresa Familiar y que reducen el riesgo, pero que no producen un valor inmediato.

Los rendimientos no financieros, los llamados rendimientos “emocionales”, son a menudo tan reales para las familias propietarias de empresas como lo son los financieros. Solo que no son capturados en la valuación tradicional de la empresa. Estos rendimientos pueden ser positivos o negativos, como por ejemplo cuando los conflictos familiares hacen que los líderes de una Empresa Familiar se pregunten si vale la pena mantener el negocio.

Una fórmula desarrollada por especialistas en esta área, Astrachan y Jaskiewicz, sugieren tomar en consideración esos rendimientos de la siguiente manera:

$$\text{VALOR TOTAL} = \text{VALOR FINANCIERO} + \text{VALOR EMOCIONAL}$$

$$\text{VT} = \text{FED} + \text{BFPD} + (\text{RE} - \text{CE})$$

dónde,

VT= Valor Total

FED = Flujo de Efectivo Descontado

BFPD = Valor de los Beneficios Financieros Privados Descontados

RE = Valor de Rendimientos Emocionales

CE = Valor de Costos Emocionales

Debido a que las emociones juegan un papel importante en la toma de decisiones financieras, esta perspectiva no convencional puede complementar y ayudar a la comprensión futura de la toma estratégica de decisiones en empresas privadas.

DE LA TEORIA A LOS HECHOS, CASO DE APLICACIÓN

CONTEXTO

“...Y él amó la tierra, la amó a su manera, le regó los surcos con su sangre nueva, le plantó verdades, esperanzas y sueños...”⁶

Monge Juan José y María Dominga S.H. es una empresa familiar dedicada a la agricultura en campos propios y de terceros. La actividad se realiza en la zona agrícola de mayor importancia dentro de la provincia de Santa Fe, en la región denominada pampa llana santafesina. El valor de la hectárea de esa zona cotiza a mayores precios que en el resto del país ya que representa su franja más fértil y productiva. La actividad agrícola se viene realizando desde hace tres generaciones con vaivenes y oscilaciones que se generan al permanecer tantos años en el sector por lo que fueron necesarias adaptaciones y reingenierías poder perdurar en el tiempo.

Un poco de historia

“Vino de Europa, casi con lo puesto, como tantos otros, soñaba en silencio...”⁷

La gran miseria que existía en Italia en tiempos de pos guerra (cerca del 1917), provocó el éxodo de muchos jóvenes, los que querían trabajar tranquilos con rendimientos positivos, lanzándose así a la conquista de nuevas tierras, atraídos además por la política colonizadora que tenía el gobierno de la época. Uno de los primeros inmigrantes que llegó a Santa Clara de Saguier, con apenas 25 años, fue de apellido Monge. Era un italiano que venía buscando un lugar adecuado para establecerse, y trayendo un cúmulo de esperanzas y ansias de progreso, imbuidos de gran fe en su labor y con inmenso caudal de energía dispuestas a ser quemadas y desgastadas en estas tierras. Empezó junto con otras personas la aventura de la colonización. Así comenzaron a hacer la América, con trabajo, sudor y necesidades, estos pioneros de la agricultura argentina y de la gran llanura santafesina.

“Alguien había dicho que aquí, en este suelo, el trigo maduro se abrazaba al cielo.”⁸ Bajo este sueño José Monge comienza su labor como agricultor. Comenzó trabajando 100 hectáreas de tierra con el sudor de su frente, un trabajador rudo; su jornada era de sol a sol, contaba con precarias herramientas para desempeñar su tarea. Era realizada con arados a manquera y unos pocos bueyes que les habían sido entregados por los antecesores propietarios de esos lugares. El cultivo esencial en ese momento era el trigo.

⁶ Cita extraída del libro “125 años de vida de Santa Clara de Saguier: Recordando Espacios” – Olga Andrés y Nely Peretto. Libro escrito por maestras santaclarinas en homenaje a mi querido pueblo.

⁷ Idem anterior.

⁸ Cita extraída del libro “125 años de vida de Santa Clara de Saguier: Recordando Espacios” – Olga Andrés y Nely Peretto. Libro escrito por maestras santaclarinas en homenaje a mi querido pueblo.

José tuvo tres hijos varones: José, Armando y Oildo. Fallecido José padre, Oildo y Armando le compran las hectáreas a su hermano mayor, teniendo 50 hectáreas cada uno. Armando que nada quería saber con el trabajo que hacía su padre se dedicó a la herrería y Oildo fue el único que siguió sus pasos.

Con el transcurso del tiempo tuvo la idea de incorporar la actividad tambera a su pequeño emprendimiento familiar. Instaló un pequeño tambo en las cercanías del pueblo. Actividad que se sumaría a la ganadería y agricultura que ya venía realizando.

Oildo ya casado con dos hijos, Juan José y María Dominga, sigue con el trabajo de su padre adquiriendo de a poco, con esfuerzo y dedicación, pequeñas hectáreas de tierra. Ese sabio hombre sabía que no había que desfallecer ni detenerse; y así, continuó año tras año sacándole sus frutos al suelo, ofreciendo sus hijos para estas tierras de promisión. Logró tener 280 hectáreas, un tambo bastante equipado y maquinarias agrícolas más sofisticadas que lo ayudaban a realizar su trabajo.

Fallecido Armando, sus sobrinos Juan José y María Dominga heredan las 50 hectáreas de tierra de su tío. Oildo incorpora a su hijo Juan José en el mundo del trabajo agrícola/ganadero/tambero quien le enseña los secretos que todo buen hombre de campo debe saber. Para el año 1982 se incorpora Mario, novio en ese momento de María Dominga, formando el trío que va a llevar adelante la actividad. Por hechos desafortunados del destino y de la vida, Oildo deja este mundo por lo que su hijo y yerno tienen que hacerse cargo del negocio no solamente trabajando en él sino también empezar a tomar decisiones y a pensar como “buen hombre de campo”. Nace la Sociedad de Hecho Monge Juan José y María Dominga S.H.

Continuando con la filosofía en la que fueron formados siguieron desarrollando la actividad agrícola, ganadera y tambera, equipándose con bienes de última tecnología y comprando algunas hectáreas de tierra.

En el año 2001 se tomó una fuerte decisión en la empresa familiar que redireccionó el rumbo del negocio. En ese momento tenían que definir si continuaban realizando las tres actividades o si se volcaban a alguna en particular. La actividad tambera era y actualmente es muy demandante en cuanto al trabajo en sí, con altos costos, altas inversiones en equipos de frío y ordeño y el precio de la leche no incentiva a que los pequeños/medianos productores lecheros sigan realizando su actividad ya que no ven la rentabilidad que el esfuerzo de su trabajo merece.

Por lo expuesto se decidió cerrar el tambo, difícil situación en cuanto a sentimientos y emociones ya que gracias a sus antecesores llegaron a ser lo que eran, fue un momento de sentimientos encontrados. Pero algunas veces por más que sea una empresa familiar donde primen los valores emocionales por sobre los económicos, se debe inclinar por lo que es mejor para la familia. En ese momento el contexto económico marcaba grandes señales en donde la agricultura era la mejor opción. Decisión acertada ya que tiempo después se produce el llamado “boom de la soja” obteniendo márgenes de rentabilidad asombrosos.

Los modelos de producción agropecuaria han ido variando, el desarrollo industrial y el uso de nuevas tecnologías fueron poniendo al alcance del productor agropecuario sofisticadas máquinas agrícolas y vehículos que están muy lejos de la dura y sacrificada vida que llevaban nuestros abuelos, en este caso en particular José y Oildo.

Actualmente cuentan con una importante inversión en activos de capital: maquinarias y herramientas de última tecnología, galpones e instalaciones para el almacenamiento del cereal. Trabajan alrededor de 400 hectáreas propias y unas 1000 hectáreas arrendadas en la zona de Santa Clara de Sagüer y localidades vecinas. La filosofía de la empresa es realizar un uso sustentable de los recursos, rotaciones en los cultivos y todos los cuidados del suelo que fueran necesarios para que no se deteriore su productividad.

En cuanto a temas comerciales e impositivos, se encuentran inscriptos en el Registro Fiscal de Operadores de Granos, dato no menor ya que todo productor que pertenece al mismo goza de beneficios impositivos y permite la venta directa a los exportadores, una ventaja comparativa importante a la hora de comercializar el cereal.

Conociendo a la empresa

Denominación: MONGE JUAN JOSÉ Y MARIA DOMINGA S.H.

Objeto Social: Explotación agrícola por cuenta propia o a través de terceros.

Misión: Comercializar cereales y oleaginosas y prestar servicios a nuestros clientes con alta calidad de gestión, ética empresarial y conciencia ambiental teniendo como fuente competitiva fundamental a nuestro capital humano. Garantizar el crecimiento sostenido de la producción agropecuaria disminuyendo los costos de producción, introduciendo nuevas tecnologías de punta.

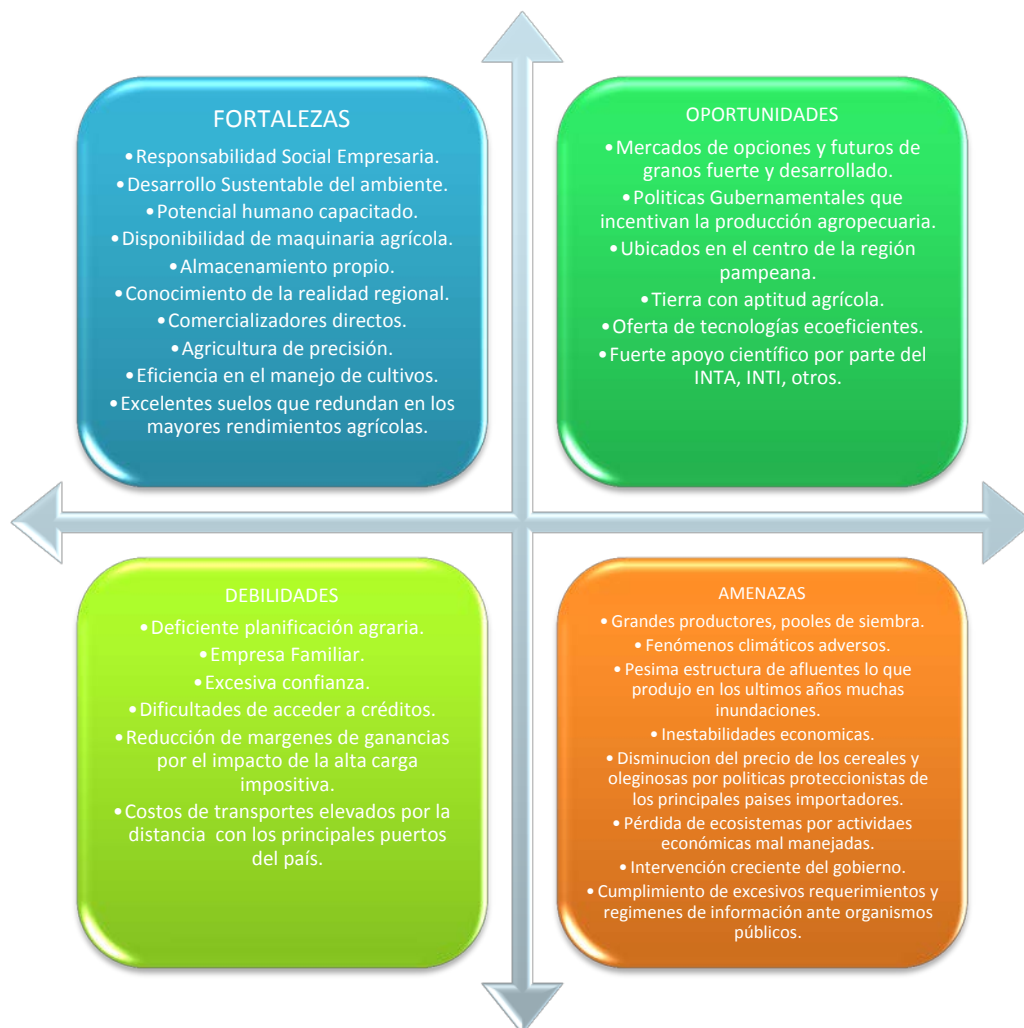
Visión: Alcanzar rendimientos agropecuarios sostenidos con una alta productividad y alto valor agregado; mejorando el medio ambiente con efectivas plantaciones; satisfaciendo las

necesidades de la fuerza de trabajo con un alto nivel de vida y cultura, atendidas y competitivas.

