

Martin, Santiago

Valuación de Molinos Rio de la Plata

**Tesis para la obtención del título de posgrado de
Especialista en Dirección de Finanzas**

Director: Tapia, Sebastián Alejandro

Documento disponible para su consulta y descarga en Biblioteca Digital - Producción Académica, repositorio institucional de la Universidad Católica de Córdoba, gestionado por el Sistema de Bibliotecas de la UCC.



Universidad Católica de Córdoba
ICDA Escuela de Negocios

Especialización en Dirección de Finanzas

Trabajo Final Integrador

Valuación de Molinos Río de la Plata

Autor: Santiago Martín

Tutor: MBA Sebastián Alejandro Tapia

Córdoba

2019

Resumen

En el presente Trabajo Final Integrador se desarrolla una estimación del valor de mercado de Molinos Río de la Plata S.A. al 31 de diciembre de 2018 utilizando el Método de Flujos Descontados como metodología principal y el de múltiplos comparables como metodología alternativa.

Molinos Río de la Plata S.A. configura un grupo integrado de empresas relacionadas con el sector alimenticio que realiza al 31 de diciembre del 2018 principalmente las actividades de industrialización y comercialización de todo tipo de productos alimenticios incluyendo, entre los más relevantes, aceites comestibles, pastas secas, congelados, harina fraccionada, yerba, arroz, vinos y espumantes.

Es una de las empresas líderes de la industria alimenticia de Sudamérica, con llegada a más de 50 países en todo el mundo.

A los fines de arribar a la valoración final el presente Trabajo Final Integrador aborda en primer lugar un análisis cualitativo de Molinos Río de la Plata S.A. (incluyendo, entre otros, su historia, la industria en la cual se encuentra inserta, sus segmentos de negocio y su gobierno corporativo) para luego realizar un análisis integral de los Estados Financieros más recientes de la misma.

Con dicha información cualitativa y cuantitativa se realiza una estimación de los futuros flujos de fondo que tendrá la compañía bajo análisis en un horizonte temporal de análisis definido en el presente trabajo. Dicho flujo de fondos incluye tanto los resultados operativos como también las variaciones de capital de trabajo y las necesidades de CAPEX. Los flujos mencionados anteriormente se descuentan a una tasa que se determina en un apartado del presente trabajo y que tiene en cuenta los riesgos propios de la compañía bajo análisis como también los riesgos del sector y país en donde se encuentra funcionando. Al valor actual arribado bajo la metodología mencionada anteriormente se le sustrae el valor de mercado de la deuda para de esa forma arribar al valor de mercado de Molinos Río de la Plata S.A.

El Precio por Acción al cual se arribó por el método de flujos descontados fue de 65 centavos de dólar. Teniendo en cuenta el Tipo de Cambio del día 31 de diciembre de 2018 según el Banco Nación Argentina (37,70) el valor por acción en moneda local arribado es de 24,63 pesos argentinos. En la Conclusión de este Trabajo Final se analiza la razonabilidad de dicho resultado con el valor de mercado que la acción tenía al 31 de diciembre de 2018.

Índice de Contenidos

1. INTRODUCCION	4
1.1. Planteamiento del problema	4
1.2. Objetivos y Organización.....	6
1.3. Alcance	7
1.4. Metodología	7
2. MARCO TEORICO.....	8
2.1 Valor Contable.....	8
2.2. Valoración por múltiplos.....	9
2.3. Métodos basados en el descuento de flujo de fondos	10
2.4. Determinación del método a utilizar	11
3. ANALISIS DEL CONTEXTO Y DE LA INDUSTRIA.....	12
3.1. Contexto Macroeconómico global durante el 2016,2017 y 2018.....	12
3.2. Contexto Macroeconómico argentino durante el 2016, 2017 y 2018.....	14
3.3. Año 2019 y perspectivas.	18
3.4. Industria	19
4. LA COMPAÑÍA (MOLINOS RIO DE LA PLATA S.A.)	20
4.1. Introducción	20
4.2. Historia	20
4.3. Estructura Societaria y Composición Accionaria.....	23
4.4. Reorganización Societaria	25
4.5. Segmentos de Negocio.....	26
4.6. Establecimientos de la Compañía	28
4.7. Órganos de Gobierno Societario	28
4.7. Breve Reseña de la Situación Económica-Financiera reciente de la Compañía.....	29
5. ANALISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS	31
5.1 Estado de Situación Patrimonial Consolidado – Análisis Vertical	32
5.2 Estado de Situación Patrimonial Consolidado – Análisis Horizontal.....	37

5.2 Estado de Resultados – Análisis Vertical	39
5.2 Estado de Resultados – Análisis Horizontal (Incluye análisis por Negocio)	44
5.3 Análisis de Ratios.....	50
5.3.1 Situación de liquidez	50
5.3.2 Estructura de Endeudamiento	51
5.3.3 Rentabilidad económica.....	52
5.3.4 Índices de Actividad	53
6. VALUACION POR EL METODO DE FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS	54
6.1. Proyección de Flujo de Fondos.....	56
6.1.1. Resultados Obtenidos	77
6.2. Tasa de Descuento	77
6.2.1. Costo del Capital Propio (Ke).....	78
6.2.1. Costo de la Deuda (Kd)	81
6.2.1. Weighted Average Cost of Capital - WACC	83
6.3. Valor de Mercado de la Deuda.....	85
6.4. Valor de la Firma	87
7. VALUACION POR EL METODO DE MULTIPLOS COMPARABLES.....	88
8. ANALISIS DE SENSIBILIDAD.....	89
8. CONCLUSIONES	90
9. ANEXOS	95
Bibliografía	97

1. INTRODUCCION

1.1. Planteamiento del problema

En general las empresas modernas poseen mucho más valor que el que reflejan en sus balances y estados de resultados.

Si bien la doctrina no ha determinado una definición única, el Dr. Enrique Fowler Newton, referente en la temática contable, define a la contabilidad como *“Una disciplina técnica que, a partir del procesamiento de datos sobre la composición y evolución del patrimonio del ente, los bienes de terceros en su poder, y ciertas contingencias, produce información para la toma de decisiones de administradores, terceros interesados y la vigilancia”* (Newton, 2003). Más allá de la indudable importancia de la contabilidad en el mundo empresarial, como toda técnica posee diversas limitaciones que generan que el valor de libros difiera, en ciertas ocasiones considerablemente, con el precio de mercado de las compañías, sea el mismo público (cuando existen una cotización bursátil de la compañía en cuestión) o privado (en el caso de que no cotice en un mercado organizado). Algunas de las limitaciones de la contabilidad para reflejar un valor más representativo de la Compañía son, entre otras las siguientes:

- Los hechos económicos son cuantificados con ciertas reglas particulares que pueden ser aplicadas de diferentes maneras (Ochoa Setzer, 2002).
- Los estados financieros no representan el valor del ente económico sino el valor de los recursos y obligaciones tangibles. Es decir que no cuantifica otros elementos esenciales como recurso humano, producto, mercado, marca, etc. (Ochoa Setzer, 2002).
- La contabilidad determina un valor desde un punto de vista estático, que por lo tanto no tiene en cuenta el futuro de la situación de la compañía (Fernandez, 2008).

Como se mencionó previamente el valor contable suele diferir considerablemente con el precio de mercado. Cabe entonces preguntarse si el precio de mercado es el verdadero valor de la compañía. Warren Buffet explica la diferencia en una sencilla frase *“El precio es lo que se paga,*

el valor es lo que se recibe".¹ En términos más académicos (Fernandez, 2008) considera que el valor no debe confundirse con el precio, que es la cantidad a la que el vendedor y el comprador acuerdan realizar una operación de compraventa de una empresa. El autor asevera que esta diferencia se puede explicar por múltiples razones, entre ellas las situaciones particulares de cada vendedor y de cada comprador.

En el caso de los mercados organizados, la influencia de la homogeneizada oferta y demanda licuan los efectos distorsionadores de las situaciones particulares de cada vendedor y de cada comprador, pero aun así no significa que la cotización bursátil de una determinada compañía sea igual al valor de la misma a un momento determinado.

En la teoría económica la noción de la competencia (o mercado) perfecta describe una situación en donde se encuentran las siguientes características:

- Los ofertantes y los demandantes son infinitos;
- No existen barreras de entrada ni de salida;
- Existe una perfecta movilidad de los factores;
- Existe perfecta información;
- No existen costos de transacción.

En mercados con estas características se podría asumir o estimar que su valor es su precio de mercado, que se forma por la conjunción de la oferta y la demanda (Valls Martinez, 2001).

Si bien la bolsa es uno de los mercados que más se asemejan a la utopía del mercado perfecto, dista de ser tal. Esto se debe a que si bien existen muchos oferentes y demandantes los mismos no son infinitos y presentan diferencias significativas en cuanto a su poder de mercado, a que existen costos de transacción que limitan las operaciones especialmente de los jugadores más pequeños y a que la información dista de ser perfecta para los distintos participantes del mercado.

Es necesario mencionar que los mercados de capital emergentes poseen mayores imperfecciones que los mercados situados en países desarrollados, debido a que son más propensos a riesgos políticos, económicos e institucionales (Pereiro & Galli, 2000) y dado a que no se encuentran lo suficientemente desarrollados aun (falta de cantidad de participantes, inequidad en el poder de mercado entre los distintos participantes y amplia asimetría de información).

¹ Warren Edward Buffett (Omaha, 1930) es un inversor y empresario estadounidense. Es considerado uno de los más grandes inversores en el mundo, además de ser el mayor accionista y Director Ejecutivo de Berkshire Hathaway. Fuente: (Schroeder, 2018)

En este marco el valor de las empresas, especialmente en mercados emergentes, tiende a diferir del precio de mercado de las mismas. A los fines de obtener una valoración estimada, no una cifra exacta ni única, es necesario someter a la información contable y económica a un proceso de valuación, siendo esta la problemática que se abordará en este Trabajo Final Integrador.

1.2. Objetivos y Organización

El Trabajo Final Integrador perseguirá como objetivo principal el de estimar el valor de mercado de Molinos Rio de la Plata S.A. (en adelante Molinos o la Compañía), al 31 de diciembre de 2018, utilizando el método de Flujo de Fondos Descontados (FFD) como método principal y el método de múltiplos comparables como complemento, a los fines de comparar los resultados obtenidos con el valor de la cotización pública de dicha compañía.

A tales fines, será necesario realizar un análisis integral de la compañía a valuar con el propósito de contar con la información necesaria para realizar una estimación lo más aproximada y profesional posible. Este análisis integral incluirá, no taxativamente, los siguientes conceptos: una reseña histórica de la compañía, un análisis de su composición accionaria y de su gobierno corporativo, del contexto macro económico local e internacional en la que se encuentra inserta al momento de la valuación, de sus principales negocios, de su desempeño histórico y de las perspectivas a futuro.

Adicionalmente, se abordarán las características principales y las limitaciones de los diferentes métodos de valoración de una empresa que son mayormente utilizados en la práctica a los fines de fundamentar el motivo de la elección del método de Flujo de Fondos Descontados (FFD) como método principal y el método de múltiplos de compañías o transacciones comparables como método de corroboración de los valores obtenidos por el primero.

Se desarrollarán los cálculos pertinentes a los fines de obtener la valuación de la Compañía a la fecha determinada y bajo el método de valuación seleccionado. A los fines de un mayor valor agregado al Trabajo Final Integrador se realizará un análisis de sensibilidad a los resultados obtenidos a los fines de observar como las distintas variables tienen impacto en la valuación de la compañía.