Valores: Compromiso social y ambiental, trabajo en equipo, responsabilidad, profesionalismo, ética empresarial, espíritu emprendedor, confianza y lealtad, comunicación eficiente, sincera y prudente.

Estrategias: la empresa realiza su actividad mediante el método de siembra directa y rotación de cultivos que ayudan al cuidado del suelo y a mejorar el rendimiento del mismo. Comercializan los granos y cereales directamente con el exportador mediante un corredor por lo que en el último tiempo se realizaron inversiones importantes en sistemas de almacenamiento. Constantes inversiones en tecnologías de última generación que aumenten la productividad y los rendimientos así como también contribuyen al cuidado del suelo.

Análisis FODA



ANALISIS DE DESEMPEÑO DEL NEGOCIO

Sector Agroexportador

Argentina es uno de los países de mayor riqueza en recursos naturales en el mundo. El sector agrícola argentino posee ventajas comparativas que lo hacen muy competitivo a nivel internacional. Desde la salida de la convertibilidad se ha incrementado la superficie cultivada, ayudada por un mercado internacional favorable para los cereales y oleaginosas y los avances tecnológicos experimentados en el sector, como la siembra directa y la incorporación de tecnologías de punta. Muchos establecimientos agrícolas-ganaderos comenzaron a dedicarse exclusivamente a los cultivos de granos y oleaginosas ya que la rentabilidad de los mismos era mayor producto de los mejores precios internacionales, la mejora en los rindes esperados y un tipo de cambio competitivo.

Desempeño Económico

El 2013 fue un año de recuperación económica moderada en el nivel de actividad. Se revirtieron parte de los factores externos adversos que condicionaron el crecimiento de 2012 (caída de la cosecha por sequía y marcada desaceleración de la economía brasileña) y ello redundó en una aceleración en el crecimiento de la economía, especialmente en la primera mitad del año.

Dicho crecimiento estuvo más apoyado en el sector productor de servicios, que de bienes. Aunque en este último, el mayor impulso lo dieron las actividades agropecuarias que promediaron una tasa de crecimiento del orden del 11%, sustentada básicamente en el aumento de la cosecha agrícola, el sector agropecuario obtuvo en la campaña 2012-2013 una producción récord con respecto a años anteriores.

Desde el punto de vista climático, el año 2013 presentó una condición diametralmente opuesta a un 2012 de absoluta sequía. La salida de los meses invernales se dio con importantes inundaciones en varias de las regiones productoras del país, afectando no sólo la cantidad y calidad de los cereales de invierno, sino también la implantación de los cultivos de verano y, principalmente, de los oleaginosos. El retraso en las siembras y la instalación posterior de una etapa de sequía durante el llenado de granos, hicieron que las producciones se resintieran nuevamente sobre los volúmenes inicialmente esperados. Sin embargo, la situación fue mucho más leve en términos de reducción de rendimientos.

Sumado a los modestos volúmenes logrados, las expectativas de devaluación, la volatilidad de los precios internacionales y el bajo incentivo para realizar inversiones, provocaron que el

productor argentino retuviera mucha mercadería generando una sensación de escases y fuerte competencia entre la industria y la exportación.

Durante el 2014, las economías desarrolladas mantuvieron un ritmo de crecimiento económico bajo y los países emergentes mostraron desaceleración en sus tasas de crecimiento, en especial las economías de la región. El evento financiero que sacudió al mundo fue el derrumbe del precio del petróleo sobre finales del 2014. En tres meses (octubre, noviembre y diciembre) bajó de US\$ 95 por barril, precio alrededor del cual osciló en los últimos cinco años, a US\$ 55. La caída se dio en un contexto de fortalecimiento del dólar, soft landing de la economía china y un aumento estructural de la oferta de petróleo en Estados Unidos, que no fue compensada por una reducción en la producción de los países de la OPEP.

El nivel de actividad de la economía argentina mantuvo la tendencia a la desaceleración iniciada en 2013. A lo largo del año el Banco Central tomó un conjunto de medidas a fin de reducir la volatilidad del tipo de cambio. Hacia fines de 2013 el Banco Central comenzó una aceleración gradual de la tasa de devaluación que derivó en una devaluación puntual del orden del 20% en enero de 2014. La desaceleración en el crecimiento en el tercer trimestre de 2014 fue más notoria en los sectores productores de bienes que de servicios, donde su comportamiento fue más heterogéneo.

Desde el punto de vista climático, el año 2014 se presentó aún mucho más benéfico que su predecesor. Si bien el mes de diciembre de 2013 se destacó por ser más seco de lo normal en algunas regiones del país, las abundantes precipitaciones a partir de mediados de enero y durante febrero compensaron con creces la producción de los cultivos de verano. Luego de dos campañas de magras cosechas, la 2013/2014 permitió recomponer el volumen de soja. La mejora en el volumen cosechado facilitó un incremento en el nivel de molienda nacional, con buenas contribuciones obtenidas a partir de la industrialización y comercialización de los derivados de soja. El tipo de cambio y la caída de los precios internacionales en virtud de la excepcional cosecha de Estados Unidos, provocaron que el productor argentino retuviera mercadería hacia el último trimestre del año generando cierto grado de tirantez en la comercialización de granos.

En el 2015 las economías desarrolladas mantuvieron se ritmo de crecimiento económico bajo así como los países emergentes, continuaron con una desaceleración en sus tasas de crecimiento, en especial las economías de la región. Con respecto a esos países, el crecimiento en la mayoría de ellos se mantuvo estable en los niveles desacelerados del año anterior. La excepción fue Brasil: la recesión que comenzó en 2014 se profundizó durante 2015. Por otro lado, también el 2015 fue impactado por la caída en el precio del petróleo, que comenzó a fines de 2014 y continuó durante el año. En los últimos seis meses del año bajó de US\$60 por

barril a US\$37. La caída se dio en un contexto de fortalecimiento del dólar y desaceleración de la economía china.

El nivel de actividad de la economía argentina se aceleró durante 2015. El Banco Central intervino el mercado cambiario a fin de reducir la volatilidad del tipo de cambio. A partir de la segunda mitad del año se observaron mayores intervenciones y en los últimos días del año casi no las hubo. El 17 de diciembre de 2015, el Banco Central anunció el fin del cepo cambiario liberando el tipo de cambio. Esta operación derivó en un aumento puntual del 41,8%. En el año, acumuló una devaluación de 56,6%.

Según datos emitidos por el Ministerio de Agricultura, en la campaña 2014-2015 el sector agropecuario obtuvo una producción récord de 122 millones de toneladas de granos, 10% superior a la de la campaña anterior. El volumen de cosecha logrado fue resultado de un crecimiento de 51%, 15% y 2,8% en las producciones de trigo, soja y maíz respectivamente. A pesar de un dólar fortalecido y la baja en el precio del barril de petróleo, se produjo una caída en el precio de la soja y el resto de los commodities.

Las benéficas y moderadas condiciones climáticas de la campaña 2014/15, permitieron que se lograra la mayor cosecha histórica de soja en los tres principales países productores: Estados Unidos, Brasil y Argentina, generando así un nuevo récord a nivel mundial, con casi 320 millones de toneladas. Localmente, y luego de enfrentar excesos hídricos en algunas regiones del país durante buena parte de la campaña, se alcanzó una producción de casi 60 millones de toneladas de soja, siendo este el máximo registro productivo para la oleaginosa en Argentina. Los bajos precios internacionales, en virtud de la excepcional cosecha mundial, y un tipo de cambio poco competitivo para el campo, provocaron una mayor estacionalidad en la comercialización de la soja alrededor de la cosecha, a diferencia de campañas previas, en las que las ventas anticipadas cubrían buena parte del ingreso del productor.

Hacia el último trimestre del año, la expectativa de un nuevo gobierno en el país provocó que el productor argentino realizara una comercialización mínima y necesaria de mercadería a la espera de los resultados electorales y de las medidas económicas que podrían publicarse, generando así cierto grado de resistencia en la comercialización de granos durante los meses de octubre y noviembre.

Con respecto a los cereales, maíz y trigo, también se registraron récords productivos globales, con más de 1.000 millones de toneladas cosechadas para el primero de los granos, y 725 millones para el segundo. Desde el plano local, la situación fue algo diferente, debido a que la limitación impuesta para el volumen de ventas al exterior y los bajos precios internacionales no incentivaron a los productores a copiar la tendencia de máxima producción.

Evolución Histórica

Para un mayor entendimiento de la situación agrícola del país y para trabajar sobre bases firmes, se analiza el “Anuario Estadístico 2015” emitido por la Bolsa de Comercio de Rosario. Debido a la extensión del mismo y a la cantidad de datos que presenta, el análisis se acota a observar la evolución del área sembrada, la producción total y el rendimiento de la soja, el trigo y el maíz en los últimos diez años. Teniendo en cuenta la localización de “Monge Juan José y María Dominga S.H.” y para tratar de centrar el análisis, la información que se expone es específicamente para la provincia de Santa Fe, siendo la tercer provincia en cuanto a hectáreas sembradas y toneladas producidas, y la que presenta mayores rendimientos anuales.

Empezando por el TRIGO, el área sembrada del 2006/2007 fue de 707,70 ha⁹, las cuales alcanzan su punto mínimo durante el 2009/2010, repuntado desde ese momento hasta llegar a los 647,13 has en el 2015/2016. Por ende la producción total, sufrió el mismo decaimiento para el año 2009/2010 elevándose hacia la actualidad, situándose para el año 2015/2016 en 1.872,21 Tn¹⁰. En cuanto a la evolución del rendimiento se observa que, el mismo osciló entre los 2.800 kg/ha y los 3.500 kg/ha, alcanzó su punto mínimo en el 2009/2010 con un rendimiento de 1.160 kg/ha y su máximo en la campaña 2010/2011 en 4.163 kg/ha. La caída en la producción y en la superficie de trigo desde aproximadamente 2009 al 2012 se debe al llamado “boom” de la soja de esos años.

El MAÍZ presentó una tendencia creciente en cuanto a la superficie sembrada para la provincia santafecina alcanzando las 685,85 ha¹¹ cultivadas. La producción total llega a las 4.370,46 Tn¹² para las campañas 2014/2015. El rendimiento del mismo se mantuvo más o menos constante durante el último decenio llegando a 8.428 kg/ha en la última campaña.

El área sembrada de SOJA se mantuvo alrededor de las 3.200 y 3.400 ha¹³ en los últimos diez años en la provincia de Santa Fe. La producción record para la provincia durante el período analizado, se produce en el 2014/2015 llegando a 11.804,13 tn¹⁴. Donde el rendimiento alcanza los 3.776 kg/ha, siendo el pico más elevado registrado en el último decenio.

Para reflejar la evolución histórica de las tres variables antes mencionadas, tanto a nivel nacional como de la provincia bajo análisis, se presentan los siguientes gráficos:

⁹ Los datos del área sembrada se expresan en miles de hectáreas.

¹⁰ La producción se expresa en miles de toneladas.

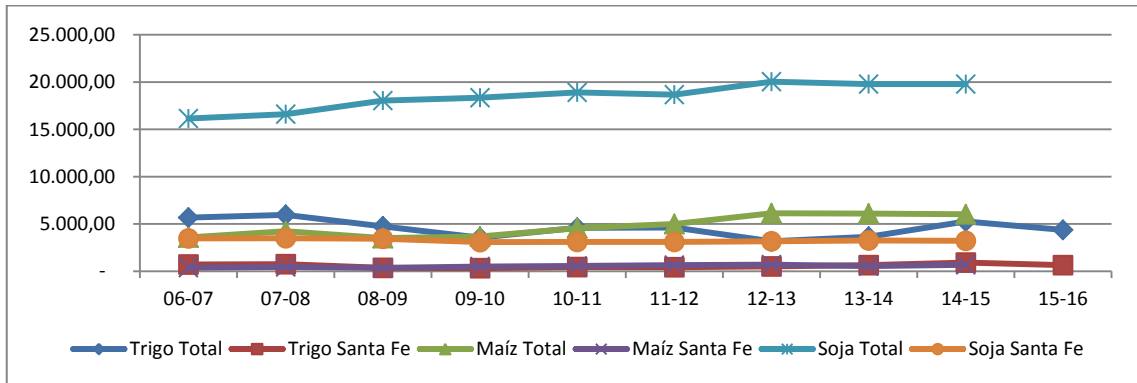
¹¹ Los datos del área sembrada se expresan en miles de hectáreas.

¹² La producción se expresa en miles de toneladas.

¹³ Los datos del área sembrada se expresan en miles de hectáreas.

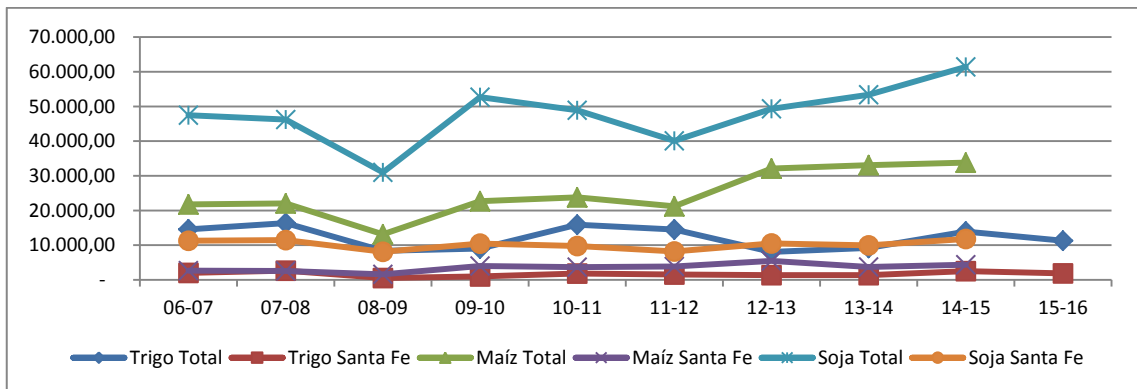
¹⁴ La producción se expresa en miles de toneladas.

AREA SEMBRADA (000 Ha.)



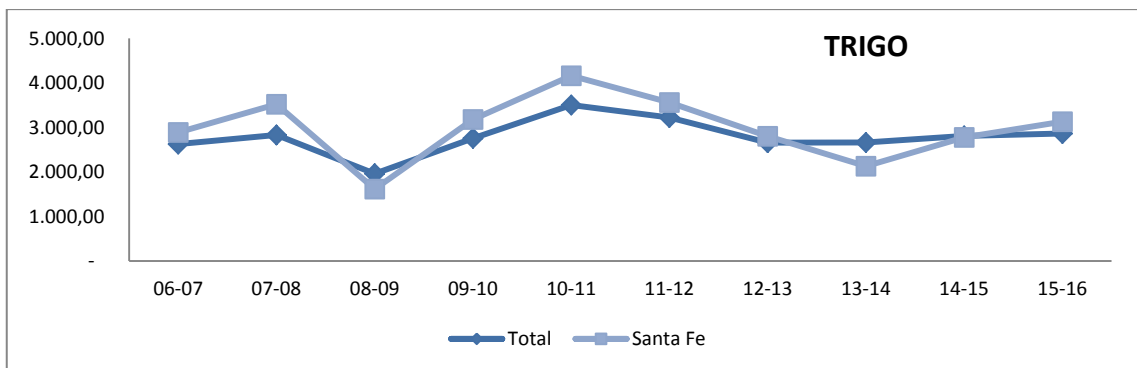
Fte: Elaboración propia en base a series obtenidas del Anuario 2015 de la Bolsa de Comercio de Rosario

PRODUCCION TOTAL (000 Tn.)

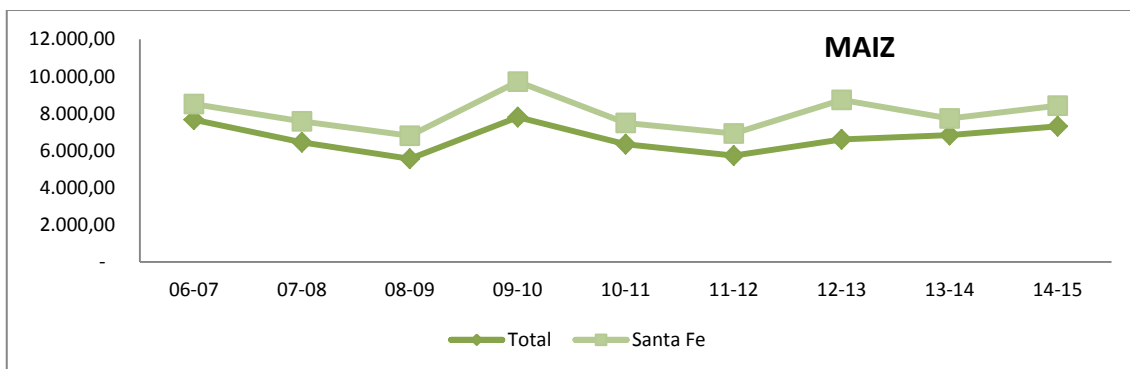


Fte: Elaboración propia en base a series obtenidas del Anuario 2015 de la Bolsa de Comercio de Rosario

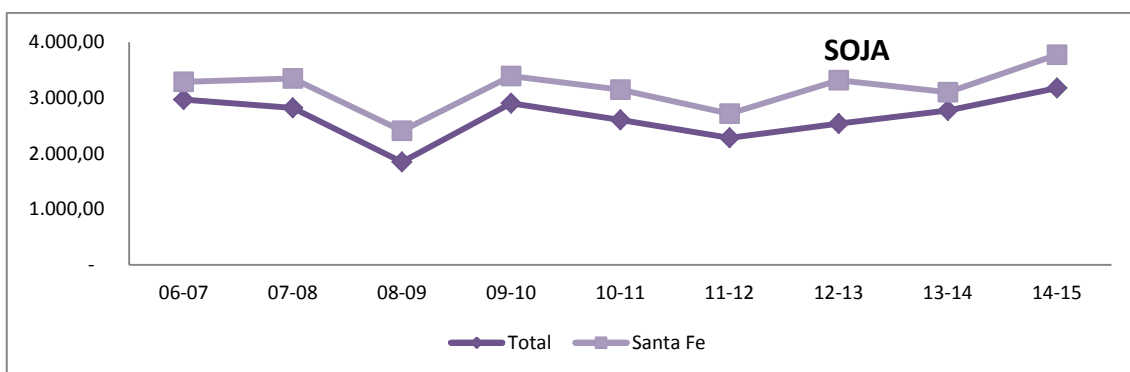
RENDIMIENTO (Kg/Ha)



Fte: Elaboración propia en base a series obtenidas del Anuario 2015 de la Bolsa de Comercio de Rosario



Fte: Elaboración propia en base a series obtenidas del Anuario 2015 de la Bolsa de Comercio de Rosario



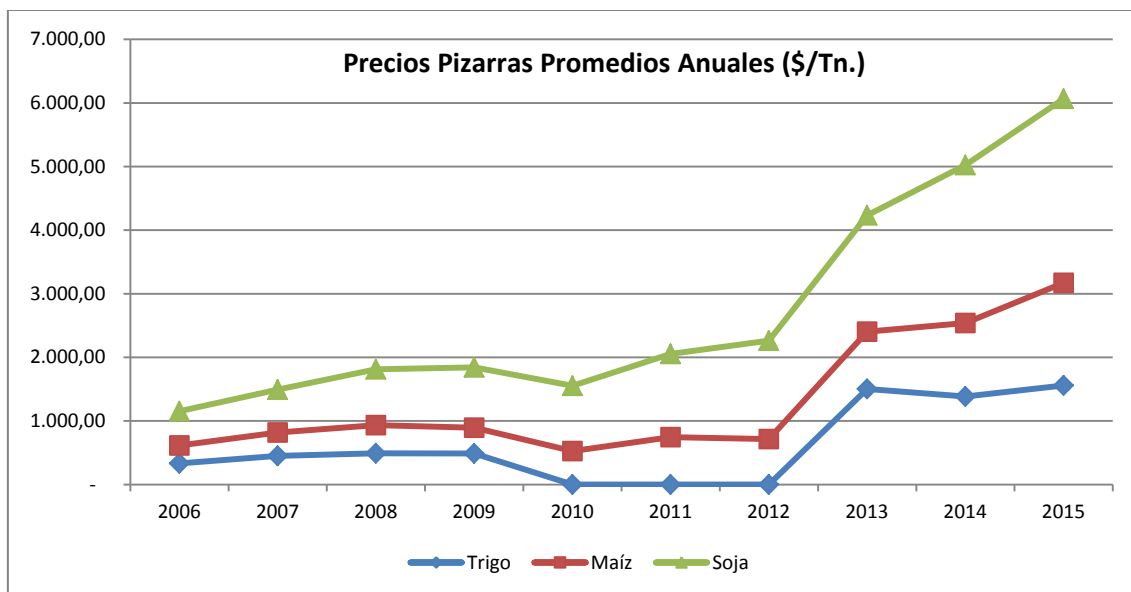
Fte: Elaboración propia en base a series obtenidas del Anuario 2015 de la Bolsa de Comercio de Rosario

La exportación de dichos productos a nivel nacional, para los últimos tres años fue:

GRANO	2013	2014	2015
Soja	7.448.828 tn	7.194.227 tn	11.169.235 tn
Maíz	17.937.433 tn	15.474.239 tn	15.854.845 tn
Trigo	2.294.345 tn	1.855.043 tn	3.846.755 tn

Analizando la evolución de los precios pizarra de los cereales, se observa, para cada grano:

- ✓ Trigo: analizando el último decenio, este cultivo incrementó su precio en un 300% aproximadamente, llegando en el último año a un precio pizarra de \$1.558,24/ tn. promedio diciembre 2015.
- ✓ Maíz: desde el 2006, el precio del maíz se incrementó en un 300%, cotizando en diciembre de 2015, en promedio mensual, \$1.613,89/tn.
- ✓ Soja: el incremento sufrido en el precio de la soja desde el 2006 hasta el 2015 fue de 360% aproximadamente. El promedio mensual de diciembre para este cereal fue de \$ 2.894,44/tn.



*No se observa cotización del Trigo para los años 2010, 2011 y 2012.

Fte: Elaboración propia en base a series obtenidas del Anuario 2015 de la Bolsa de Comercio de Rosario

¿A qué se debió el incremento expuesto anteriormente en los tres granos analizados? Principalmente a la evolución a la devaluación del peso con respecto al dólar que paso de \$1,40/dólar a \$12,90/dólar, siendo el precio de los cereales en dólares estadounidenses.

Escenario Actual y Perspectivas Futuras

Como primera instancia, se remarca que el escenario del mercado de granos ha cambiado radicalmente en el último año. Recambio presidencial mediante, la eliminación de los ROE (Registro de Operaciones de Exportación) como mecanismo de cuotificación de nuestras exportaciones, la supresión de los impuestos a las exportaciones para todos los productos excepto los del complejo sojero, para los cuales su alícuota fue rebajada en 5 puntos porcentuales, y la devaluación de nuestro signo monetario se combinaron para potenciar la rentabilidad de la cadena en Argentina.

Más allá de las perspectivas favorables y crecientes pronosticadas a finales del 2015 para el año actual, 2016, según las Bolsas de Cereales Argentinas, se observó una baja en el volumen de transacciones respecto al mismo periodo pero del año anterior. Los motivos fueron producto de las inundaciones ya que los acontecimientos climáticos del presente año derivaron en dificultades crecientes a la hora de realizar las tareas de cosecha y logística de los distintos granos y productos. En segundo lugar, las disputas vinculadas al pago de patentes tecnológicas, y por último a la expectativa de reducción del cinco por ciento en las retenciones pautadas para 2017, cuestión aun no resuelta, en donde los productores especulan con la

venta del stock de cereal. Éstos últimos dos factores agregaron incertidumbre a las decisiones de comercialización futura.

En este contexto, se estima un incremento de la superficie agrícola argentina del 4,6% respecto al ciclo anterior, hasta los 36 millones de hectáreas (sumando la cobertura de los distintos ciclos de cultivos, no en un mismo momento del tiempo). Sobresale, además, que por primera vez en muchos años un mayor porcentaje de los productores ha inclinado su balanza en favor de cultivos alternativos a la soja, no sólo porque dejaron de arrojar márgenes brutos negativos sino también por la necesidad de rotación de cultivos para incorporar nutrientes a los suelos.