Por último, se expondrán las conclusiones y se realizará una comparación con el valor bursátil de la compañía.

1.3. Alcance

El Trabajo Final Integrador se limitará a aplicar una determinada metodología de valuación sobre una empresa pública a un momento determinado del tiempo. Los resultados obtenidos del presente no pretenden ser una valoración exacta de la misma ni un valor de referencia para terceros, sino el resultado de un cálculo aritmético encuadrado en determinadas variables y estipulaciones que se definirán en el mismo.

El modelo de valuación utilizado, se basa en premisas y supuestos que, al momento de efectuar las proyecciones, se consideran como los escenarios más probables para el autor del presente trabajo conforme su conocimiento, experiencia e información disponible al momento de la valuación. Los resultados que se deriven del presente trabajo deben considerarse bajo el cumplimiento de los supuestos y premisas del modelo de valuación utilizado y, por lo tanto, deben adaptarse en consecuencia, si surgen nuevos hechos económicos, políticos y/o sociales que alteren los supuestos con los que se ha trabajado para estimar el valor de la Compañía

1.4. Metodología

El Trabajo Final Integrador tendrá el carácter de un trabajo académico-profesional.

El mismo será una investigación aplicada de tipo descriptivo, que utilizara el método de Flujo de Fondos Descontados y el método de Múltiplos Comparables a los fines de valorar una empresa específica (Molinos Rio de la Plata S.A.) que cotiza en el Merval y luego comparar los resultados obtenidos con la cotización pública de la misma.

Dado que el trabajo se inició a fines de 2018 pero se desarrolló mayoritariamente en el año 2019 y el último ejercicio completo anual de la Compañía a la fecha de la valuación era el cerrado el 31 de diciembre de 2018, a los efectos de la valuación se utilizaron dichos los estados contables y la valuación fue realizada al 31 de diciembre de 2018.

Para la confección del marco teórico se realizaron indagaciones y se analizó información secundaria que consistió en distintas consultas bibliográficas que se citan en la Bibliografía.

Para el análisis integral de la compañía también se analizó información de carácter secundario. En este caso se relevaron balances societarios, memorias anuales y trimestrales, notas a los estados contables, información de la prensa, comunicados a la CNV, entre otra información relevante de Molinos.

2. MARCO TEORICO

Las metodologías genéricas más utilizadas en la práctica financiera, como también analizadas por la doctrina especializada, a los fines de valorar empresas son las siguientes: el valor contable, las valoraciones por múltiplos y los métodos de flujo de fondos descontados.

A continuación, se hará una descripción de cada uno de los métodos y con posterioridad se determinará los motivos considerados a los fines de determinar el método de valuación para el presente Trabajo Final Integrador.

2.1 Valor Contable

El valor contable de las acciones (también llamado valor en libros, patrimonio neto o fondos propios de la empresa) es el valor de los recursos propios que figuran en el balance (capital y reservas). Es también la diferencia entre el activo total y el pasivo exigible (Fernandez, 2008).

Este método es el más sencillo debido a que no exige realizarle modificaciones ni adaptaciones significativas a la información contable. Sin perjuicio de que es el método de valuación que según la doctrina más falencias presenta.

Las distintas variantes del mismo determinan el valor de la empresa desde una perspectiva estática y retrospectiva, por ende, ignoran la posible evolución futura de la empresa y el valor del dinero en el tiempo. Adicionalmente, no tienen en cuenta otros factores que influyen en el valor de una empresa (o en el riesgo de la misma) como la situación de la industria, los recursos humanos o los problemas organizacionales. Otra falencia a remarcar es que los criterios utilizados para confeccionar la información contable están sujetos a mucha subjetividad de los usuarios que preparan la misma y que en distintos países las GAAP contables presentan diferencias, sin perjuicio de los distintos proyectos de convergencia que se vienen realizando en los últimos años.²

Una variante de este método es el valor contable ajustado o valor del activo neto real. El mismo tiene como objetivo salvar la limitación que supone el aplicar criterios puramente contables en la valuación. A tales fines ajusta los valores contables de ciertos pasivos y activos hacia valores

² GAAP: Generally Accepted Accounting Principles (Principios de Contabilidad Generalmente Aceptados).

de mercado. La limitación que sigue padeciendo este método es que continúa valuado solo los activos tangibles de la empresa.

Si bien los distintos métodos de valuación contable son sencillos y sirven como una primera perspectiva del posible valor de una empresa, los mismos son restringidos y poseen numerosas limitaciones como las mencionadas anteriormente.

2.2. Valoración por múltiplos

A diferencia del método anterior, la valoración por múltiplos utiliza solamente información del Estado de Resultados de la empresa a valorar y utiliza información del Estado de Situación Patrimonial como el método de valor contable. Su metodología implica obtener un valor de la empresa a través de la magnitud de sus beneficios, de sus ventas o de algún otro indicador relevante. Dentro de esta categoría podemos mencionar tres sub-métodos:

- *Valor de los beneficios. PER.:* Según este método el valor de las acciones se obtiene multiplicando el beneficio neto anual por un coeficiente denominado PER (Price per Earning).

PER: Precio de la Acción/ Beneficio de la Acción

En ciertas ocasiones se utiliza para este cálculo el PER relativo, que es el PER de la empresa dividido entre el PER del país.

- *Múltiplo de EBITDA:* Este método compara el valor de una empresa con los beneficios brutos antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones. Es un método muy extendido en virtud de que es más objetivo que otros al excluir conceptos más discrecionales tales como la estructura de endeudamiento y su correlato en los intereses y las depreciaciones. La fórmula es la siguiente:

$$\text{Múltiplo de EBITDA} = \frac{\text{Capitalización de Mercado} + \text{Caja} - \text{Deuda Financiera}}{\text{EBITDA}}$$

- *Múltiplo de las Ventas:* Este método consiste en estimar el valor de una empresa usando un multiplicador de sus ventas. Dicho multiplicador depende de la industria en la cual se encuentra situada la empresa y de la coyuntura económica del momento.

Como *benchmark* puede utilizarse un múltiplo de referencia de empresas del mismo sector.

Entre las ventajas que posee este método podemos mencionar:

- Las ventas son el elemento del estado de resultados más difícil de manipular.
- Puede utilizarse aun si hay resultados negativos.
- Posee menos volatilidad que el Price Earning.
- Puede servir para visualizar cambios en la política de precios y otras decisiones estratégicas.

Sin perjuicio, una de las principales desventajas de este sub-método de múltiplos es que no refleja la capacidad de control de costos y márgenes de la empresa.

En términos generales, si bien los métodos basados en múltiplos comparables proporcionan indicadores comparativos del valor estimado de una empresa respecto a cifras informadas por el mercado (siempre que estén disponibles), poseen un problema en común que es la dificultad de encontrar empresas comparables. En mercados emergentes, cierta información necesaria para utilizar estos métodos no es accesible al público y es necesario extraerla de empresas similares de mercados más industrializados. Sin perjuicio, la distorsión generada por la normativa contable en distintos países mencionada anteriormente vuelve a generar los mismos problemas.

2.3. Métodos basados en el descuento de flujo de fondos

Fernández los define como métodos que tratan de determinar el valor de una empresa a través de la estimación de flujos de dinero que la misma generara en el futuro, para luego descontarlos a una tasa apropiada según el riesgo de dichos flujos de fondos (Fernandez, 2008).

Existen ciertas variantes de este método, siendo las dos más importantes las siguientes:

- Estimar el valor de los activos: Este método descuenta los flujos de fondos operativos (Free Cash Flow), esto es los fondos generados por las operaciones, sin tener en cuenta la deuda financiera, después de impuestos. Este método se focaliza en el rendimiento de los activos de la empresa después de impuestos, bajo el supuesto de empresa en marcha. Al valor arribado se le resta la deuda financiera neta a los fines de arribar al valor del patrimonio.

$$\text{Valor de la empresa o valor de los activos: } = \frac{\sum CFF_n}{(1+CPPC)^n}$$

Siendo:

CFF: Flujo de fondos generado por la empresa antes de intereses con el efecto impositivo.

CPPC: Costo promedio ponderado del capital (o sus siglas en ingles WACC).

Este método prescinde de la financiación para focalizarse en el rendimiento económico, afectado por impuestos, de los activos y teniendo en cuenta las inversiones necesarias para continuar el negocio. En caso de que la empresa no tuviera deuda el Free Cash Flow sería idéntico al Flujo de fondos para el accionista que se explicará a continuación.

- Estimar el Valor del Patrimonio: Se parte del Free Cash Flow y se le sustraen los flujos de fondos de pagos de intereses (neto de impuestos) y el capital de la deuda y se le adiciona los incrementos de nuevas deudas. Se puede ilustrar de la siguiente forma:

$$CFac = FCF - [\text{intereses pagados} \times (1-t)] - \text{pagos del capital} + \text{nueva deuda}$$

Este *cash flow* supone que existe una determinada estructura de deudas. En este caso, al actualizar el flujo de fondos para los accionistas estamos realizando una valoración de las acciones de la empresa (no del activo) por lo cual la tasa a utilizar para realizar el descuento será la rentabilidad exigida por los accionistas. La fórmula aplicable en esta metodología es la siguiente:

$$\text{Valor de la empresa para el accionista} = \frac{\sum CFacn}{(1+Ke)^n}$$

Siendo:

Cfa: Flujo de fondo para el accionista, tal como fue definido anteriormente.

Ke: Rendimiento esperado por el accionista

2.4. Determinación del método a utilizar

En la actualidad, generalmente, se recurre al método de flujo de fondos descontados para la valoración de empresas porque constituye el único método conceptualmente correcto. Esta afirmación se basa en que considera la empresa como un ente generador de flujo de fondos y para obtener su valor, se calcula el valor actual de dichos fondos utilizando una tasa de riesgo apropiada a dichos fondos (Fernandez, 2008). Los demás métodos, si bien útiles, son utilizados como aproximaciones sencillas de calcular al valor de la compañía y pueden servir de referencia

para evaluar la razonabilidad de los valores a los que se arribe mediante la aplicación del método de flujo de fondos descontados.

Por otro lado, al ser Molinos una compañía que cotiza en el Merval y dadas las regulaciones actuales de la Comisión Nacional de Valores (CNV) de la República Argentina su información contable y societaria es abundante y pública.

Dados estos dos factores a los efectos del presente trabajo se utilizará el método de Flujo de Fondos Descontados a los fines de realizar la valuación de Molinos Rio de la Plata S.A. al 31.12.2018.

Como se mencionó en la introducción a este Trabajo Integrador se utilizará el método de múltiplos de forma secundaria y no de forma principal en virtud de que presenta una gran ventaja que es que con rapidez se puede realizar y permitirle al usuario establecer relaciones con empresas del mismo sector. Sin embargo, su falta de rigor académico no le permite ser considerado un método principal. Por último, descartamos al método contable en virtud de que presenta fuertes desventajas tales como que no se tiene en cuenta el valor tiempo del dinero, se llega a un resultado para una fecha determinada exclusivamente, posee problemas normativos y no tiene en cuenta la situación operativa de la empresa y su vinculación con el resto del entorno macro.

3. ANALISIS DEL CONTEXTO Y DE LA INDUSTRIA

En el presente apartado se realizará un análisis de las principales condiciones económicas, políticas y sociales que afectan al contexto global y a la industria particular donde desarrolla sus negocios las compañías.