Con respecto al stock, si se compara el total adquirido por la industria y la exportación respecto a la producción de la campaña 2015/2016, surge que aún resta de comercializar más del 40 por ciento de la cosecha, mientras que en el promedio de las últimas 5 campañas a esta fecha (agosto 2016) restaba un 30 por ciento del total. A partir de allí, se supone que la dinámica observada podría continuar profundizándose con el correr de los meses, ya que se observa una disminución inter campaña e inter mensual en el ritmo de transacciones, provocando una acumulación de stocks. Situación que se acentúa por los pronósticos sobre que el tipo de cambio llegará a los \$ 19, para marzo 2017, y al rumor sobre la posible quita de las retenciones a la soja, como bien se menciona en párrafos anteriores. Pese a esta situación, todos los consultores y asesores económicos y agrícolas aseguran una visión optimista para el sector en el próximo año.

A continuación se incorpora un cuadro sobre las perspectivas futuras obtenido en el informe semanal de la Bolsa de Rosario, mostrando las superficies sembradas, cosechadas, el rinde promedio y la producción potenciales.

Proyecciones preliminares de producción 2016/17 -a Agosto '16-

Cultivos	Sembrado (M ha)	Variación (%)	Cosechado (M ha)	Rinde (qq/ha)	Producción (M tn)
Soja	19,75	-3%	18,88	28,37	53,6
Maíz	5,61	22%	4,45	74,12	33,0
Trigo	4,60	18%	4,39	30,83	13,5
Girasol	1,79	25%	1,76	19,58	3,4
Sorgo	0,77	-10%	0,61	44,51	2,7
Cebada	1,25	-15%	1,14	39,05	4,5
Otros (*)	2,36	-2%	1,00	31,84	3,2
TOTAL	36,1	5,0%	32,2	35,3	113,9

(*) Alpiste, arroz, avena, cártamo, centeno, colza, lino, maní y mijo.

Fuente: Dpto. de Informaciones y Estudios Económicos - Bolsa de Comercio de Rosario

MONGE JUAN JOSÉ Y MARÍA DOMINGA S.H.

Análisis de Desempeño

Monge Juan José y Maria Dominga S.H.¹⁵ trabaja, entre campos propios y arrendados, un total de 1400 hectáreas. En los últimos tres años, con la información obtenida al 31 de diciembre de cada año, sembraron una superficie promedio de aproximadamente 1100 has. (las cuales se reflejan en la sementera al cierre de cada ejercicio comercial). Los granos que se cosecharon en dicho periodo fueron: maíz, soja y trigo.

Se toman los últimos tres balances contables del ente para poder realizar los análisis correspondientes.

Análisis Vertical

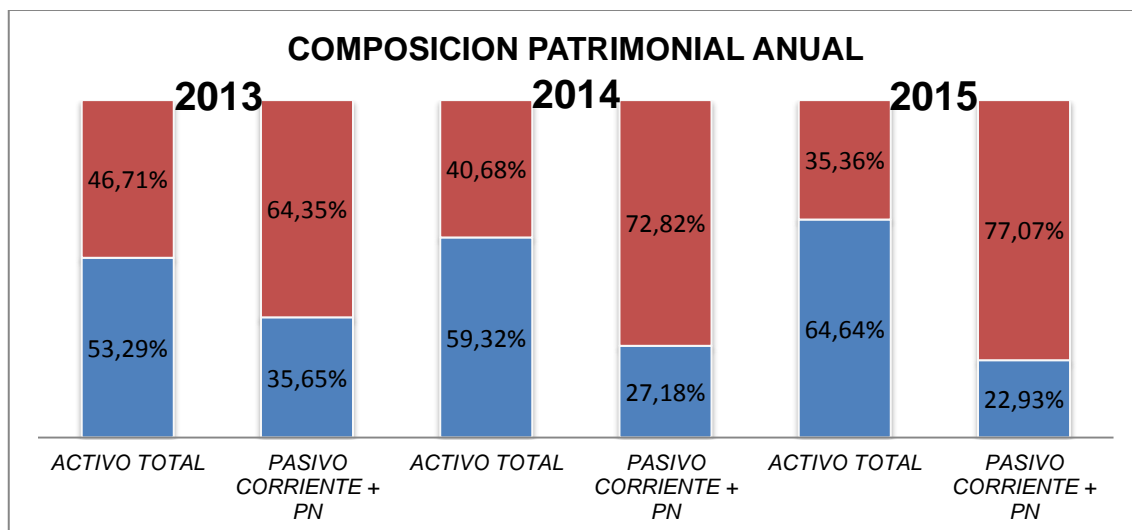
Durante el año 2013, si se analizan los movimientos patrimoniales, se observa que el rubro más representativo dentro del activo corriente es el de los bienes de cambio que representa casi el 35% del total de activos. El otro rubro que mayor impacto tiene en el total es el de bienes de uso, el cuál alcanza el 43%. Por la actividad que realiza el ente, es normal que presente elevados valores en estos dos rubros ya que uno representa las existencias de granos y valuación de sementeras al cierre, y el otro, la valuación de los bienes de uso con los que realiza su actividad. Del otro lado de la ecuación patrimonial, se encuentra el Pasivo que representa un 36% y el Patrimonio Neto un 64%, por lo que se deduce que la mayoría de la actividad del ente se financia con capital propio.

Para el ejercicio 2014, se observa la misma situación planteada en el párrafo anterior. Solo que ese año, el total de los bienes de cambio representan un 44% del Activo Total y los bienes de capital un 37%. Por el lado de las deudas y el capital propio, se observa que el Pasivo Total representa un 27% y un 73% el Patrimonio Neto.

Para el ejercicio 2015, la situación se mantiene muy similar a la del ejercicio anterior. Los rubros más significativos dentro del Activo, como bienes de cambio y de uso, mantienen la relación en un 48% y 31%, respectivamente. El pasivo representa un 23% y el Patrimonio Neto un 77%.

A continuación se detalla gráficamente la composición patrimonial de los tres periodos bajo análisis:

¹⁵ Desde ahora en adelante se denominará en forma indistinta a Monge Juan José y María Dominga S.H. como la Empresa, el Ente, la Organización.



Además teniendo en cuenta el peso que tienen los bienes de cambio dentro de la ecuación patrimonial se brinda más información al respecto analizando la composición de la existencia de granos y de sementeras al 31 de Diciembre de cada año:

Valor de Existencia de Granos al cierre									
	2013			2014			2015		
Cereal	Quintales	Rendimiento	Valuación	Quintales	Rendimiento	Valuación	Quintales	Rendimiento	Valuación
Maíz	103,00	160,29 qq	16.509,87	-	-	-	158,51	113,60 qq	18.006,74
Trigo	-	-	-	89,85	587,87qq	52.820,12	162,09	2592,80 qq	420.266,95
Soja	197,00	5768,10 qq	1.136.315,70	224,55	5763,55 qq	1.294.205,15	270,15	3491,22 qq	943.153,08
	300,00		1.152.825,57	314,40		1.347.025,27	590,75		1.381.426,77

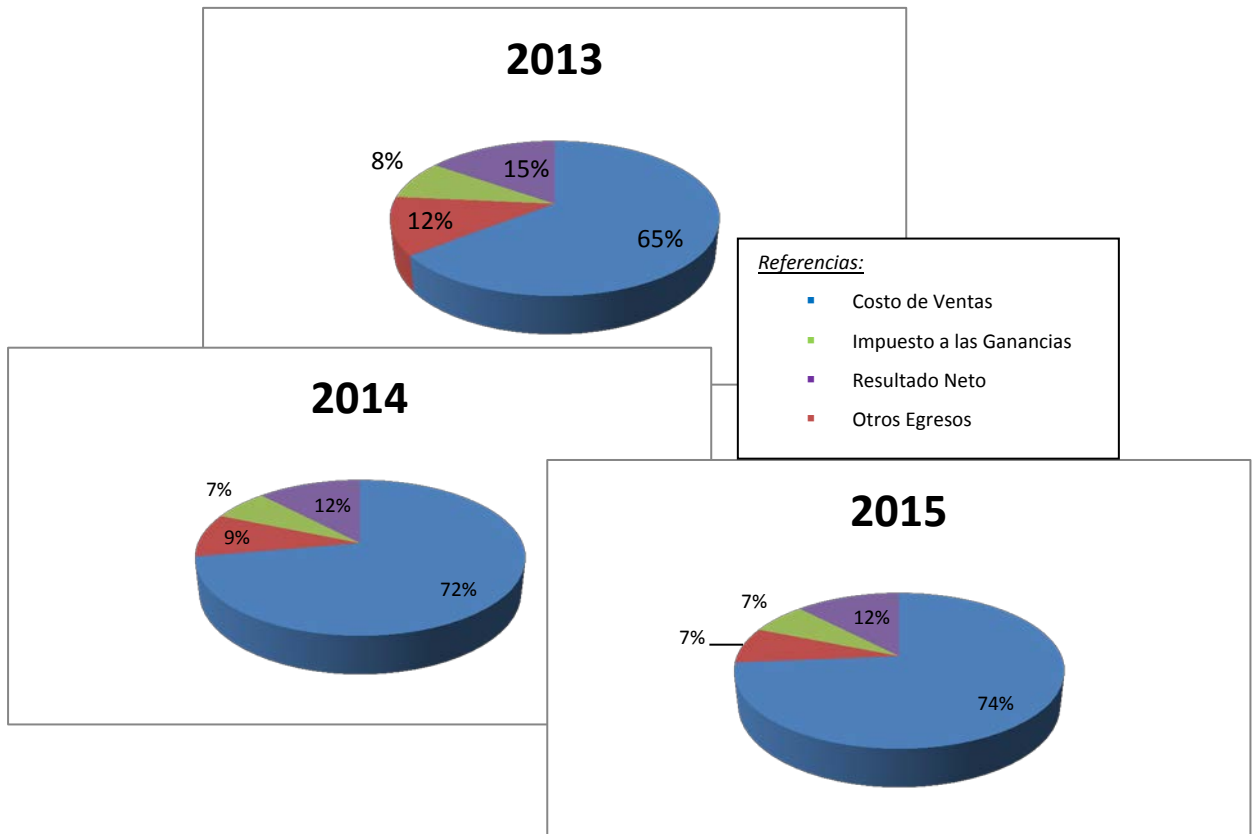
Valor de Sementeras al cierre						
	2013		2014		2015	
Cosecha	Hectareas	Valuación	Hectareas	Valuación	Hectareas	Valuación
Maíz	427,00	313.698,00	5,00	14.232,30		-
Soja	1.045,00	675.200,00	966,00	1.146.207,30	1.078,00	1.207.090,50
		988.898,00		1.160.439,60		1.207.090,50

La empresa cuenta con bienes de capital aproximadamente por un valor de libros de \$ 5.700.000 ,00 (incluidos los terrenos). Se realizan amortizaciones anuales por un valor de \$ 450.000. La última compra de bienes de uso destinados a la actividad principal del ente se realizó en el ejercicio 2013, una sembradora de granos gruesos por un valor cercano a los \$400.000,00.

Con respecto al análisis de los principales rubros que conforman el Estado de Resultados se puede inferir que durante el ejercicio 2013, el Margen Bruto representó aproximadamente un 35% del total de las ventas de ese año. La empresa no presenta otros egresos significativos que no estén asociados al costo de ventas ya que por ejemplo durante ese ejercicio el total de Gastos de Administración y Otros Gastos no llegaron al 1,5% de las Ventas Totales. El impuesto a las ganancias representó aproximadamente un 8% de las mismas. El resultado neto fue de un 15% de las ventas totales. Durante el ejercicio 2014, se observa la misma situación, solo que en

esta ocasión, el margen bruto se refleja en un 27% de las ventas y el resultado neto en un 12%. En el ejercicio 2015 el primero desciende a 26% y el segundo se mantiene en un 12%.

Gráficamente se podrían representar de la siguiente manera (en función a las ventas anuales):



Análisis Horizontal

Si se realiza un análisis de evolución de los principales rubros patrimoniales y de resultados de la empresa a lo largo de los tres últimos ejercicios se observa principalmente que:

Dentro del Activo Total: en general este componente patrimonial tuvo una leve disminución lo largo del tiempo. Si analizamos las cuentas individuales que lo componen se observa que el activo corriente sufrió un leve incremento producto del aumento en los bienes de cambio (aumento de la existencia de granos al cierre y de la valuación de las sementeras), pero el impacto de la disminución del activo no corriente fue en mayor proporción. La disminución en los bienes de uso producto de las depreciaciones acumuladas y la no incorporación de bienes de capital provocaron la caída en el total del rubro.

Dentro del Pasivo Total: La empresa no presenta deudas a largo plazo, lo que provoca que la disminución del pasivo sea producida solamente por las deudas de corto plazo. El mismo disminuyó a lo largo de los tres ejercicios bajo análisis producto de que se abonaron las

obligaciones contraídas en ejercicios anteriores y no se tomaron nuevas. Tanto las deudas bancarias, financieras y comerciales disminuyeron a lo largo de los periodos bajo análisis.

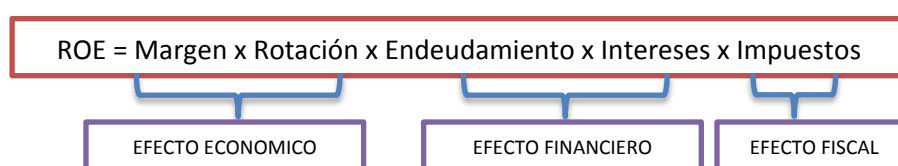
Dentro del Patrimonio Neto: se observa un incremento entre el año 2013 y 2014 producto del incremento en el resultado del ejercicio. Comparando el 2014 con el 2015, se observa una leve disminución, aunque no sería significativa por los valores con lo que se está manejando la empresa.

Estado de Resultados: analizando las cuentas de resultados y su evolución a través del tiempo, se observa que los ingresos por las ventas de cereales se incrementaron en los tres periodos, así como también el costo de ventas. El mayor salto en el incremento se produjo entre el 2013 y 2014 producto del incremento del precio de los commodities. En cuanto a otros gastos (no asociados al costo de ventas), se incrementan también, a lo largo de los años analizados. Esta situación lleva que tanto el resultado antes de impuestos como el resultado del ejercicio se incremente en el tiempo, resultando por ejemplo, el resultado neto del último año bajo análisis un 15% mayor que el del año anterior.

Diagnóstico Económico y Financiero

Análisis de Ratios

Para realizar el análisis económico y financiero de la empresa a lo largo del tiempo, se utiliza como base la Desagregación de Pares, el cual deriva en un estudio completo de los principales ratios del ente. Se analiza el efecto económico, el efecto financiero y el efecto fiscal durante los tres ejercicios económicos.



La Rentabilidad del Capital (ROE) sufrió una disminución del 2013 al 2014, para luego posicionarse en un 24,43% en el 2015. Con este índice lo que se pretende mostrar es la rentabilidad para el accionista. Las Ganancias Totales del ejercicio representaron, para ese año casi un 25% del Patrimonio Neto.

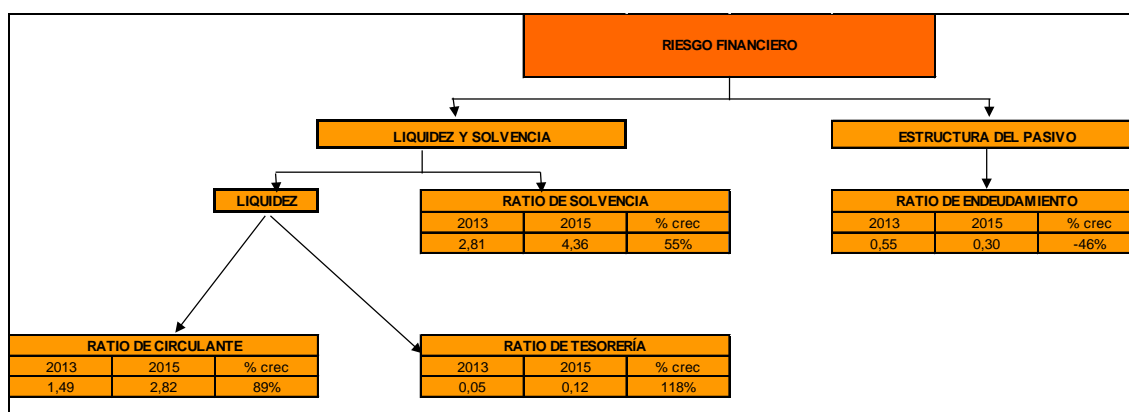
RENTABILIDAD FINANCIERA (ROE)		
2013	2015	% crec
21,18%	24,43%	15%

Desagregandolo en pares, como muestra la formula anterior, el *efecto económico* se representa por el ROA, que es la rentabilidad sobre los activos del ente. Se calcula como el Margen Bruto multiplicado por la Rotación de los Activos. El mismo se incrementa pasando de un 13,63% en el 2013 a un 18,83% para el 2015 provocado por el aumento de la Ganancia Neta y la pequeña disminución del Activo Total. Siguiendo con el punto de vista económico, se puede observar que el margen disminuye casi en un 20% pero la rotación del activo se incrementa casi en un 72%, lo que vuelve a explicar el aumento del ROA antes mencionado. La caída en el margen o rentabilidad comercial se debe al incremento de las ventas en mayor proporción al incremento de las utilidades netas, como las primeras forman parte del denominador en la fórmula del margen, provocan la caída del mismo. Con respecto a la rotación se puede decir que el aumento se produce tanto por un incremento de la rotación de los activos fijos como de los activos circulantes.

RENTABILIDAD ECONÓMICA (ROA)								
2013			2015			% crec		
13,63%			18,83%			38%		
Rentabilidad comercial			Rotación de activos					
2013			2015			% crec		
23,49%			18,83%			-20%		
2013			2015			% crec		
0,89			1,54			72%		
Rotación A. Fijos			Rotación A. Circulante					
2013			2015			% crec		
1,91			4,35			128%		
2013			2015			% crec		
1,67			2,38			42%		
Rot. Créditos			Rot. Stocks			Rot. Tesorería		
2013			2015			% crec		
27,00			23,60			-13%		
2013			2015			% crec		
1,62			2,35			45%		
2013			2015			% crec		
46,19			56,69			23%		
Dias de Rot. Créditos			Dias de Rot. Stocks			Dias de Rot. Tesorería		
2013			2015			% crec		
14			15			14%		
2013			2015			% crec		
225			155			-31%		
2013			2015			% crec		
8			6			-19%		

Al analizar el *efecto financiero*, se desprende que el Índice de Endeudamiento disminuye a lo largo del periodo. Esto es correcto ya que la empresa, como bien se menciona en párrafos anterior, no ha adquirido nueva deuda, simplemente se ha dedicado a cancelar la existente. En el 2015 el mismo es de 0,30 lo que significa que la empresa se financia principalmente con capital propio y solamente en un 30% con capital de terceros. Analizando en conjunto los tres años, el Índice de Solvencia, se incrementa aproximadamente en un 55% producto del incremento del Activo Total y la disminución del Pasivo Total. Para el año 2015 el mismo es de 4,36 lo que muestra que la empresa tiene capacidad suficiente para hacer frente a sus

obligaciones de pago. En forma conjunta se analiza el Índice de Liquidez, el cual muestra que la empresa tiene capacidad de disponer de efectivo para hacer frente a sus obligaciones en el corto plazo. Por último el efecto de los intereses en los índices de la empresa, no es significativo ya que la misma no ha obtenido deuda y lo único que hizo durante el tiempo analizado fue abonar las pocas obligaciones financieras y bancarias contraídas. Cuestión que también lleva a replantar que la principal y hasta se podría decir, la única fuente de financiamiento es el Capital Propio, son los propios accionistas los que soportan y financian la actividad del ente reteniendo sus dividendos o realizando nuevos aportes.



Por último, analizando el *efecto fiscal*, la empresa tiene que soportar altas cargas impositivas debido a que presenta elevadas utilidades.

Para ampliar el análisis realizado, se puede obtener la *Tasa de Crecimiento Sostenido* y la *Tasa de Crecimiento Interno*. Representan el porcentaje en el cual la empresa puede aumentar sus ingresos sin pedir dinero prestado a los inversionistas o acreedores. Para el dueño de una pequeña empresa, éstas tasas muestran cuánto más dinero puede retener cada año sin invertir más patrimonio o pedir un préstamo al banco. De la misma manera, los dueños de las empresas pequeñas y grandes deben calcular sus tasas de crecimiento y utilizarlas para establecer si tienen capital suficiente para cubrir sus necesidades estratégicas de crecimiento a partir de los fondos generados internamente. En el primer caso, se calcula en base al ROE (rentabilidad del accionista) y en el segundo con el ROA (rentabilidad del activo o de la empresa). Para los periodos analizados, las mismas son:

	2013	2014	2015
Tasa Crecimiento Sostenido	26,86%	25,60%	32,33%
Tasa Crecimiento Interno	15,78%	17,43%	23,20%

VALUACIÓN DE EMPRESA AGRÍCOLA

Para continuar con la valuación de la empresa, es necesario estimar los flujos de fondos para los próximos años. Como bien se dijo en la primer parte del trabajo se utilizará el Método del Equity Cash Flow para determinarlos. Luego se obtendrá la tasa de capital propio utilizando el Modelo CAPM adaptado a un mercado emergente como lo es el argentino, finalizando con la obtención del valor del ente suponiendo su continuidad.

Determinación de los Flujos de Fondos para el accionista

Las proyecciones constituyen la etapa clave de todo proceso de valuación, ya que es en ese momento en donde definir el comportamiento de las variables llevará a una estimación, lo más precisa posible, del valor del ente en un momento determinado.

A los efectos de llevar a cabo el proceso de proyección se considera apropiado trabajar con un horizonte temporal de 5 años (2016 al 2020). Este mediano plazo elegido se corresponde a la inestabilidad que tiene el país en cuestiones económicas, financieras y políticas. Además obedece a un criterio conservador con el objetivo de lograr, de esta manera, la mayor aproximación posible a la realidad.

Se utilizan estados Pro-forma, donde se definen las principales variables del Estado de Resultados, se analiza su comportamiento pasado y se estima cual podría ser su comportamiento futuro en base al último ejercicio anual económico del ente.

Los criterios que se utilizan para pronosticar cada rubro del Estado de Resultados, son los siguientes:

✓ **VENTAS:** Las ventas anuales de la empresa se calculan en base a tres variables: las toneladas producidas-vendidas, el precio de cotización del cereal y el tipo de cambio de la divisa norteamericana. Se estima que los próximos años Monge Juan José y María Dominga S.H. producirá Maíz, Soja y Trigo. La cantidad de hectáreas sembradas y por ende cosechadas se mantienen en 1.400 para cada año, estimando que se mantendrán los mismos contratos de arrendamientos actuales. Como la producción agrícola es bastante impredecible, ya que la mayoría de las veces depende del clima, y para facilitar el análisis, se estima que los próximos años tendrán la misma producción-venta (en toneladas) que el ejercicio 2015. En cuanto al comportamiento del precio de los granos y oleaginosas, se obtiene un informe del Banco Central en donde pronostican la cotización futura de los commodities antes mencionados en la Bolsa de Chicago. Por último, para pronosticar el comportamiento del dólar futuro, se busca la

cotización del mismo a diciembre de 2016 y 2017. Luego para los próximos periodos se estima un crecimiento del 15% anual que es lo que se incrementó entre los años antes mencionados.

✓ COSTO DE VENTAS: para estimar el costo de ventas anual, se desagrega en tres componentes fundamentales: Compras de Insumos, Arrendamientos y Costos Laborales. También se tiene en cuenta las existencias iniciales y finales de los bienes de cambio. Todas estas variables se estiman como porcentaje de las ventas. En el ejercicio 2015, las compras representaron un 45% de las mismas, los costos laborales un 4% y los arrendamientos un 25%. En cuanto a la valuación de la existencia inicial y final de granos y sementeras varia un 1% aproximadamente entre las mismas, por ende se mantendrá esta relación a los largo de los periodos proyectados, representando un 41% y 43%, respectivamente sobre las ventas anuales.

✓ OTROS COSTOS: se refiere a gastos no asociados con la actividad principal del ente como lo son, por ejemplo, los honorarios administrativos. Estos vienen representando aproximadamente un 2% de las ventas. Por lo que se estima la misma relación para los próximos años.