3.1. Contexto Macroeconómico global durante el 2016,2017 y 2018³

La economía mundial se expandió solamente un 2.2% en el año 2016, siendo esta la menor tasa de crecimiento desde la Gran Recesión del año 2009. Entre los factores que generaron el leve crecimiento de la economía es factible mencionar al débil ritmo de inversión, la disminución del crecimiento del comercio internacional, el lento crecimiento de la productividad y los elevados niveles de deuda de los países.

³ Sección elaborada en base a información obtenida del informe de Situación y perspectivas de la economía mundial (de cada uno de los años) de la página web de las Naciones Unidas (<http://www.un.org/es>) y en base al Informe Perspectivas de la economía mundial del Fondo Monetario Internacional de fecha 16 de enero de 2017(<https://www.imf.org/es>).

Otro factor altamente influyente en este bajo crecimiento son los bajos precios de las materias primas que se vienen advirtiendo desde mediados del 2014.

Sin perjuicio, esta tasa de crecimiento promedio oculta ciertas divergencias entre los diferentes grupos de países. El crecimiento repunto durante el 2016 en economías desarrolladas, pero se observó una desaceleración inesperada en algunas economías particulares.

Las perspectivas económicas globales permanecen sujetas a incertidumbres de importancia y riesgos hacia la baja, que pueden tener el potencial de obstruir la modesta aceleración en el crecimiento que se proyecta para los próximos años. Algunos de estos riesgos se derivan de las decisiones políticas en las economías desarrolladas. Las tasas negativas en Japón y Europa pueden traer impactos poco claros. Adicionalmente, las subidas en la tasa de interés en los Estados Unidos es otra política que podría traer consecuencias poco predecibles.

Los diferenciales de tasas entre economías generan el riesgo de una mayor volatilidad financiera, un vuelo de los flujos de fondos hacia la calidad y un ajuste fuerte de los tipos de cambio. En el marco actual en donde los países se encuentran altamente endeudados estos riesgos se multiplican.

En relación a los países de la región, el crecimiento en la mayoría de esos se desaceleró. Brasil, cuya economía se encuentra vinculada directamente con la Argentina, continuó su recesión y se encontraba envuelta en inconvenientes políticos y sociales. Durante el año 2017 la economía global creció a aproximadamente 3%, lo que represento un fuerte recupero en relación al periodo anterior (mayor tasa de crecimiento desde el año 2011).

Los mejoramientos cíclicos en Argentina, Brasil, la Federación de Rusia y Nigeria a medida que esas economías superaban la recesión también explican aproximadamente un tercio del aumento de la tasa de crecimiento mundial entre 2016 y 2017. Asimismo, Europa y Asia cerraron un incremento de aproximadamente el 3.9%.

El comercio internacional repunto durante el 2017 pero se mantiene en niveles menores a los promedios históricos. Principalmente por la demanda de importaciones desde Asia Oriental incentivada por la demanda interna de la región. Adicionalmente, en las principales economías la demanda de bienes de capital aumentó debido a las mejores condiciones de inversión.

En relación a los países de América del Sur el crecimiento según CEPAL fue de 0.8% para el 2017 tras dos años de contracción económica. Los mejores precios de las materias primas, junto con la recuperación no sólo de la actividad y el comercio mundial, sino también del comercio intrarregional, se han reflejado en un aumento de las exportaciones de América Latina, las cuales crecieron por primera vez tras cuatro años de descensos.

Desde la perspectiva financiera América Latina se vio beneficiada durante el 2017 por las bajas tasas de interés internacionales, de menos volatilidad financiera y de una disminución en la percepción del riesgo. En este marco la entrada de capitales a los mercados accionarios y de bonos de los países latinoamericanos se recuperó a lo largo del año.

Durante el año 2018 el crecimiento mundial fue de un 3.1% explicado por un crecimiento de las economías desarrolladas de 2.2% y un crecimiento de 5.6% para las economías en desarrollo.

Se produjo un aumento en las tensiones comerciales de las principales potencias económicas. Las medidas adoptadas por la gestión Trump (Estados Unidos) para aumentar aranceles a la importación desencadenaron distinto tipo de represalias y contra represalias.

La región evidenció un pobre desempeño para el año 2018. Los problemas económicos de los principales integrantes (Argentina y Brasil, sumado a las constantes complicaciones de Venezuela) afectaron directamente el crecimiento de la región que se situó en 0.4%, muy por debajo del promedio de los países en desarrollo.

Las escaladas de las tensiones comerciales citadas precedentemente produjeron un empobrecimiento en las condiciones financieras mundiales, lo que llevó a mayores volatilidades principalmente en países o regiones con vulnerabilidades propias.

3.2. Contexto Macroeconómico argentino durante el 2016, 2017 y 2018⁴

La actividad económica argentina se contrajo durante el periodo 2016 en aproximadamente un 2%. Esta disminución en términos generales se debió a una retracción importante en la inversión, a una caída en el consumo privado y a una reducción del gasto público, compensado solo parcialmente por un aumento en las exportaciones. La situación de la actividad económica descrita anteriormente se debió tanto a factores de carácter externo como internos.

Por el lado de los factores internos, a fines del año 2015 el gobierno nacional desreguló el mercado cambiario lo que conllevó a una marcada devaluación de la moneda local con relación a la norteamericana, eliminó los derechos y cupos a la exportación (excepto para la soja) e instrumentó una política monetaria restrictiva. Por otro lado, se solucionó el conflicto con los

⁴ Sección elaborada en base a información obtenida del informe de Balance Preliminar de las Economías de América Latina y el Caribe de la página web de CEPAL. (<https://www.cepal.org/es>) e información de la página web del INDEC (Instituto Nacional de Estadísticas y Censos)

holdouts⁵ lo que posibilitó la vuelta a los mercados de capitales internacionales. Por el lado de los factores externos, la recesión de Brasil complicó el panorama del país.

La desregulación del mercado cambiario, que conllevó a una devaluación de la moneda local, la quita de retenciones a los productos primarios más el aumento de las tarifas de los principales servicios públicos aceleraron el proceso inflacionario. La misma pasó de un promedio de 26,5% en el 2015 a aproximadamente un 40% en el 2016 (la más alta en catorce años).⁶ Esta situación conllevó a que el poder adquisitivo (salarios, jubilaciones y otras asignaciones) se disminuyera en aproximadamente un 5%, conllevando a una disminución en el consumo privado (que se estimó cercano al 2% de caída), siendo esto uno de los factores de la contracción del Producto Bruto Interno (PBI).

Desde el punto de vista de la política fiscal, los gastos primarios continuaron creciendo a un ritmo más intenso que los ingresos, alcanzando un déficit del 3.8% del PBI. Adicionalmente, en el marco del blanqueo de capitales se decidió reducir gradualmente la alícuota de bienes personales (impuesto al patrimonio).

De forma conjunta el Ministerio de Economía y el Banco Central de la República Argentina utilizaron distintas herramientas de la política monetaria a los fines de estabilizar el nivel general de precios. En ese marco el Banco Central elevó fuertemente la emisión de letras de deuda (conocidas como LEBAC), alcanzando un volumen similar a la base monetaria con tasas que comenzaron por encima del 30% a principios de año y luego fueron disminuyendo a aproximadamente un 26% a fines del mismo. Adicionalmente, se confeccionó durante este periodo, un régimen cambiario flexible que en conjunto con la vuelta a los mercados de capitales logró recomponer las reservas y prácticamente eliminar las tensiones cambiarias de años anteriores. Otro factor que generó un ingreso de dinero al país fue una política de exteriorización de capitales⁷.

⁵ Los holdouts o fondos buitres son fondos de capital que invierten en deuda pública de una entidad o un país cercano a la quiebra y por ende pagan menos que su valor nominal y luego litigan y presionan para cobrar el 100% de la misma.

⁶ Durante el 2016 se discontinuó por algunos meses el cálculo de inflación que realiza el INDEC. Esto generó la dificultad de tener un único número de la inflación oficial para este periodo. El porcentaje expuesto es el publicado por el IPC Congreso, un índice que la oposición en el congreso difundió confeccionado a través del promedio de consultoras privadas.

⁷ En otras palabras, existió un régimen de acogimiento voluntario que permitió legalizar tenencias no declaradas al fisco (en moneda nacional o extranjera) y demás bienes en el país o en el exterior abonando un impuesto especial cuya tasa varía entre el 10% y el 15% dependiendo de las condiciones de ingreso al régimen.

Desde el punto de vista de política exterior, según el INDEC la balanza de pagos⁸ cerró con un déficit de 15.024 millones de dólares, mejorando la performance en un 10% con respecto al 2015. Por el lado de la balanza comercial, la misma finalizó el 2016 con un superávit de 2.128 millones de dólares (contra un déficit de 2.969 millones de dólares registrado en 2015). Dicho superávit se explica por un aumento del 1,7% de las exportaciones y una caída del 6,9% de las importaciones.

Por último, el desempleo⁹ durante el 2016 cerró en un 7,6% de la población económicamente activa, lo que refleja una disminución del 0,9% con relación al tercer trimestre del 2015. En cuanto a la pobreza, según la Universidad Católica Argentina (UCA), cerró el año 2016 en el 30,3% y afecta a aproximadamente 13,3 millones de personas. Durante el 2016 dicho porcentaje aumentó en 1% si se compara con los datos elaborados por dicha universidad para el año 2015.

Con relación al periodo 2017 la actividad económica argentina creció aproximadamente un 2,9% lo que superó las expectativas, confirmando de esta forma la recuperación iniciada en el tercer y el cuarto trimestre del 2016.

El repunte de la economía se basó en factores internos y externos. Con relación a los primeros se puede destacar el aumento de la obra pública y privada (después de caer en 2016 reboto a una tasa de aproximadamente 10% para el 2017) y la mayor actividad crediticia de los bancos. Con relación a los factores foráneos se destaca principalmente el recupero económico del Brasil lo que motivó un crecimiento de las exportaciones argentinas.

Las exportaciones se mantuvieron estables no así las importaciones que presenciaron un crecimiento importante y generalizado.

Desde la perspectiva del consumo doméstico, según la consultora privada Kantar, volvió a caer durante el 2017 en aproximadamente un 1%.

La inflación durante el periodo 2017 fue de 24,8% según el INDEC lo que significó una abrupta disminución con relación al año anterior, pero un importante desvío con relación a las estimaciones iniciales.

Párrafo aparte se merece la Ley de Reforma Tributaria (Ley 27.430) que se sancionó en diciembre del 2017. El cambio más importante a los efectos de este trabajo es que estableció que la tasa del impuesto a las ganancias para las sociedades de capital -incluidas las SAU y las SAS- y los establecimientos permanentes será del 30% para los ejercicios que se inicien a partir del

⁸ La balanza de pagos es el indicador que da cuenta de todas las transacciones económicas concretadas por el país con el resto del mundo.

⁹ Entendido como la falta de trabajo para aquellas personas que buscando actividad no la encuentran.

1/1/2018 hasta el 31/12/2019, y se reducirá al 25% para los ejercicios posteriores. También se gravan los dividendos que distribuyan los citados sujetos con una alícuota del 7% o del 13% para los períodos citados, respectivamente.

El año 2018 fue muy negativo en relación a las expectativas que la gran mayoría de los analistas económicos manejaban a fines del 2017.

Distintos factores de origen interno y externo desataron una crisis cambiaria y económica (con algunos matices políticos) que afectaron fuertemente los indicadores económicos del país.

Por un lado, el vuelo a la calidad (generado principalmente por una política de suba de tasa del Tesoro de los Estados Unidos), que era uno de los factores de riesgo analizados en apartados anteriores, de los inversores globales afectó de forma significativa a los países en desarrollo. Dicho impacto se potenció en aquellos países cuyo porcentaje de endeudamiento era más significativo en relación a su Producto Bruto Interno y a su capacidad de re pago. En ese grupo se encontraron principalmente Turquía y la Argentina. Esta situación llevo a una fuerte alza del Riesgo País y a la necesidad de acudir, nuevamente, al Fondo Monetario Internacional a solicitar un préstamo para disipar las dudas (al menos en el corto plazo) de una posible cesación de pagos.

Por otro lado, las altas tasas de interés que pagaban las Letras del Banco Central en Argentina, provocó que muchos fondos locales y extranjeros apostaran al *carry trade*¹⁰, durante el 2017 y principios del 2018. Posteriormente, a mediados de 2018, ciertas incertidumbres políticas en Argentina, sumado a los problemas externos mencionados anteriormente, generaron que dichos fondos se alejen de las inversiones en pesos argentinos, generando muy fuertes depreciaciones de la moneda local.

Estas depreciaciones generaron adicionalmente una fuerte alza en los precios internos, generándose una inflación estimada para fines del 2018 de aproximadamente 41%.

De la mano con esta situación la República Argentina se enfrentó a una sequía histórica que afectó de forma directa el negocio del agro y con ello al conjunto del Producto Bruto Interno y las Exportaciones.

Los diferentes aspectos planteados anteriormente llevaron al gobierno (bajo instrucciones del Fondo Monetario Internacional) a establecer determinadas medidas de ajuste fiscal y monetario que llevarían a una caída de aproximadamente un 2,5% del Producto Bruto Interno para este año y una disminución fuerte las perspectivas para los años siguientes.

¹⁰ La bicicleta financiera (en inglés *carry trade*) o bicicleta a secas, es una inversión realizada en moneda local para, luego de un determinado plazo, obtener un beneficio en moneda extranjera.

La Universidad Católica Argentina no había realizado su habitual medición de la pobreza en la fecha en la cual se finalizaba este Trabajo, sin perjuicio el director del Observatorio de la Deuda Social Argentina de dicha institución adelantó a medios periodísticos que a fines del 2018 la pobreza alcanzaría la cifra del 32%.¹¹

3.3. Año 2019 y perspectivas.

Desde la perspectiva internacional, según el Fondo Monetario Internacional existe una proyección de que el crecimiento mundial alcance el 3,9% para el 2019 pero con una expansión no tan uniforme como se preveía anteriormente. Por ejemplo, las proyecciones para Japón, el Reino Unido y la Zona del Euro fueron revisadas por este organismo para la baja como consecuencia de un rendimiento de la actividad negativo para principios del 2018. En cuanto a los mercados emergentes y en desarrollo las perspectivas también son desiguales en un contexto marcado por la suba del precio del petróleo, el aumento de las rentabilidades de las compañías de los Estados Unidos, crecientes tensiones comerciales y las presiones que genera el mercado sobre las monedas de algunos países con funcionamiento económico débil.

En una perspectiva de mediano plazo (5 años) según distintas fuentes consultadas que se expondrán en apartados siguientes, el mundo crecerá aproximadamente en promedio 3,6% mientras que la inflación será de aproximadamente del 2,22%.

El presente trabajo se confeccionó parcialmente, tal como se mencionó anteriormente, durante el año 2019. Hasta el mes de octubre inclusive la economía argentina continuó evidenciando una situación financiera y económica similar a la surgida en el 2018.

En agosto 2019, en las elecciones Primarias Abiertas Secretas y Obligatorias se impuso la fórmula Alberto Fernández – Cristina Fernández de Kirchner. Resultado que logró convalidar a fines de octubre en las Elecciones Generales cambiando así el partido gobernante de la República Argentina.

El gobierno que comandará Alberto Fernández, y que tendrá como principal jefa política a la ex presidenta genera a la fecha de la redacción del presente Trabajo Final Integrador algunos rechazos por parte del sector empresario y del mercado de capitales en general ante posibles políticas económicas que afecten determinados intereses.

¹¹ Diario Perfil. Agosto de 2018. "Para la UCA, la devaluación elevó la pobreza al 32%". Recuperado de: <https://www.perfil.com/noticias/economia/agustin-salvia-para-la-uca-la-devaluacion-elevo-la-pobreza-al-32.phtml>

La recesión mencionada sumada a las implicancias políticas tuvo como resultado una fuerte tensión cambiaria (especialmente en el segundo semestre) generando una devaluación de aproximadamente 50%. A los fines de controlar el frente cambiario el gobierno volvió a aumentar las tasas de interés con su consecuente efecto recesivo en el Producto Bruto Interno y especialmente en el consumo.

Las variables utilizadas a los fines de la presente valuación (tales como la inflación, el tipo de cambio o el PBI) son las más cercanas existentes a la fecha que se realizó el trabajo (segundo semestre 2019) por lo que ya contienen los efectos recesivos y cambiarios mencionados anteriormente.

3.4. Industria¹²

Según la COPAL (Coordinadora de las Industrias de Productos Alimenticios) durante el 2016 se registró una caída en orden al 3.2% en la actividad de la industria con relación al periodo 2015. Mientras que en el periodo 2017 se evidencio un leve recupero de aproximadamente 0.7%

La industria de Alimentos y Bebidas presento un decrecimiento de 1.5% en el periodo 2018. La capacidad instalada alcanzo un valor de 61.8%, inferior al 63% de la Industria en general. El Índice de Precios al Consumidor de Alimentos y Bebidas evidencio una suba de 47.1% durante todo el 2018. Por último, el nivel de empleo de esta industria sufrió una caída de 0.8% (en total emplea a cierres del 2018 aproximadamente 376 mil trabajadores). No se esperan mejoras considerables para el año 2019 y 2020.

En cuanto al consumo, según un informe de la consultora Kantar¹³, cayó en el 2018 un 1% y acumulo ocho meses negativos consecutivos.

Las perspectivas del consumo para el año 2019 y 2020 según las consultoras Scentia y Kantar no son favorables. Se espera una caída promedio en el 2019 de 6% mientras que el 2020 mantendría la tendencia negativa, pero a un ritmo del 4% aproximadamente.

Según el mismo informe, durante el ejercicio se evidencio una fuerte contracción de las primeras marcas y un crecimiento de aquellas de bajo precio.

¹² Sección elaborada en base a información obtenida de los informes anuales "Informe de la Industria de Alimentos y Bebidas" de la COPAL (Coordinadora de las Industrias de Productos Alimenticios) y el Informe de Actividad Anual de la Industria de Alimentos y Bebidas publicado por el Ministerio de Producción de la Nación.

¹³ Según información expuesta en la Memoria al Balance al 31 de diciembre de 2018 de la Compañía.

Dentro de las categorías más afectadas podemos mencionar refrigerados/congelados, lácteos y cuidado personal.

El consumo en supermercados y similares experimentó una suba para los primeros dos trimestres de 2,8% y 1,6% superior a iguales trimestres del 2017, pero luego de la fuerte devaluación, la caída para los últimos dos trimestres fue de 4.9% y de 17%.

4. LA COMPAÑÍA (MOLINOS RIO DE LA PLATA S.A.)

4.1. Introducción

Molinos Río de la Plata S.A. (en adelante “Molinos” o “la Compañía” o “Grupo Molinos” indistintamente) configura un grupo integrado de empresas relacionadas con el sector alimenticio que realiza al 31 de diciembre del 2018 principalmente las actividades de industrialización y comercialización de todo tipo de productos alimenticios incluyendo, entre los más relevantes, aceites comestibles, pastas secas, congelados, harina fraccionada, yerba, arroz, vinos y espumantes.

Es una de las empresas líderes de la industria alimenticia de Sudamérica, con llegada a más de 50 países en todo el mundo.

Es una entidad constituida bajo la legislación argentina, sujeta a la Ley General de Sociedades y las normas de la Comisión Nacional de Valores (CNV). La misma se encuentra autorizada para la oferta pública y listado de sus valores negociables por la CNV y Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA) y para la negociación secundaria de sus obligaciones negociables en el Mercado Abierto Electrónico (MAE).

4.2. Historia

Como consecuencia del potencial agroexportador de la República Argentina, Ernesto Bunge y Jorge Born en 1899 dieron inicio a Bunge & Born, empresa que creció con el comercio internacional de granos.

En el año 1902, con la idea de continuar desarrollando localmente el potencial agropecuario de nuestro país y de ingresar en el sector de alimentos industrializados en particular el de harinas industriales, fundaron la compañía S.A. de Molinos Harineros y Elevadores de

granos Molinos Río de la Plata, instalando un molino harinero en el dique III de Puerto Madero, ciudad de Buenos Aires.

S.A. de Molinos Harineros y Elevadores de granos Molinos Río de la Plata comenzó elaborando dos productos: harina industrial con marcas Favorita, Delicia y Preferida, y un producto para la alimentación animal denominado Semitín, los cuales ya eran exportados a diferentes países del mundo.

En 1925, en el marco de un proceso de diversificación, la empresa incursiona con la producción de otro de sus productos que la llevarían a ser una importante empresa alimenticia. Iniciaron con la elaboración de aceite de algodón al que luego se le sumaría el de girasol, lino y maní. Con el transcurso de los años, la vasta experiencia en el comercio de granos, llevó a que la empresa se posicionara como una de las líderes mundiales en la producción de aceites.

En los años treinta el gobierno nacional apostaba a la sustitución de importaciones¹⁴ como política económica para fomentar el desarrollo de la industria nacional, favoreciendo la compañía en lo que respecta a la diversificación y expansión. Ya en 1932 la organización sustituye el nombre original, para adoptar el nombre actual: "Molinos Río de la Plata".

En 1935, año en el que comienza a cotizar sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, la empresa decide ingresar en categorías como arroz, harina, yerba mate, fideos, aceites especiales –como el aceite de uva– y luego ingresar a categorías aún más elaboradas como premezclas, sémolas y rebozadores. Nacen así marcas que serán “íconos del hogar” como Blancaflor, Río, Cocinero, Nobleza Gaucha, Exquisita, Vitina y Preferido.

Sus principales marcas surgen en el transcurso de las siguientes décadas. Así en 1932 nace el aceite Cocinero; a comienzos de la década del '40 ingresa en la categoría de la yerba mate con la emblemática marca Nobleza Gaucha así también como en el mundo del aceite de oliva envasando una mezcla de aceite de oliva con otras variedades como aceite de girasol y maní, sin embargo, su primer aceite de oliva extra virgen Lira fue lanzado en 1950. En 1943 aparece la sémola Vitina uno de los productos paradigma en la alimentación infantil. En el año 1950 la compañía crea Lira el primer aceite de oliva extra virgen de Argentina, en 1956 nace

¹⁴ Los efectos de la crisis desatada en 1929 afectaron las bases sobre las que se apoyaba la economía agroexportadora. Los países que tradicionalmente compraban la producción argentina comenzaron a proteger e impulsar su propia producción de bienes primarios (Inglaterra, por ejemplo, firmó el Tratado de Ottawa, de preferencias imperiales, en 1932). En este contexto, la Argentina vio reducidas sus exportaciones en volumen y en precio, situación que ocasionó una falta de divisas en el país y redujo su capacidad de compra en el mercado internacional. Esta escasez de divisas originó la necesidad de fabricar internamente muchos productos que antes se importaban, estimulando lo que se dio en llamar “industrialización basada en la sustitución de importaciones” (ISI). (Rapoport, 2009)

Blancaflor como la primera harina leudante, en el año 1959 surge Exquisita como un desarrollo superador de la harina siendo los primeros polvos para preparar bizcochuelos y en la década del `70 se presenta al mercado Preferido, rebozador que nació como primera opción diferencial al pan rallado, entre otras marcas importantes que surgen con el transcurso de los años.