✓ AMORTIZACIONES: en cuanto a este rubro presenta particularidades propias por lo que se trata por separado a los otros. La última incorporación de bienes de capital que realizó la empresa fue en el 2013, una cosechadora de grano grueso amortizable en 5 periodos. Se pronostica que para el ejercicio 2017 existe la posibilidad de reemplazar los rodados con los que cuenta la empresa. Estimando un egreso de fondos de aproximadamente \$700.000,00 para cada uno. Dicha situación depende de los resultados obtenidos de la campaña 16/17 y 17/18, por lo que para el análisis no se tiene en cuenta, tratando de simplificar el mismo y hacerlo más acorde a la situación actual. Las amortizaciones se toman las reales según el cuadro de Bienes de Uso proporcionado por la empresa. No se consideran nuevas incorporaciones de bienes.

✓ IMPUESTO A LAS GANANCIAS: se pronostica un 35% sobre el Resultado Bruto obtenido.

✓ COSTOS FINANCIEROS: como en el ejercicio 2015 se terminó de abonar un préstamo por la compra de un bien de uso y no se estiman futuras compras, los mismos serán nulos para los próximos años.

Lo primero que se expone es el Cuadro del Comportamiento de las variables consideradas como “independientes” para los próximos años:

		2016	2017	2018	2019	2020
Cotización Dólar (\$/dol)		15,44	17,8	20,52	23,66	23,66
Producción (en tn)	Maiz	2.560,00	2.560,00	2.560,00	2.560,00	2.560,00
	Soja	3.430,00	3.430,00	3.430,00	3.430,00	3.430,00
	Trigo	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00
Precio a futuro (dol/Ha)	Maiz	136,90	152,86	159,84	162,69	162,69
	Soja	351,55	353,85	334,49	332,36	332,36
	Trigo	148,81	178,56	184,90	184,90	184,90

En segundo lugar, se procede a realizar los Estados Pro-forma, los cuales quedarían reflejados de la siguiente manera:

	Año Base: 2015		2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	8.259.490,67		24.718.258,84	29.522.992,78	33.077.183,86	38.131.143,36	38.131.143,36
El	2.507.464,87	0,41	10.188.244,42	12.168.634,87	13.633.583,02	15.716.697,98	15.716.697,98
Compras	3.737.793,23	0,45	11.186.130,51	13.360.490,00	14.968.922,28	17.256.067,62	17.256.067,62
Costos Laborales	350.281,79	0,04	1.048.291,75	1.252.058,65	1.402.790,51	1.617.126,97	1.617.126,97
Arrendamientos	2.076.475,49	0,25	6.214.288,59	7.422.221,70	8.315.762,35	9.586.351,96	9.586.351,96
EF	- 2.588.517,27	- 0,43	- 10.517.573,73	- 12.561.979,19	- 14.074.280,97	- 16.224.731,45	- 16.224.731,45
Costo de Ventas	6.083.498,11		18.119.381,55	21.641.426,04	24.246.777,20	27.951.513,08	27.951.513,08
Margen Bruto	2.175.992,56		6.598.877,29	7.881.566,74	8.830.406,66	10.179.630,28	10.179.630,28
Otros Costos	- 173.632,90	- 0,02	- 519.632,88	- 620.639,10	- 695.356,12	- 801.601,61	- 801.601,61
Amortización	- 446.776,85	-	- 419.135,82	- 120.849,72	- 120.849,72	- 15.083,02	- 15.083,02
EBIT	1.555.582,81		5.660.108,59	7.140.077,92	8.014.200,83	9.362.945,65	9.362.945,65
Impuesto a las Gcias	- 544.453,98	- 0,35	- 1.981.037,99	- 2.499.027,26	- 2.804.970,27	- 3.277.030,96	- 3.277.030,96
Resultado Neto	1.011.128,83		3.679.070,60	4.641.050,66	5.209.230,55	6.085.914,70	6.085.914,70
Impuesto a las Ganancias	544.453,98	-	1.981.037,99	2.499.027,26	2.804.970,27	3.277.030,96	3.277.030,96
Amortización	446.776,85	-	419.135,82	120.849,72	120.849,72	15.083,02	15.083,02
Intereses	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	2.002.359,66		6.079.244,41	7.260.927,64	8.135.050,55	9.378.028,67	9.378.028,67

Como se está valuando una empresa en marcha y se supone la continuidad de la misma, hay que tener presente que a la hora de descontar los flujos de fondos se considera una perpetuidad.

Tasa de Capital Propio: Modelo CAPM

Para empezar con la obtención de la tasa de descuento apropiada para los flujos de fondos proyectados se parte del Modelo CAPM adaptado a Mercados Emergentes como bien se expuso en la primer parte de este trabajo: Modelo MPAA. A continuación se desagregan cada uno de los componentes que sirven para obtener el costo del capital.

- **TASA LIBRE DE RIESGO:** para determinar ésta tasa que representa la rentabilidad mínima que brinda una inversión segura, en un país como Argentina en donde no existe una única tasa que sea libre de riesgo como lo son los bonos del tesoro de EEUU o los de un país desarrollado, se utilizaran bonos del estado con un plazo similar a la cantidad de años del flujo y en la moneda con la que opera normalmente el ente. Para esta ocasión se obtuvo el rendimiento de BONAR 2020 B+325 a la fecha del análisis (Octubre de 2016), el cual es de 25,11%.

A continuación se detallan los datos técnicos del Bono utilizado:

Datos técnicos

TIR	25,11%	Vencimiento	01/03/2020
Mod. Duration (años)	2,20	Valor Residual	100,00%
Paridad	103,77%	Valor técnico	102,87
Intereses corridos	2,87	Cupón	25,6250
Próximo pago	01-12-2016	Múltiplo mínimo	1

- **RIESGO SISTEMÁTICO:** Con respecto al *RIESGO DE MERCADO*: se toma el Índice Merval promedio del último año a la fecha de análisis. El mismo asciende a 59,62%. Como segunda medida se debe obtener el *BETA*: en este caso particular al ser una Sociedad de Hecho se obtiene la cotización de alguna empresa similar que tenga precio conocido en el mercado o sea un beta comparable. Es de fundamental importancia destacar que encontrar una compañía absolutamente comparable es prácticamente imposible, dado que es muy extraño que existan dos empresas con iguales características. Respondiendo a las preguntas de: ¿Qué vende la compañía comparable, a quién vende, contra quién compite y qué compra?, Molinos Ríos de la Plata S.A. parece ser la indicada. Se dedica, entre varias actividades, a la agrícola. Por ende se toma los retornos de las acciones de dicha empresa con el rendimiento de mercado sobre la base del Índice Merval, se utilizaron series anuales para ambas variables desde el año 2005 hasta la actualidad. La información se recopiló por medios de distintos servicios financieros, entre los que se puede nombrar: Bolsar, Rava, Puente, entre otros. El valor Beta comparable asciende a 0,1554.

- **RIESGO NO SISTEMÁTICO:** El método de primas y ajustes apilables aplica una prima de ajuste por el 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 principalmente a la coyuntura económica por la que atraviesa el país lo que hace sumamente complicada su determinación.

Una vez determinados cada uno de los componentes de la ecuación del CAPM, se obtiene la tasa de descuento que refleja el costo de capital para los accionistas:

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

$$K_e = 0,2511 + 0,1554 \times (0,5962 - 0,2511)$$

$$K_e = 0,3047 = 30,47\%$$

Valor de la Empresa

Obtenidos los Estados Pro-forma y la tasa de descuento del capital propio, el último paso consiste en VALUAR la empresa, o sea proceder al descuento de los flujos de fondos. El cuadro siguiente muestra dicha situación:

		<i>Año 1</i>	<i>Año 2</i>	<i>Año 3</i>	<i>Año 4</i>	<i>Año 5</i>	<i>Perpetuidad</i>
Flujos de Fondos	Utilidad Neta	3.679.071	4.641.051	5.209.231	6.085.915	6.085.915	
	Flujos descontados	2.819.797	2.726.313	2.345.378	2.100.123	1.609.624	5.283.237

Tasa de Descuento: CAPM	30,47%
Periodo de Tiempo (n)	5

Valor de la empresa	\$ 16.884.473,21
----------------------------	-------------------------

ANALISIS DE SENSIBILIDAD

El cálculo del valor de la firma depende de la subjetividad de la persona que lo realiza ya que se basa en estimaciones sobre los comportamientos de diferentes variables, las que no pueden ser controladas por la misma.

Por tal motivo, resulta conveniente la confección de diferentes escenarios, o sea mostrar diferentes situaciones ante modificaciones de algunas variables. Para el análisis se toman dos de las variables del mercado como lo son la cotización del tipo de cambio y el precio futuro de los cereales, las cuales se consideran las que mayormente podrían afectar el flujo.

Escenario Pesimista

Si se considera que el tipo de cambio se mantiene estable a lo largo de los años en su precio de cotización más bajo pronosticado para los próximos periodos. Y a la vez la cotización futura de los cereales y oleaginosas también se mantiene en el precio mínimo pronosticado para los años futuros:

		2016	2017	2018	2019	2020
Cotización Dólar (\$/dol)		15,44	15,44	15,44	15,44	15,44
Producción (en tn)	Maiz	2.560,00	2.560,00	2.560,00	2.560,00	2.560,00
	Soja	3.430,00	3.430,00	3.430,00	3.430,00	3.430,00
	Trigo	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00
Precio a futuro (Dol/Ha)	Maiz	136,90	136,90	136,90	136,90	136,90
	Soja	332,36	332,36	332,36	332,36	332,36
	Trigo	148,81	148,81	148,81	148,81	148,81

	Año Base: 2015		2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	8.259.490,67		23.701.971,79	23.701.971,79	23.701.971,79	23.701.971,79	23.701.971,79
EI	2.507.464,87	0,41	9.769.356,47	9.769.356,47	9.769.356,47	9.769.356,47	9.769.356,47
Compras	3.737.793,23	0,45	10.726.214,63	10.726.214,63	10.726.214,63	10.726.214,63	10.726.214,63
Costos Laborales	350.281,79	0,04	1.005.191,41	1.005.191,41	1.005.191,41	1.005.191,41	1.005.191,41
Arrendamientos	2.076.475,49	0,25	5.958.789,16	5.958.789,16	5.958.789,16	5.958.789,16	5.958.789,16
EF	- 2.588.517,27	-0,43	- 10.085.145,46	- 10.085.145,46	- 10.085.145,46	- 10.085.145,46	- 10.085.145,46
Costo de Ventas	6.083.498,11		17.374.406,23	17.374.406,23	17.374.406,23	17.374.406,23	17.374.406,23
Margen Bruto	2.175.992,56		6.327.565,57	6.327.565,57	6.327.565,57	6.327.565,57	6.327.565,57
Otros Costos	- 173.632,90	-0,02	- 498.268,27	- 498.268,27	- 498.268,27	- 498.268,27	- 498.268,27
Amortización	- 446.776,85		- 419.135,82	- 120.849,72	- 120.849,72	- 15.083,02	- 15.083,02
EBIT	1.555.582,81		5.410.161,48	5.708.447,58	5.708.447,58	5.814.214,28	5.814.214,28
Impuesto a las Gcias	- 544.453,98	-0,35	- 1.893.556,51	- 1.997.956,64	- 1.997.956,64	- 2.034.974,98	- 2.034.974,98
Resultado Neto	1.011.128,83		3.516.604,97	3.710.490,94	3.710.490,94	3.779.239,30	3.779.239,30
Impuesto a las Ganancias	544.453,98		1.893.556,51	1.997.956,64	1.997.956,64	2.034.974,98	2.034.974,98
Amortización	446.776,85		419.135,82	120.849,72	120.849,72	15.083,02	15.083,02
Intereses	-		-	-	-	-	-
EBITDA	2.002.359,66		5.829.297,30	5.829.297,30	5.829.297,30	5.829.297,30	5.829.297,30

		Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Flujos de Fondos	Utilidad Neta	3.516.605	3.710.491	3.710.491	3.779.239	3.779.239	
	Flujos descontados	2.695.277	2.179.671	1.670.593	1.304.137	999.547	3.280.791

Tasa de Descuento: CAPM	30,47%
Periodo de Tiempo (n)	5
VAN	12.130.015

Escenario Optimista

Si por el contrario, se supone que el tipo de cambio llegará al máximo pronosticado por diferentes agentes consultados incrementándose año tras año, y al mismo tiempo se obtendría un precio de cotización a futuro del máximo estimado para los periodos analizados, la situación futura y el valor del ente, sería el siguiente:

		2016	2017	2018	2019	2020
Cotización Dólar (\$/dol)		17,5	20,13	23,14	26,62	30,61
Producción (en tn)	Maiz	2.560,00	2.560,00	2.560,00	2.560,00	2.560,00
	Soja	3.430,00	3.430,00	3.430,00	3.430,00	3.430,00
	Trigo	300,00	300,00	300,00	300,00	300,00
Precio a futuro (dol/Ha)	Maiz	162,69	162,69	162,69	162,69	162,69
	Soja	353,85	353,85	353,85	353,85	353,85
	Trigo	184,90	184,90	184,90	184,90	184,90

	Año Base: 2015		2016	2017	2018	2019	2020
Ventas	8.259.490,67		29.499.083,25	33.923.945,74	39.012.537,60	44.864.418,24	51.594.080,97
EI	2.507.464,87	0,41	12.158.779,97	13.982.596,96	16.079.986,51	18.491.984,48	21.265.782,15
Compras	3.737.793,23	0,45	13.349.669,86	15.352.120,34	17.654.938,39	20.303.179,15	23.348.656,02
Costos Laborales	350.281,79	0,04	1.251.044,66	1.438.701,36	1.654.506,56	1.902.682,54	2.188.084,93
Arrendamientos	2.076.475,49	0,25	7.416.210,73	8.528.642,34	9.807.938,69	11.279.129,50	12.970.998,92
EF	- 2.588.517,27	- 0,43	- 12.551.805,73	- 14.434.576,59	- 16.599.763,08	- 19.089.727,54	- 21.953.186,67
Costo de Ventas	6.083.498,11		21.623.899,49	24.867.484,41	28.597.607,07	32.887.248,13	37.820.335,35
Margen Bruto	2.175.992,56		7.875.183,76	9.056.461,33	10.414.930,53	11.977.170,11	13.773.745,62
Otros Costos	- 173.632,90	- 0,02	- 620.136,47	- 713.156,94	- 820.130,48	- 943.150,05	- 1.084.622,56
Amortización	- 446.776,85	-	- 419.135,82	- 120.849,72	- 120.849,72	- 15.083,02	- 15.083,02
EBIT	1.555.582,81		6.835.911,48	8.222.454,67	9.473.950,33	11.018.937,04	12.674.040,04
Impuesto a las Gcias	- 544.453,98	- 0,35	- 2.392.569,00	- 2.877.859,12	- 3.315.882,59	- 3.856.627,94	- 4.435.913,99
Resultado Neto	1.011.128,83		4.443.342,47	5.344.595,55	6.158.067,73	7.162.309,10	8.238.126,06
Impuesto a las Ganancias	544.453,98	-	2.392.569,00	2.877.859,12	3.315.882,59	3.856.627,94	4.435.913,99
Amortización	446.776,85	-	419.135,82	120.849,72	120.849,72	15.083,02	15.083,02
Intereses	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	2.002.359,66		7.255.047,30	8.343.304,39	9.594.800,05	11.034.020,06	12.689.123,06

		Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Perpetuidad
Flujos de Fondos	Utilidad Neta	4.443.342	5.344.596	6.158.068	7.162.309	8.238.126	
	Flujos descontados	3.405.568	3.139.600	2.772.577	2.471.565	2.178.849	7.151.591

Tasa de Descuento: CAPM	30,47%
Periodo de Tiempo (n)	5
VAN	21.119.750

CONCLUSION FINAL

Realizando una recapitulación del presente trabajo se puede decir que existen múltiples y variados métodos de valuación de empresas, los cuales en última instancia dependen de la subjetividad del valuador y del objetivo de la misma. Nunca hay que perder de vista qué se está haciendo, para qué y para quién.

Los métodos de valuación de empresas surgen a partir de la consideración de que los Estados Contables tradicionales muestran en forma limitada el valor de la empresa porque solo reflejan información referida al pasado.

Así mismo, las empresas deben ser observadas como empresas en marcha, lo que significa continuidad en el tiempo, y los métodos para valorar empresas permiten medir la capacidad de las mismas para generar valor en el tiempo.

El modelo más utilizado en la práctica y por la mayoría de los asesores y las corporaciones es el de "Descuento de Flujos de Fondos". Para realizar valuaciones en países emergentes determinar la tasa de descuento es un problema que se tiene que enfrentar así como la determinación de los flujos de fondos por la incertidumbre e inestabilidades de los escenarios futuros.

Con respecto a la primera situación mencionada en el párrafo anterior, se utiliza el Modelo de Primas y Ajustes Variables para determinar la tasa del costo del capital a la cual se descontarán los flujos, la cual trata de medir el riesgo asistemático en mercados emergentes. Para la determinación de los flujos, se debe tratar de recabar la mayor cantidad de información posible sobre la empresa bajo análisis y sobre su entorno, tanto para conocer su desempeño actual e histórico así como también para estimar de la manera más racional y aproximado su comportamiento futuro, no dejando de lado la influencia que las variables económicas podrían tener sobre ella.

Desarrollado el marco teórico, se procedió al estudio de la empresa teniendo en consideración las cuestiones antes mencionadas, a determinar los flujos de fondos futuros y la tasa de descuento. Luego se plantea la valuación para un escenario base, uno pesimista y otro optimista modificando las variables que se consideran más volátiles y que tendrían un impacto mayor en los mismos. Se requiere tanto de capacidad técnica como de sentido común para realizar esta tarea.

El objetivo no es acertar los valores descritos, sino fundamentar la decisión que se debe tomar hoy de la mejor manera posible con la información y herramientas que se disponen actualmente.

Es importante mencionar que este trabajo no está exento de limitaciones que influyen en su valuación. Una de ellas es que la empresa al presentar la forma jurídica de Sociedades Simples (denominada así por el nuevo Código Civil y Comercial), no tienen la obligación de realizar estados contables anuales por lo que los mismos fueron confeccionados en base a las declaraciones anuales de ganancias y a la información proporcionada por los dueños de la misma.

Como conclusión del caso, “Monge Juan José y María Dominga S.H.”, presenta un valor actual de \$ 16.884.473 en un escenario neutral o base; de \$12.130.015 en uno pesimista y de \$21.119.750 en el optimista. Si bien existen datos de referencia sobre los ajustes por riesgo asistemático que se realizan en Argentina, queda el desafío de incorporar ese riesgo específico a esta valuación ya que por causas de la coyuntura actual no se tuvo en cuenta.

De acuerdo a lo expresado anteriormente, se puede 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 el modelo particular. Se destaca la importancia de la racionalidad de la interpretación al momento de analizar y entender los resultados obtenidos, por encima de un valor definitivo y fijo para la compañía.

Por último, lo que se pretende con una valuación es determinar un punto de referencia, un intervalo de valores razonables dentro del cual estará incluido el valor definitivo. A pesar de las dificultades, limitaciones y subjetividades del proceso, se ha dado respuesta al objetivo planteado en el presente trabajo.

ANEXOS

Parte I

Cuando se analiza la Evolución Histórica del mercado, los gráficos se realizan en base a los siguientes datos:

Campaña	AREA SEMBRADA (000 HA)					
	TRIGO		MAIZ		SOJA	
	Trigo Total	Trigo Santa Fe	Maíz Total	Maíz Santa Fe	Soja Total	Soja Santa Fe
06-07	5.675,98	707,70	3.578,24	375,37	16.141,34	3.474,60
07-08	5.951,58	753,92	4.239,29	453,60	16.608,94	3.492,20
08-09	4.733,74	351,28	3.501,33	365,30	18.042,90	3.440,86
09-10	3.556,71	317,16	3.671,26	491,85	18.343,94	3.079,28
10-11	4.582,25	444,28	4.561,10	567,42	18.902,26	3.107,74
11-12	4.630,60	433,20	5.000,33	648,40	18.670,94	3.107,80
12-13	3.162,14	502,86	6.133,38	699,20	20.035,57	3.173,50
13-14	3.648,07	643,95	6.098,89	541,90	19.781,81	3.254,77
14-15	5.261,04	925,00	6.034,48	685,85	19.792,10	3.224,55
15-16	4.371,13	647,13	S/D	S/D	S/D	S/D
	45.573,24	5.726,48	42.818,30	4.828,89	166.319,80	29.355,30

Campaña	PRODUCCION TOTAL (000 TN)					
	TRIGO		MAIZ		SOJA	
	Trigo Total	Trigo Santa Fe	Maíz Total	Maíz Santa Fe	Soja Total	Soja Santa Fe
06-07	14.547,96	1.995,60	21.755,36	2.635,12	47.482,79	11.295,74
07-08	16.354,09	2.653,62	22.016,93	2.538,68	46.238,89	11.480,00
08-09	8.376,45	519,85	13.134,44	1.601,66	30.989,47	8.082,86
09-10	9.023,14	993,98	22.663,10	4.006,17	52.675,47	10.432,72
10-11	15.875,65	1.826,50	23.799,83	3.656,82	48.888,54	9.741,35
11-12	14.500,52	1.533,87	21.196,64	3.830,97	40.100,20	8.176,63
12-13	8.025,00	1.369,10	32.119,21	5.463,97	49.306,20	10.509,39
13-14	9.188,34	1.332,94	33.087,17	3.708,46	53.397,72	9.958,83
14-15	13.930,08	2.519,01	33.817,45	4.370,46	61.398,27	11.804,13
15-16	11.298,95	1.872,21	S/D	S/D	S/D	S/D
	121.120,18	16.616,68	223.590,13	31.812,31	430.477,55	91.481,65

Campaña	RENDIMIENTO (Kg/Ha)					
	TRIGO		MAIZ		SOJA	
	Total	Santa Fe	Total	Santa Fe	Total	Santa Fe
06-07	2.626,00	2.889,00	7.666,00	8.513,00	2.971,00	3.290,00
07-08	2.831,00	3.520,00	6.452,00	7.580,00	2.821,00	3.349,00
08-09	1.963,00	1.616,00	5.560,00	6.801,00	1.848,00	2.409,00
09-10	2.757,00	3.180,00	7.804,00	9.718,00	2.905,00	3.393,00
10-11	3.503,00	4.163,00	6.350,00	7.491,00	2.605,00	3.148,00
11-12	3.225,00	3.560,00	5.735,00	6.926,00	2.281,00	2.718,00
12-13	2.658,00	2.801,00	6.604,00	8.735,00	2.539,00	3.317,00
13-14	2.662,00	2.129,00	6.841,00	7.740,00	2.774,00	3.103,00
14-15	2.810,00	2.777,00	7.309,00	8.428,00	3.176,00	3.776,00
15-16	2.864,00	3.131,00	S/D	S/D	S/D	S/D
	27.899,00	29.766,00	60.321,00	71.932,00	23.920,00	28.503,00

Año	PRECIOS PIZARRA PROMEDIOS ANUALES (\$/Tn.)		
	TRIGO	MAIZ	SOJA
2006	332,48	281,72	538,44
2007	450,57	367,63	676,00
2008	491,46	443,77	876,51
2009	488,19	406,36	948,25
2010	S/C	526,25	1.027,24
2011	S/C	746,83	1.308,02
2012	S/C	715,00	1.549,39
2013	1.502,52	902,68	1.828,00
2014	1.384,55	1.156,65	2.483,84
2015	1.558,24	1.613,89	2.894,44

Parte II

A continuación se incorporan los Estados Contables sobre los que se trabajó. Los mismos fueron confeccionados en base a la información proporcionada por la empresa, ya que al ser una Sociedad Simple no presentan balances anuales.

Se incorpora en el cuadro, el análisis de desempeño de la firma, análisis horizontal y vertical tanto del Estado de Situación Patrimonial como del Estado de Resultados. Y por último un cuadro con los principales Ratios obtenidos.

ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL

	2013	Analisis Vertical	2014	Anal. Horizontal 14-13	Analisis Vertical	2015	Analisis Vertical	Anal. Horizontal 14-15
ACTIVO								
Disponibilidades	116.341,62	1,93%	159.166,31	26,91%	2,78%	145.700,27	2,71%	-9,24%
Créditos	199.011,48	3,30%	350.000,00	43,14%	6,10%	350.000,00	6,52%	0,00%
Inversiones	482.405,08	8,01%	139.554,54	-245,67%	2,43%	11.390,00	0,21%	-1125,24%
Bienes de Cambio	2.141.723,57	35,56%	2.507.464,87	14,59%	43,73%	2.588.517,27	48,21%	3,13%
Otros IVA Saldo a favor	171.252,66	2,84%	157.403,74	-8,80%	2,75%	229.704,03	4,28%	31,48%
Otros Ret. Imp. Gcias	98.237,18	1,63%	87.940,64	-11,71%	1,53%	145.687,34	2,71%	39,64%
Total Corriente	3.208.971,59	53,29%	3.401.530,10	5,66%	59,32%	3.470.998,91	64,64%	2,00%
Bs Uso VO Histórico	5.512.900,70	91,54%	5.523.576,57	0,19%	96,33%	5.536.673,05	103,11%	0,24%
Amor. Acum	- 2.908.093,62	-48,29%	-3.399.652,80	-14,46%	-59,29%	- 3.846.429,65	-71,63%	11,62%
Inmuebles	208.466,75	3,46%	208.466,75	0,00%	3,64%	208.466,75	3,88%	0,00%
Total No Corriente	2.813.273,82	46,71%	2.332.390,51	-20,62%	40,68%	1.898.710,14	35,36%	-22,84%
TOTAL	6.022.245,41	100,00%	5.733.920,61	-5,03%	100,00%	5.369.709,05	100,00%	-6,78%
PASIVO								
Ds. Bancarias	577.000,00	9,58%	514.249,00	-12,20%	8,97%	111.000,00	2,07%	-363,29%
Ds. Financieras	810.125,00	13,45%	633.825,00	-27,82%	11,05%	326.000,00	6,07%	-94,42%
Deudas Proveedores	736.273,50	12,23%	410.505,32	-79,36%	7,16%	178.373,33	3,32%	-130,14%
Agro cabal	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	376.542,00	7,01%	100,00%
Sueldos y Cargas Social	23.213,34	0,39%	-	-100,00%	0,00%	51.590,88	0,96%	100,00%
Otros	40,96	0,00%	-	-100,00%	0,00%	-	0,00%	0,00%
Fiscales	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	187.683,79	3,50%	100,00%
Alquileres	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-	0,00%	0,00%
Total Corriente	2.146.652,80	35,65%	1.558.579,32	-37,73%	27,18%	1.231.190,00	22,93%	-26,59%
Otros Pasivos	-	0,00%	-	0,00%	0,00%	-	0,00%	0,00%
Total No Corriente	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL	2.146.652,80	35,65%	1.558.579,32	-37,73%	27,18%	1.231.190,00	22,93%	-26,59%
PATRIMONIO NETO								
Rdo. Del ejercicio	820.677,62	13,63%	850.998,64	3,56%	14,84%	1.011.128,83	18,83%	15,84%
Por diferencia	3.054.914,99	50,73%	3.324.342,65	8,10%	57,98%	3.127.390,22	58,24%	-6,30%
TOTAL	3.875.592,61	64,35%	4.175.341,29	7,18%	72,82%	4.138.519,05	77,07%	-0,89%
TOTAL P + PN	6.022.245,41	100,00%	5.733.920,61	-5,03%	100,00%	5.369.709,05	100,00%	-6,78%

ESTADO DE RESULTADOS

	2013	Analisis Vertical	2014	Anal. Horizontal 13-14	Analisis Vertical	2015	Analisis Vertical	Anal. Horizontal 13-14
INGRESOS POR VENTAS	5.374.031,53	100,00%	7.016.972,97	23,41%	100,00%	8.259.490,67	100,00%	15,04%
Existencia al inicio	1.788.729,44	33,28%	2.141.723,57	16,48%	30,52%	2.507.464,87	30,36%	14,59%
Compras	3.821.939,04	71,12%	5.434.627,70	29,67%	77,45%	6.164.550,51	74,64%	11,84%
Existencia al cierre	- 2.141.723,57	-39,85%	- 2.507.464,87	-14,59%	-35,73%	- 2.588.517,27	-31,34%	3,13%
COSTO DE MERCADERÍAS VENDIDAS	3.468.944,91	64,55%	5.068.886,40	31,56%	72,24%	6.083.498,11	73,65%	16,68%
MARGEN BRUTO	1.905.086,62	35,45%	1.948.086,57	2,21%	27,76%	2.175.992,56	26,35%	10,47%
Gastos Administración y Comercialización	- 73.262,98	-1,36%	- 147.298,71	-50,26%	-2,10%	- 173.632,90	-2,10%	15,17%
Amortizaciones del ejercicio	- 569.242,69	-10,59%	- 491.559,18	-15,80%	-7,01%	- 446.776,85	-5,41%	-10,02%
Resultado antes de Impuestos	1.262.580,95	23,49%	1.309.228,68	3,56%	18,66%	1.555.582,81	18,83%	15,84%
Impuesto a las ganancias	- 441.903,33	-8,22%	- 458.230,04	3,56%	-6,53%	- 544.453,98	-6,59%	15,84%
RESULTADO NETO	820.677,62	15,27%	850.998,64	3,56%	12,13%	1.011.128,83	12,24%	15,84%

Analisis de Ratios

Tasa de crecimiento ventas	dV			
Margen bruto de ventas	GB / V	35,45%	27,76%	26,35%
Total de Gastos / Ventas	TG / V	76,51%	81,34%	81,17%
Ganancia final / Ventas	GF / V	15,27%	12,13%	12,24%
Ganancia final / Patrimonio neto (final)	ROE	21,18%	20,38%	24,43%
Ganancia final / Activo total (final)	ROA	13,63%	14,84%	18,83%
Cobertura intereses	GAIT / I			
Rotación Créditos = V / Créditos	V / C	27,00	20,05	23,60
Rotación Proveedores = CV / Proveedores	CV / P	4,71	12,35	34,11
Rotación inventarios = CV / Inventarios	CV / I	1,62	2,02	2,35
Días de cobro Créditos		13,52	18,21	15,47
Días de pago a Proveedores		77,47	29,56	10,70
Días de Inventarios		225,35	180,56	155,31
Liquidez tesoreria = Caja y bancos / PC	C / PC	0,05	0,10	0,12
Liquidez corriente = AC / PC	AC / PC	1,49	2,18	2,82
Endeudamiento = Pasivo / PN	PT/PN	0,55	0,37	0,30
Solvencia = Activo Total / Pasivo Total	AT/PT	2,81	3,68	4,36
Tasa crecimiento sostenido = ROE*r / (1-ROE*r)	TCS	0,27	0,26	0,32
Tasa crecimiento interno = ROA*r / (1-ROA*r)	TCI	0,16	0,17	0,23
Ganancia retenida / Ganancia final	r	1,00	1,00	1,00

Parte III

Para la confección de los flujos de fondos se utilizó la cotización de los cereales en el mercado de futuro, lo que se detalla a continuación:

Mercados de Chicago y Kansas

Precios de Cierre en U\$S / TN

miércoles, 05 de octubre de 2016

Periodo	Trigo				Maíz		Soja	
	Chicago/1	Chicago/2	Chicago/2	Chicago/2	Chicago/3	Chicago/3	Chicago/4	Chicago/4
oct-16	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
nov-16	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	351,55	-2,48
dic-16	148,81	3,49	152,48	4,41	136,90	-0,20	0,00	0,00
ene-17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	354,03	-2,11
mar-17	156,43	3,22	158,55	4,41	140,74	-0,30	356,49	-2,11
may-17	161,49	3,40	162,50	4,41	143,50	-0,30	358,78	-2,02
jul-17	165,63	3,58	166,36	4,41	146,25	-0,20	360,71	-2,11
ago-17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	360,62	-1,93
sep-17	171,40	3,86	171,69	4,13	148,81	-0,20	356,58	-1,84
oct-17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
nov-17	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	353,85	-1,38
dic-17	178,56	3,49	179,85	4,41	152,16	-0,20	0,00	0,00
ene-18	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	342,46	-1,33
mar-18	184,17	3,31	185,36	4,32	155,80	-0,30	343,13	-1,15
may-18	186,56	3,12	188,76	4,13	159,74	0,00	344,20	-1,06
jul-18	184,90	1,56	188,49	3,21	159,74	0,00	334,45	-1,24
ago-18	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	339,94	-1,24
sep-18	0,00	0,00	0,00	0,00	159,34	0,20	332,32	-1,24
nov-18	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	334,49	-1,24
dic-18	0,00	0,00	0,00	0,00	159,84	-0,10	0,00	0,00
jul-19	0,00	0,00	0,00	0,00	166,04	-0,10	339,98	-1,24
nov-19	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	332,36	-1,24
dic-19	0,00	0,00	0,00	0,00	162,69	-0,10	0,00	0,00

1/ N° 2 blando colorado; N° 2 duro colorado de invierno. 2/ Colorado duro de invierno. 3/ N° 2 amarillo. 4/ N° 2 amarilla. Fuente: Thomson Reuters y CMA.

Parte IV

Datos utilizados en la determinación de la tasa de costo del capital.

ESTIMACION DEL BETA - CALCULO CAPM

Molinos Río de la Plata S.A.		
Año	Precio Acción	Rendimiento
2004	4,71	
2005	3,97	- 0,157190515
2006	3,74	-0,056178982
2007	9,40	1,511905652
2008	9,09	-0,033175698
2009	11,90	0,308900524
2010	27,90	1,344537815
2011	30,00	0,075268817
2012	25,90	-0,136666667
2013	29,00	0,11969112
2014	36,00	0,24137931
2015	83,00	1,305555556

Riego de Mercado: Merval		
Año	Índice Merval	Rendimiento
2004	137.537.000	
2005	154.331.006	0,122105368
2006	209.000.000	0,354232085
2007	215.172.998	0,029535876
2008	107.966.003	-0,498236284
2009	232.072.998	1,149500691
2010	352.359.009	0,518311101
2011	246.262.988	-0,301102053
2012	285.429.004	0,159041423
2013	539.102.979	0,888746313
2014	857.901.953	0,591350793
2015	1.167.517.969	0,360899069

Prom Rend Molinos Río	0,411275176
Var Molinos Río	0,378074016
DS Molinos Río	0,614877237

Prom Rend Mercado	0,306762216
Var Mercado	0,211830635
DS Mercado	0,460250622

Covarianza Merc/Empresa 0,032922702

Beta 0,155419926

Tasa libre de Riesgo 0,2511 BONO DE MAS LARGO PLAZO: Bonar 2020+325 al 06/10/16

Rendimiento de mercado 0,5962 DEL 6/10/2016

CAPM 0,304728834

Fecha	Índice Merval	Rendimiento
06/10/2015	1.069.483.984	
06/10/2016	1.707.065.039	0,5962

BIBLIOGRAFIA

PRINCIPAL:

- Dapena Fernández, Juan Lucas, *“Finanzas de la Empresa, toma de decisiones y subjetividad”*, Segunda Edición, Octubre 2015.
- Lopez Dumrauf, Guillermo, *“Finanzas Corporativas, un enfoque latinoamericano”*, Editorial Alfaomega, Tercera Edición, 2013.
- Poza, Ernesto J., *“Empresas Familiares”*, Tercera Edición, 2011.
- Bolsa de Cereales, *Informes: Indicadores de Coyuntura Agropecuaria*, años 2013, 2014, 2015 y Primer Semestre 2016.
- www.agrolavoz.com.ar
- www.ravaonline.com
- www.bcr.com.ar

SECUNDARIA:

- Pablo Fernández, *“Métodos de Valoración de Empresas”*, IESE Business School, Universidad de Navarra, Documento de Investigación 2008.
- 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.
- Gabriela Calcaterra y Hector A. Rainaud, *“La Empresa Familiar Agropecuaria”* – Colección Errepar – 1ra Edición 2014.
- Lozano Posso, Melquicedec , *“El Protocolo en las Empresas de Propiedad Familiar”* – Estudios Gerenciales, num 74, enero-marzo 2000, Universidad ICESI, Cali, Colombia.
- Claudio Lomello, *“La importancia del diagnóstico”* –Trabajo de investigación y aplicación preparado para UES 21, CoCEF, DIB y OMin – 2016.
- *“Empresa Familiar: Trampas y Fortalezas”* - Nota Técnica de la División de Investigación del IESE, Universidad de Navarra, Barcelona-Madrid.
- Echaiz Moreno, Daniel – *“El Protocolo Familiar. La contractualización en las familias empresarias para la gestión de las empresas familiares”* – Boletín Mexicano de derecho comparado, 2010, UNAM, México.
- Memorias 2013, 2014 y 2015 de Molinos Rio de la Plata S.A.
- Trabajos Finales de MBA sobre Valuación de Empresas.