En el año 1978 la compañía adquiere una empresa clave para el desarrollo de Molinos del Río de la Plata S.A.: Matarazzo, empresa que creció hasta convertirse en uno de los más importantes símbolos de la pasta italiana en la República Argentina.

En el año 1997 Molinos adquiere a Cargill la marca Granja del Sol introduciéndose así al mercado de alimentos congelados.

Durante todo este tiempo, y con la idea de obtener la mejor materia prima del campo argentino, Molinos dio un vigoroso impulso a la actividad agrícola en el país, mediante el asesoramiento al productor, la ayuda en la compra de implementos y la entrega de simientes seleccionados, inclusive a crédito.

En el año 1999, la firma es adquirida por la Familia Pérez Companc (a través del Pérez Companc Family Group), lo que marca un giro importante para Molinos, ya que a partir de ese momento comienza por un lado la consolidación de marcas innovadoras y por otro el ingreso y reafirmación del sector de gráneles. La idea de la nueva dirección fue la de generar cadenas de valor integradas y conseguir materias primas para luego elaborar los productos, lo que permite a Molinos Río de la Plata adquirir parte de PecomAgra, una empresa agrícola dedicada a la producción, procesamiento primario y exportación de materia prima.

Molinos se fue convirtiendo de a poco en uno de los principales compradores nacionales de productos del agro argentino, particularmente en el mercado de oleaginosas y de cereales, carnes, yerba, arroz y vegetales, entre otros.

Para el año 2000 Molinos Río de la Plata ya era una empresa líder en el rubro alimenticio a nivel sudamericano y el primer exportador argentino de productos alimenticios con marca.

A partir del 2001, Molinos replantea su visión estratégica, sin dejar de lado el mercado local, se enfoca en lograr un mayor desarrollo de los negocios internacionales, como forma de buscar nuevos caminos de crecimiento rentable. Este desarrollo se basó en dos grandes lineamientos. En primer lugar, la exportación de productos de valor agregado con marca y en segundo lugar la exportación de "commodities" (especialmente aceite crudo de girasol, pellets y aceite de soja) por otra. La estrategia sin lugar a dudas tuvo éxito ya que la empresa exporta a más de 50 países.

Durante los últimos años, Molinos Río de la Plata adquirió varias empresas. Dos de esas adquisiciones son Virgilio Manera Sacifi y el Grupo Estrella S.A. –por un total de u\$s 50 millones–

. En 2008 desembolso u\$s 12,5 millones a la chilena Comercial Carrozi S.A para adquirir el 50% del paquete accionario de Bonafide Golosinas S.A., convertida hoy en Compañía Alimenticia Los Andes S.A y finalmente en el 2012, Molinos, adquiere el 99% de la ex Bonafide Golosinas.

Con fecha 21 de marzo de 2016 las sociedades Molinos Agro S.A. y PCF S.A. celebraron un acuerdo preliminar de fusión y escisión iniciando una reorganización societaria que será detallada con mayor precisión en el apartado 4.4. *Reorganización Societaria* debido a la fuerte implicancia del mismo en la vida económica de Molinos Rio de la Plata S.A.

4.3. Estructura Societaria y Composición Accionaria

El Grupo Molinos se encuentra compuesto por diversas subsidiarias que se consolidan bajo la sociedad Molinos Rio de la Plata S.A. Las subsidiarias consolidadas ¹⁵ y sus respectivas participaciones al 31 de diciembre del 2018 son las siguientes:

Tabla I. Subsidiaras consolidadas

Sociedad	Participación
Molinos de Chile y Rio de la Plata Holding S.A.	100%
Molinos do Brasil Comercial e Industrial Ltda.	100%
P.C.A International S.A.	100%
Bodega Ruca Malem S.A.	100%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

Al cierre del ejercicio 2018 el Grupo Molinos también poseía inversiones en asociadas y negocios conjuntos, que debido a la falta de control sobre las mismas no son consolidadas a los fines contables si no que son valuadas al Valor Patrimonial Proporcional¹⁶. La participación sobre

¹⁵ Las subsidiarias deben ser consolidadas cuando el inversor tiene control sobre las mismas. La definición, en términos generales, de control según la Norma Internacional de Información Financiera 10 es el siguiente:

“Un inversor controla una participada cuando está expuesto, o tiene derecho, a rendimientos variables procedentes de su implicación en la participada y tiene la capacidad de influir en esos rendimientos a través de su poder sobre ésta.”

En todos los casos Molinos era poseedor al 31.12.2018 del 100% de las subsidiarias que consolidó. En ese marco se entiendo que tenía el poder suficiente para controlarlas.

¹⁶ Según el método de la participación, la inversión en una asociada se registrará inicialmente al coste, y se incrementará o disminuirá su importe en libros para reconocer la porción que corresponde al inversor en el resultado del ejercicio obtenido por la entidad participada, después de la fecha de adquisición. El

las asociadas o los negocios conjuntos no consolidados al 31 de diciembre de 2018 era la siguiente:

Tabla II. Asociadas y Negocios Conjuntos (en miles de ARS)

Sociedad	Actividad	Participación	Valor al 31.12.2018	Resultado 2018
California Olive Ranch Inc.	(1)	19.41%	-	381.147
Novaceites S.A.	(2)	50%	182.873	145.296
Viña Cobos S.A.	(3)	50%	301.798	320.374

- (1) Producción y comercialización de aceite de oliva, aderezos, salsas para pastas, sopas saborizadas y productos orgánicos.
- (2) Importación, distribución, comercialización, compra y venta por cuenta propia o ajena de aceites vegetales para el consumo humano y la representación de marcas comerciales de empresas nacionales y/o extranjeras.
- (3) Producción y elaboración de vinos.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

Las acciones de Molinos cotizan en la Bolsa de Buenos Aires bajo la denominación de "MOLI". Al 31 de diciembre de 2018, el capital emitido y autorizado de Molinos se compone de un total de 201.415.127 acciones ordinarias escriturales de valor nominal \$1 cada una, el cual se encuentra dividido en 836.891 acciones clase A, con derecho a cinco votos por acción, y 200.578.236 acciones clase B, con derecho a un voto por acción.

Los principales tenedores de las acciones de Molinos al 31 de diciembre del 2018, según información pública de la Comisión Nacional de Valores, son los siguientes:

Tabla III. Tenedores de acciones

Sociedad	Participación
P.F.C S.A.	75.03%
ANSES FGS Ley 26.425	20.05%
Oferta Pública	4.92%

inversor reconocerá, en su resultado del ejercicio, la porción que le corresponda en los resultados de la participada. Las distribuciones recibidas de la participada reducirán el importe en libros de la inversión. (NIC 28)

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

Como puede observarse en el cuadro previo, Molinos es controlada en forma directa por PCF S.A., una sociedad constituida el 7 de julio de 1930 bajo las leyes de la Argentina. Dicha entidad es titular del 75,03% del capital social de Molinos y del 75,38% de los votos. P.F.C S. A pertenece a la familia Pérez Companc.

El estado argentino a través de la ANSES posee la primera minoría con un 20,05% del capital accionario.

El resto del capital accionario se encuentra distribuido en el resto de la oferta pública.

4.4. Reorganización Societaria

A fines del año 2015 se dio inicio a un análisis de conveniencia y factibilidad sobre una posible reorganización societaria del Grupo Molinos. Luego de décadas de crecimiento, los dos principales negocios (Marcas y Gráneles) de la Compañía, los mismos alcanzaron un nivel de madurez y magnitud que generó, según la mirada del Directorio, la necesidad de profundizar sus capacidades diferenciales. Adicionalmente, se consideró que la circunstancia de desarrollar las actividades de dos grandes líneas de negocio bajo una única estructura societaria constituía una situación atípica en el mercado.

Según se detalla en el Balance de Molinos Rio de la Plata al 31 de diciembre de 2017 en la Nota 1.1.2 sub índice b) los motivos de la reorganización son los siguientes: *“La conveniencia de la consideración por parte de los Directorios antes reseñada radicó en que la Escisión-Fusión facilitará y promoverá la adopción de estrategias de crecimiento distintas para cada línea de negocio basadas en la diferencia microeconómica existente entre los mismos, adaptadas y focalizadas sin restricciones a sus propios mercados, riesgos y procesos organizacionales, generando mayor valor y oportunidades de negocios.”*

En este marco, se propuso la escisión de los negocios vinculados a la industrialización y comercialización de granos y oleaginosas (Negocio de Gráneles) de los negocios vinculados a la producción y comercialización de alimentos envasados de consumo masivo (Negocio de Marcas).

A tales fines con fecha 21 de marzo del año 2016 la Sociedad Molinos Agro S.A. y PCF S.A. firmaron un acuerdo (aprobado oportunamente por el directorio de ambas y luego por las respectivas asambleas) en donde se sentaron las bases para realizar: (a) la escisión de negocios mencionada anteriormente y su posterior fusión con Molinos Agro S.A. adquiriendo esta última el

carácter de sociedad absorbente; (b) fusionar Molinos Rio de la Plata S.A. con PCF S.A. mediante la absorción de esta última.

Previo a la reorganización societaria Molinos Rio de la Plata S.A, era controlada en forma directa por PCF S.A., una sociedad constituida el 7 de julio de 1930 bajo las leyes de la Argentina. Dicha entidad era titular del 75,03% del capital social de Molinos y del 75,38% de los votos. P.F.C S. A pertenece a la familia Pérez Companc.

Como conclusión relevante a los fines de este Trabajo Integrador de lo expuesto anteriormente, Molinos Rio de la Plata S.A. (la Compañía) será la continuadora del Negocio de Marcas mientras que Molinos Agro S.A. se focalizará en el Negocio de Gráneles.

A partir del 1° de Julio de 2016, ambas compañías – Molinos Rio de la Plata S.A. y Molinos Agro S.A. – operan de manera independiente en sus negocios de Marca y Gráneles.

Con fecha lunes 19 de julio del 2017 las acciones de Molinos Agro S.A. (crushing de granos) y de Molinos Rio de la Plata S.A. (alimentos) comenzaron a cotizar de forma separada en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Los accionistas de Molinos Río canjearon cada acción que poseían por 0,19 acciones de Molinos Agro y 0,80 de Molinos Agro, clases A y B, según corresponda.

El proceso de reorganización tiene un fuerte impacto a los fines del desarrollo del presente trabajo de investigación dado que se extrae de la Compañía una línea de negocios que representa un porcentaje importante de su actividad y genera modificaciones significativas en los Estados Financieros. A estos fines en el apartado 5 *Análisis de Estados Financieros* se detallarán los efectos de la reorganización en los Estados Financieros utilizados para el presente Trabajo Integrador, las limitaciones que surgieron a los fines de aplicar las técnicas y procedimientos necesarios para una correcta valuación de la Compañía y los supuestos y criterios adoptados a los fines de mitigar dichas limitaciones. Adicionalmente, en los casos que se consideró necesario para un mayor entendimiento del lector, se han agregado aclaraciones y/o comentarios en las distintas secciones que componen este Trabajo Integrador.

4.5. Segmentos de Negocio

Tal como se explicó precedentemente previo a la reorganización societaria Molinos rio de la Plata S.A. poseía dos Segmentos o Unidades de Negocio bien diferenciadas. La unidad de Gráneles que abarcaba todas las actividades de industrialización y comercialización de granos y oleaginosas y la unidad de Marcas que abarcaba todas las actividades relacionadas con la producción y comercialización de alimentos envasados de consumo masivo (Negocio de Marcas).

Al 31 de diciembre de 2018 la Compañía se encuentra únicamente operando el Segmento de Marcas.

La alta gerencia de la Compañía opto por segregar en dos sub Negocios: El Negocio de Alimentos y el Negocio de Bodegas.

En la actualidad la Compañía realiza la producción y comercialización de alimentos envasados de consumo masivo tanto en la República Argentina como en el exterior (a casi toda América y países europeos y asiáticos).

La principal estrategia definida por la Compañía es el desarrollo de marcas conectadas a las tendencias de los consumidores, a través de productos ricos, saludables y accesibles.

Los rubros comercializados en la actualidad son: Pastas, yerba, vinos, aceites, panificados, congelados, arroz y snacks.

El Management posee siete desafíos estratégicos:

- Incrementar la frecuencia del consumo de fideos atacando las barreras de consumo;
- Construir escala para ser referentes de la expansión global de los vinos argentinos premium;
- Acelerar la expansión de la plataforma de snacks saludables;
- Aumentar la penetración de milanesas saludables haciéndola aceptable para toda la familia;
- Mantener el liderazgo en categorías maduras fortaleciendo marcas "ícono";
- Desarrollar eficiencias de escala a través de toda la cadena de valor;
- Evaluar permanentemente oportunidades de crecimiento.

Las marcas que posee hoy la Compañía, clasificadas de acuerdo a aquellas marcas denominadas en crecimiento y aquellas conocidas como emblemáticas, como consecuencia al vínculo que ya han logrado con el consumidor.

Tabla IV. Clasificación de Marcas

MARCAS DE CRECIMIENTO	MARCAS EMBLEMÁTICAS
<ul style="list-style-type: none"> • Matarazzo (Pastas secas y congeladas) • Lucchetti (Pastas secas, arroz, caldos, sopas) • Vienísima (Salchichas) • Granja del Sol/ Patitas (Alimentos congelados) • Preferido (Pan rallado y rebozador) • Exquisita (Horneadles /gelificables) • Gallo (Arroces) • Arlistán (Cafés) • Don Vicente (Pastas) • Lira (Aceites) • Minerva (Jugo de Limón) • Bodega Nieto Senetiner(vinos de alta gama) 	<ul style="list-style-type: none"> • Cocinero (Aceites) • Blancaflor(Harinas) • Favorita (Harinas, pastas) • Nobleza Gaucha (Yerbas) • Cruz de Malta (Yerbas) • Manty(Margarinas) • Good Mark (Hamburguesas)

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

4.6. Establecimientos de la Compañía

Al 31 de diciembre del 2018 la compañía contaba con once plantas industriales (de las cuales diez se encuentran en la República Argentina y una en Italia), tres bodegas y siete centros de distribución.

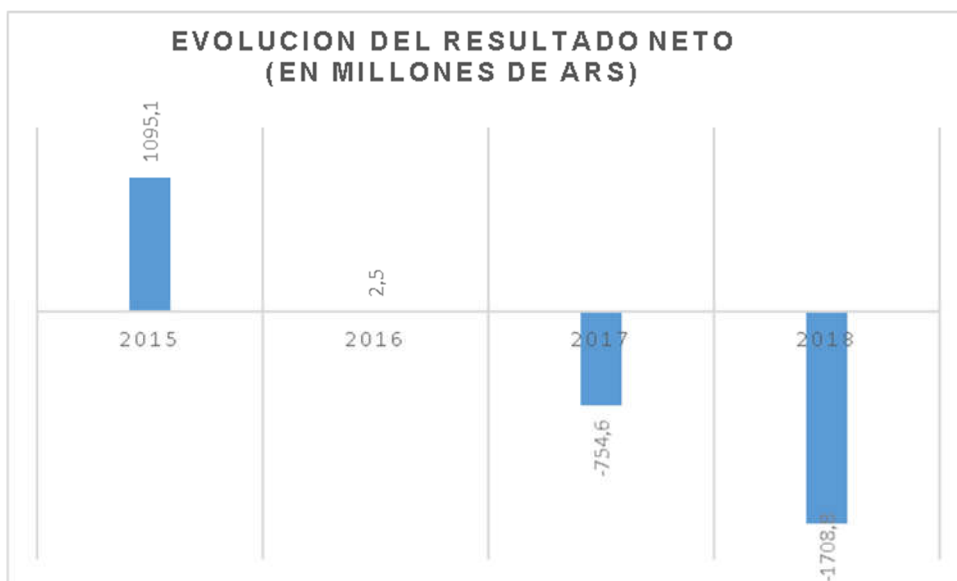
4.7. Órganos de Gobierno Societario

En lo que respecta a la dirección, el máximo órgano de gobierno es el Directorio, compuesto del número de miembros que fija la asamblea, entre un mínimo de tres y un máximo de once. El Gerente General no forma parte del Directorio y esto asegura un alto grado de independencia de las decisiones del Directorio. Se realizan reuniones en forma mensual, para lo cual, los miembros del Directorio cuentan con amplia información, tanto para la definición de la estrategia como para el seguimiento y evaluación de la gestión.

4.7. Breve Reseña de la Situación Económica-Financiera reciente de la Compañía

Los resultados netos para la Compañía no han sido positivos en los últimos tres ejercicios. El año 2018 finalizó con una caída de 1.702 millones de pesos, superior a la pérdida de 754 millones de pesos del ejercicio 2017. El ejercicio 2016 (en valores nominales, no ajustados por inflación) obtuvo una leve ganancia de 2.5 millones de pesos. Todos estos resultados fueron significativamente inferiores a los resultados para el periodo 2015 (incluyendo los efectos de la reorganización societaria) tal como se puede apreciar en el siguiente gráfico:

Figura I. Evolución del Resultado Neto (en millones de ARS)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2017 de la Compañía. Los resultados de los periodos 2015 y 2016 se encuentran expuestos en valores nominales.

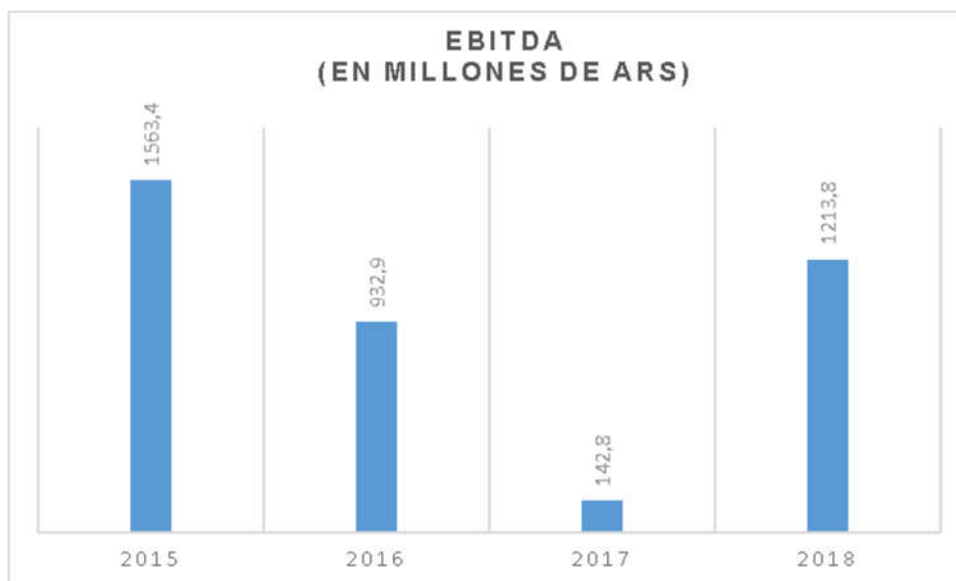
Los principales motivos del magro resultado de la Compañía son los siguientes:

- Por un lado, los costos y gastos centrales se incrementaron fuertemente mientras que las ventas crecieron, pero en menor medida. El segmento de aceites, de gran envergadura para el negocio, fue el más perjudicado. (principalmente en el ejercicio 2017)
- Por el otro, los aumentos continuados del tipo de cambio conjuntamente con un mayor endeudamiento en moneda foránea contribuyeron a una pérdida financiera significativa (especialmente en el ejercicio 2018).

El Resultado Operativo del periodo 2018 fue de 111 millones de pesos argentinos, mostrando una mejora versus la pérdida 1.162 registrada en el periodo 2017. Dicha mejora se debe principalmente a una mejora en el margen bruto de 1.7 pp (lo que generó una mejora de 689 millones de pesos). Adicionalmente la Sociedad logro una reducción de gastos centrales de 9.6% versus el 2017.

El EBITDA ¹⁷ de la Compañía, al igual que el Resultado Operativo, mostro una mejora en el 2018 versus el año precedente. Sin perjuicio, se mantiene en valores reales muy inferiores a los ejercicios previos al 2016.

Figura II. Evolución del EBITDA (en millones de ARS)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía. Los resultados de los periodos 2015 y 2016 se encuentran expuestos en valores nominales.

En términos generales la caída del EBITDA de los últimos dos ejercicios se encuentra enmarcado en la caída generalizada del consumo doméstico en la República Argentina con fuerte incidencia en los segmentos de alimentos y bodegas.

Específicamente para el ejercicio 2018, el segmento de Alimentos reporto un EBITDA de 1.157 millones de pesos (1.213 millones superior al reportado en 2017). Mantuvo los volúmenes del ejercicio anterior, pero logro una recuperación de los márgenes.

¹⁷ EBITDA: Resultado del ejercicio antes del Impuesto a las Ganancias, depreciaciones y amortizaciones.

El segmento de Bodegas reportó menor EBITDA que el 2017. En el último ejercicio el mismo fue de 57 millones de pesos. La explicación se da por la caída del volumen de ventas que fue de un 17%. Mientras que la caída del consumo interno fue de un 21% las exportaciones compensaron en parte el efecto, con una suba de 8%.

5. ANALISIS DE LOS ESTADOS FINANCIEROS

Se denomina análisis de los Estados Financieros o Contables a un conjunto de técnicas y procedimientos utilizados a los fines de poder comprender la información codificada y resumida que brindan los Estados Financieros o Contables.

En palabras de Enrique Fowler Newton (Newton, 2003) “los estados contables (y otras informaciones relacionadas con ellos) se analizan para obtener mediciones y relaciones que sean útiles para la toma de decisiones.”. A los fines del presente Trabajo Final Integrador la utilidad de este apartado será la de brindar información más precisa sobre como proyectar los estados contables.

En este marco, se utiliza información de los balances finalizados los 31 de diciembre 2015, 2016, 2017 y 2018. En virtud de la reorganización societaria detallada en el apartado 4.3. “*Reorganización Societaria*” ut-supra, la información para el ejercicio 2015 es más limitada mientras que la de los otros años reflejan únicamente las operaciones del Segmento Marcas. Si bien la reorganización societaria sucedió y tiene vigencia desde el 1 de julio de 2016 debido a la obligación de presentar información comparativa que la Normas Internacionales de Información Financiera exige a las compañías que la adoptan en el Balance 2017 se encuentra tanto el ejercicio 2017 de la Compañía en su nuevo rol como también del 2016. Con relación al 2015 no existe información patrimonial auditada del negocio de marcas más allá de segregar de forma generalizada la totalidad de activos y pasivos vinculados a este segmento. La información sobre los resultados presenta menores limitaciones. Históricamente, por solicitud de las normas contables aplicables, se presentó información de resultados y estadística separada por segmentos. Para poder mitigar las limitaciones que se presentan, las cuales no son significativas, se utilizará información complementaria expuesta en los estados contables, en las notas al balance y en la memoria a los estados contables al 31 de diciembre de 2016 y 2017. Cabe aclarar que la información que se extraerá de las dos memorias no se encuentra revisada ni validada por el auditor externo de la Compañía. La misma es información que prepara el Directorio y es responsabilidad exclusiva del mismo la veracidad e integridad de la misma.

La información sobre el Estado de Resultados del Negocio de Marcas está expuesta en la Información Complementaria citada en el párrafo anterior para los años 2015, 2016, 2017 y 2018.

A los fines del análisis integral de los Estados Financieros se utilizarán en este apartado las siguientes técnicas y/o procedimientos:

- Análisis Vertical del Estado de Situación Patrimonial y el Estado de Resultados: El análisis vertical de los estados financieros es un procedimiento en el cual se analiza que proporción de un grupo o subgrupo significa una cuenta particular. El análisis vertical es útil para interpretar como se encuentran compuestos los Estados Financieros y nos permite conocer cuáles son los márgenes sobre ventas de los componentes del estado de resultados. En el caso del Estado de Situación Patrimonial es habitual utilizar el Activo Total como 100% y analizar qué porcentaje de las demás cuentas significan con relación al mismo. (Wild, K.R., & Hasley, 2007)
- Análisis Horizontal del Estado de Situación Patrimonial y el Estado de Resultados: Es un procedimiento consistente en comparar estados financieros homogéneos en dos o más periodos consecutivos a los fines de determinar los aumentos y disminuciones de las distintas cuentas de un periodo a otro. (Wild, K.R., & Hasley, 2007)
- Análisis de Ratios: Se analizara la situación económico-financiera de la Compañía tanto para el corto como el largo plazo utilizando índices o ratios que faciliten la interpretación de los datos contables. (Wild, K.R., & Hasley, 2007)

5.1 Estado de Situación Patrimonial Consolidado – Análisis Vertical

La estructura patrimonial, en millones de ARS, de Molinos Rio de la Plata S.A. al 31 de diciembre de 2018 es la siguiente:

Figura III. Estructura Patrimonial 2018

Activo 17.549.204 100%	Pasivo 11.864.748 68%
	Patrimonio Neto 5.747.919 32%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

Al realizar una apertura del Activo Total de la Compañía podemos observar que un 53% del mismo es Corriente y un 47% del mismo es No Corriente.¹⁸ Dentro del Activo Corriente de la compañía los principales rubros son el Inventario Corriente (cuya participación del total del activo es de 27%) y las Cuentas a Cobrar (representar dentro del total del activo un 17%). Dentro del Activo No Corriente el único rubro relevante es el de Propiedades Planta y Equipo (representando el mismo un 38% del total del Activo).

De la totalidad del activo solo el 7% se encuentra en moneda extranjera (mayoritariamente Dólar Estadounidense).

Los tres rubros detallados anteriormente son normalmente los rubros más significativos en las empresas que producen y venden bienes de consumo masivo.

A los fines de desmesurar estos rubros significativos se realizará un análisis individual de cada uno.

Según la normativa vigente (NIC 2) y aplicable los Inventarios Corrientes son activos (a) poseídos para ser vendidos en el curso normal de la operación; (b) en proceso de producción de cara a la venta; o (c) en la forma de materiales o suministros, para ser consumidos en el proceso de producción, o en el suministro de servicios.

El Inventario Corriente ha sido valuado, de forma coherente con la normativa aplicable, al costo o al valor neto de realización, el que sea menor. La composición del mismo es la siguiente:

¹⁸ Según la NIFF: Una entidad clasificará un activo como corriente cuando:

1. Espera realizar el activo o tiene intención de venderlo en su ciclo normal de operación.
 2. Mantiene el activo con fines de negociación.
 3. Espera realizar el activo dentro de los doce meses siguientes después del periodo sobre el que se informa.
 4. El activo es efectivo o equivalente de efectivo a menos que se encuentre restringido.
- Los demás activos deberán ser clasificados como no corrientes.

Tabla V. Composición de Inventarios

Productos Terminados	1.886.438	40%
Materias Primas	2.441.708	52%
Envases	376.904	8%
Total Inventarios	4.705.050	

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

Como se puede observar el Inventario se compone mayoritariamente por Materias Primas y de Productos Terminados y en menor medida de Envases.

Las Cuentas a Cobrar son definidas por las normas contables argentinas (y con un tratamiento idéntico en las Normas Internacionales de Información Financiera) como: “Derechos que posee el ente contra terceros para percibir sumas de dinero u otros bienes y servicios (siempre que no respondan a las características de otro rubro del activo)”. Según la normativa vigente y aplicable¹⁹ cuentas por cobrar que no incluyen un componente de financiación significativo se miden inicialmente según el precio de la transacción.

La distribución del Rubro es la siguiente:

Tabla VI. Composición de Cuentas a Cobrar Comerciales

Cuentas a cobrar mercado local	2.652.003	87%
Cuentas a cobrar mercado externo	510.693	17%
Cuentas a cobrar partes relacionadas	955	0%
Subtotal cuentas por cobrar comerciales	3.163.651	
Provisión para cuentas a cobrar comerciales	- 128.349	-4%
Total cuentas por cobrar comerciales	3.035.302	

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

El rubro se compone mayoritariamente en créditos con clientes en el mercado local (especialmente hipermercados y grandes mayoristas) que se encuentran valorizados en pesos argentinos. Solo el 17% de las cuentas a cobrar de la compañía son en moneda foránea. Dicha situación es normal en compañías de consumo masivo, pero indican un riesgo cambiario. Por otro lado, los créditos con partes relacionadas son poco significativos.

Los créditos que se incluyen en este rubro no devengan intereses explícitos y el plazo de cobro oscila entre los 30 y los 120 días. Para los créditos de dudoso cobro se realiza una

¹⁹ IFRS 9 Instrumentos Financieros

provisión²⁰ que no es significativa (4%) lo que muestra el poder de mercado que posee la Compañía, especialmente con los clientes del mercado local.

Las Propiedades, Planta y Equipos según la NIIF 16 se definen como los activos tangibles que (a) posee una entidad para su uso en la producción o suministro de bienes y servicios, para arrendarlos a terceros o para propósitos administrativos; y (b) se esperan usar por más de un periodo. Las mismas, según la normativa citada anteriormente, se valúan por su costo de adquisición, neto de la depreciación acumulada y de las pérdidas acumuladas por el deterioro del valor si las hubiera.

Las ratios de depreciación que utiliza Molinos a los fines de valuar su Propiedades, Plantas y Equipos son las que habitualmente se utilizan en la industria. Las mismas son las siguientes:

Tabla VII. Alícuotas de Depreciación

Rubro	Alícuota %
Terrenos	0
Edificios	2 / 2.5
Utiles industriales	3,3 / 10
Muebles y Utiles	20 / 33.3
Maquinaria e instalaciones	6.66
Rodados	20
Vasijas vinarias	20
Construcciones	2 / 2.5
Trabajos en curso	0

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

El rubro se encuentra compuesto principalmente por Maquinas e Instalaciones y por Edificios que representan cada una un 34% del rubro. Al estar valuados al costo histórico (sin haber sido revaluados tal como permite la normativa vigente), y dado el contexto inflacionario que ha vivido la República Argentina en las últimas décadas es de esperar que estos activos fijos se encuentren fuertemente subvaluados en relación a los valores de mercado de los mismos (sin perjuicio del ajuste por inflación del último ejercicio).

Las fuentes de financiamiento de cualquier ente son: (a) los recursos de terceros y (b) los recursos propios. En el caso de la Compañía los activos son financiados en un 68% por recursos de terceros y en un 32% con capital propio de los accionistas.

En primer lugar, analizaremos los recursos de terceros. Una mirada global de los mismos permite detectar que el 52% son Corrientes mientras que el 48% son No Corrientes.

²⁰ Las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) presentan una diferencia terminológica con relación al concepto de Provisión. Mientras que las NIIF entienden a la Provisión como un pasivo contingente las normas contables argentinas lo entienden como un pasivo cierto sobre el que existe alguna incertidumbre acerca de su cuantía o vencimiento. A los fines de este trabajo la palabra Provisión se utiliza usando el criterio terminológico de las NIIF.

Es importante aclarar que un 56% de los Pasivos Totales se encuentra en moneda extranjera (la divisa preponderante es el Dólar Estadounidense).

Dentro de esta estructura el rubro más significativo es el de Deudas Financieras que representa un 62% del total del Pasivo entre la porción Corriente (24%) y la No Corriente (38%). La fuerte devaluación del peso argentino versus el dólar norteamericano genero un incremento importante de este rubro versus los años anteriores, debilitando la posición financiera de la Compañía. En orden de magnitud el segundo rubro más relevante es el de Deudas Comerciales que representa un 18% del total del Activo.

A los fines de desmesurar estos rubros significativos se realizará un análisis individual de cada uno.

Las Deudas Financieras son aquellas tomadas con entidades financieras o con el mercado de capitales. En el ejercicio 2012 Molinos emitió obligaciones negociables en dólares norteamericanos a una tasa fija del 4% con vencimiento del capital el día 11 de julio de 2017. Por ende, al 31 de diciembre del 2018 la deuda se encontraba totalmente cancelada. La composición de la deuda financiera de la entidad es la siguiente:

Tabla VIII. Composición Deudas Financieras

<u>No Corriente</u>		
Prestamos financieros	3.992.592	54%
Prefinanciación de exportaciones	565.500	8%
Total No Corriente	4.558.092	62%
<u>Corriente</u>		
Prestamos financieros	1.510.939	20%
Prefinanciación de exportaciones	1.237.915	17%
Provisión de intereses	103.794	1%
Total Corriente	2.852.648	38%
Total deudas financieras	7.410.740	

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

Casi la totalidad de la deuda financiera se encuentra en moneda extranjera (mayoritariamente Dólar Estadounidense) por motivos estrictamente financieros (tasa) y a los fines de cobertura sobre las inversiones en subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos cuya moneda funcional difiere de la moneda funcional de la Compañía.

La tasa promedio ponderada de la deuda en dólares es de 6.5% anual mientras que en pesos argentinos es del 49% anual.

Las Deudas Comerciales son aquellas generadas por la actividad habitual de la entidad. En el caso de Molinos casi la totalidad de las mismas son con Proveedores en pesos argentinos. Las mismas no devengan intereses y su plazo de pago oscila entre los 30 y 120 días.

Por último, se analizarán los recursos propios que financian el activo. Del total del Patrimonio Neto el Capital Social (ajustado) representa un 4%. El mismo se encuentra compuesto por:

- Acciones Ordinarias de V/N \$1 de 5 Votos Clase "A": 836.891
- Acciones Ordinarias de V/N \$1 de 1 Voto Clase "B": 200.578.236

Al incluir las otras cuentas de capital convertibles en acciones (Ajuste integral del Capital Social y Prima de Emisión) el capital de la compañía asciende a un 105% del Patrimonio Neto de la misma (debido a que los resultados no asignados son negativos).

La reserva legal se encuentra correctamente constituida por lo que representa aproximadamente el 20% del Capital Social más el Ajuste integral al Capital Social.

El neto entre la Reserva Facultativa para futura distribución de utilidades y los resultados no asignados, la compañía posee registrada un resultado acumulado negativo de 338.592 miles de pesos argentinos al cierre del ejercicio 2018.

Por último, existen Resultados Integrales. Los mismos surgen de Coberturas y diferencias de conversión de inversiones en subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos.

5.2 Estado de Situación Patrimonial Consolidado – Análisis Horizontal

A los fines de presentar los Estados Financieros en forma comparativa con el ejercicio anterior, los saldos del Estado Consolidado de Situación Financiera (o Patrimonial) al 31 de diciembre de 2018 se exponen en forma comparativa con los saldos al 31 de diciembre 2017.

En este contexto la información de los dos estados es homogénea y por ende perfectamente utilizable a los fines de este análisis. Salvo aclaración, la información al 31 de diciembre de 2017 se encuentra ajustada por inflación al 31 de diciembre de 2018, por ende, las diferencias son reales, no nominales.

A los fines de facilitarle al lector la comprensión de esta sección se expone a continuación el cálculo del análisis horizontal para las variaciones entre los años 2018 y 2017:

Tabla IX. Estado de Situación Patrimonial – Análisis Horizontal

	Moneda al 31.12.2018		Análisis Horizontal %
	2018	2017	
	MOLI (miles ARS)	MOLI (miles ARS)	
Activos			
Activos no corrientes			
Propiedades, planta y equipo	6.706.408	6.637.366	1%
Activos Intangibles y plusvalías	885.074	860.065	3%
Otros Activos	2.348	2.785	-16%
Inversiones en asociadas y negocios conjuntos	485.154	847.530	-43%
Creditos Impositivos y Aduaneros	17.375	-	N/A
Otros Créditos no financieros	5.875	153.390	-96%
Otros Créditos financieros	48.149	66.355	-27%
Ant., saldo a favor de impuesto a las ganancias e IGMP - netos	172.815	345.085	-50%
	2.128	10.951	-81%
Activos No Corrientes Totales	8.325.326	8.923.527	-7%
Activos corrientes			
Inventarios	4.705.050	4.490.069	5%
Activos Biológicos	86.492	69.785	24%
Créditos Impositivos y Aduaneros	138.028	166.541	-17%
Ant., saldo a favor de impuesto a las ganancias e IGMP - netos	-	82.041	-100%
Otros créditos no financieros	125.823	88.110	43%
Otros créditos financieros	190.790	181.012	5%
Cuentas por cobrar comerciales	3.035.302	3.258.559	-7%
Efectivo y colocaciones a corto plazo	279.488	199.962	40%
Grupo de activos mantenidos a la venta	662.905	465.289	42%
Activos Corrientes Totales	9.223.878	9.001.368	2%
Activos Totales	17.549.204	17.924.895	-2%
Patrimonio Neto			
Capital Social	201.415	201.415	0%
Ajuste Integral del Capital Social	4.094.006	4.094.006	0%
Primas de Emisión	1.677.148	1.677.148	0%
Reserva Legal	157.100	157.100	0%
Reserva para futura distribución de utilidades	3.250.257	3.526.989	-8%
Resultados no asignados	- 3.588.849	- 2.162.807	66%
Coberturas y diferencias de conversión de inversiones en subsidiarias, asociadas y negocios conjuntos	- 106.621	- 51.676	106%
Patrimonio Neto Total	5.684.456	7.442.175	-24%
Pasivos			
Pasivos no corrientes			
Deudas financieras	4.558.092	3.643.382	25%
Pasivo por impuesto a la ganancia diferido	1.107.389	1.479.266	-25%
Provisiones para juicios y reclamos	82.438	146.374	-44%
Pasivos No Corrientes Totales	5.747.919	5.269.022	9%
Pasivos corrientes			
Deudas Comerciales	2.083.922	2.180.179	-4%
Deudas Financieras	2.852.648	2.007.902	42%
Deudas sociales y fiscales	838.645	974.329	-14%
Provisión Impuestos a las ganancias- neto	848	-	N/A
Otras deudas	340.766	51.288	564%
Pasivos Corrientes Totales	6.116.829	5.213.698	17%
Pasivos Totales	11.864.748	10.482.720	13%
Total del Patrimonio y Pasivo	17.549.204	17.924.895	-2%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

Las principales variaciones en el Estado de Situación Patrimonial son las que se detallan a continuación:

- Se evidencia una disminución de un 7% (223 millones de pesos) en las Cuentas a Cobrar Comerciales debido a una disminución de 8 días en el cobro de las mismas, según información expuesta en el Balance al 31 de diciembre de 2018 de la Compañía.
- Un incremento del 5% en los Inventarios y del 24% en los Activos Biológicos (entre ambos por un total de 232 millones de pesos) explicado principalmente, según información expuesta en el Balance al 31 de diciembre de 2018 de la Compañía, por un mayor nivel de inventarios de trigo candeal.
- Las Deudas Sociales y Fiscales se redujeron un 14% (por ende 136 millones de pesos) explicado principalmente por la caída generalizada de los salarios reales en la República Argentina durante el 2018.
- El incremento en Otras Deudas por un total de 290 millones de pesos se debe a anticipos recibidos por venta de activos.
- La deuda financiera aumento un 42% explicada en su totalidad por la devaluación de peso argentino. En dólares norteamericanos la deuda neta disminuyo desde 198 millones de dólares a 189 millones de dólares.
- Por último, el Patrimonio Neto disminuyo por efecto de la pérdida neta registrada durante el periodo.

5.2 Estado de Resultados – Análisis Vertical

Se analizará en el presente apartado la composición del Estado de Resultados de Molinos para el ejercicio 2018 y para el ejercicio 2017 a los fines de obtener mayor información para la proyección de los resultados a futuro. Adicionalmente, en determinados rubros se analizará su variación también para el año 2016. A los fines de facilitarle al lector la interpretación, a continuación, se expone el cálculo del análisis vertical del estado de resultados:

Tabla X. Estado de Resultado – Análisis Vertical

Estado de Resultados	2018	2017	Análisis Horizontal %	Análisis Vertical 2018 %	Análisis Vertical 2017 %
Ingresos por Ventas	21.370.868	20.087.012	6%	100%	100%
Costo de ventas de bienes y servicios prestados	- 15.453.145	- 14.857.819	4%	-72%	-74%
Ganancia Bruta	5.917.723	5.229.193	13%	28%	26%
Gastos de comercialización	- 4.365.042	- 4.963.428	-12%	-20%	-25%
Gastos de administración	- 1.339.740	- 1.348.719	-1%	-6%	-7%
Otros ingresos operativos	285.157	315.890	-10%	1%	1,6%
Otras gastos operativos	- 566.910	- 411.939	38%	-3%	-2,1%
Resultado en participacion en asociadas y negocios conjuntos	179.567	17.362	934%	1%	0%
Resultado Operativo	110.755	- 1.161.641	-110%	1%	-6%
Ingresos financieros	701.072	273.633	156%	3%	1%
Costos financieros	- 5.763.345	- 1.168.501	393%	-27%	-6%
RECPAm	2.760.390	559.985	393%	13%	3%
Resultado antes de impuestos	- 2.191.128	- 1.496.524	46%	-10%	-7%
Impuestos a las ganancias	488.354	741.963	-34%	2%	4%
Resultado del Ejercicio	- 1.702.774	- 754.561	126%	-8%	-4%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

Tal como se puede observar se utilizó a las ventas como variable constante y las demás variables se analizaron como una proporción de la primera.

El Costo de ventas y servicios prestados representa un 72% de las Ventas para el periodo 2018 mientras que un 74% para el periodo 2016. Por ende, el Margen Bruto de la actividad para la compañía es de un 28% y 26% respectivamente.

Los gastos de comercialización disminuyeron desde un 25% que se encontraban en 2016 y 2017 hasta un 20% para el ejercicio 2018. La disminución se encuentra enmarcada en una estrategia de disminución de gastos en la cual se encuentra inmersa la Compañía. Sin perjuicio, este rubro de gastos es el segundo más importante después del Costo de Ventas lo cual es normal en empresas de consumo masivo. Los gastos de administración vienen disminuyendo 1% desde el ejercicio 2016 hasta fines del ejercicio 2018 (2016: 8%; 2017:7%; 2018:6%), cuestión que también se encuentra explicada por la estrategia de reducción de gastos de la Compañía. Estos gastos más otros gastos operativos menores absorben el Margen Bruto, dejando un magro 1% de Resultado Operativo para el ejercicio 2018 y una pérdida del 6% para el ejercicio 2017.

Por fuera de los conceptos operativos surgen los Ingresos y Gastos Financieros. El impacto neto de ambos es de un 24% negativo en el 2018 y de 4% negativo en el 2017. La diferencia de cambio negativa por la Deuda en moneda extranjera explica el abrupto salto de estos valores.

El Margen Neto es de un 8% negativo para el ejercicio 2018 mientras que finaliza en un 4%, también negativo, para el ejercicio 2017. En ambos ejercicios se refleja claramente la caída del consumo masivo en Argentina.

A continuación, se realiza una apertura de los principales rubros del Estado de Resultados para el ejercicio 2017 y 2016:

- **Ventas**

Tabla XI. Ingresos por Ventas

	2018		2017		2016	
Alimentos						
Mercado Local	17.123.054	80%	15.752.394	79%	8.513.807	80%
Mercado Externo	2.239.375	11%	1.793.063	9%	901.197	8%
Total Alimentos	19.362.429	91%	17.545.457	88%	9.415.004	88%
	2018		2017		2016	
Bodegas						
Mercado Local	1.571.807	7%	2.146.486	11%	1.080.129	10%
Mercado Externo	354.422	2%	267.361	1%	163.986	2%
Total Bodegas	1.926.229	9%	2.413.847	12%	1.244.115	12%
Total Ingresos por Ventas	21.288.658		19.959.304		10.659.119	

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

El Segmento de Alimentos representa para los tres ejercicios aproximadamente el 90% de las ventas de la Compañía relegando al Segmento de Bodegas a un 10%. La caída en el 2018 de la venta de vinos, generó que la brecha entre ambos se amplíe levemente. Las ventas en Argentina (por ende, en pesos argentinos casi en su totalidad) representan el 90% en todos los ejercicios y las ventas al mercado externo (en moneda extranjera) solo un 10% de la totalidad de los ingresos por venta. Dentro de las ventas a mercados foráneos la mayoría se localiza en el Segmento de Alimentos.

- **Costo de venta de bienes y servicios prestados**

El costo de ventas de bienes y servicios prestados se calcula a través de la técnica denominada Diferencia de Inventarios. A continuación, se expone el cálculo para los ejercicios bajo análisis y se realiza una apertura de los gastos de producción.

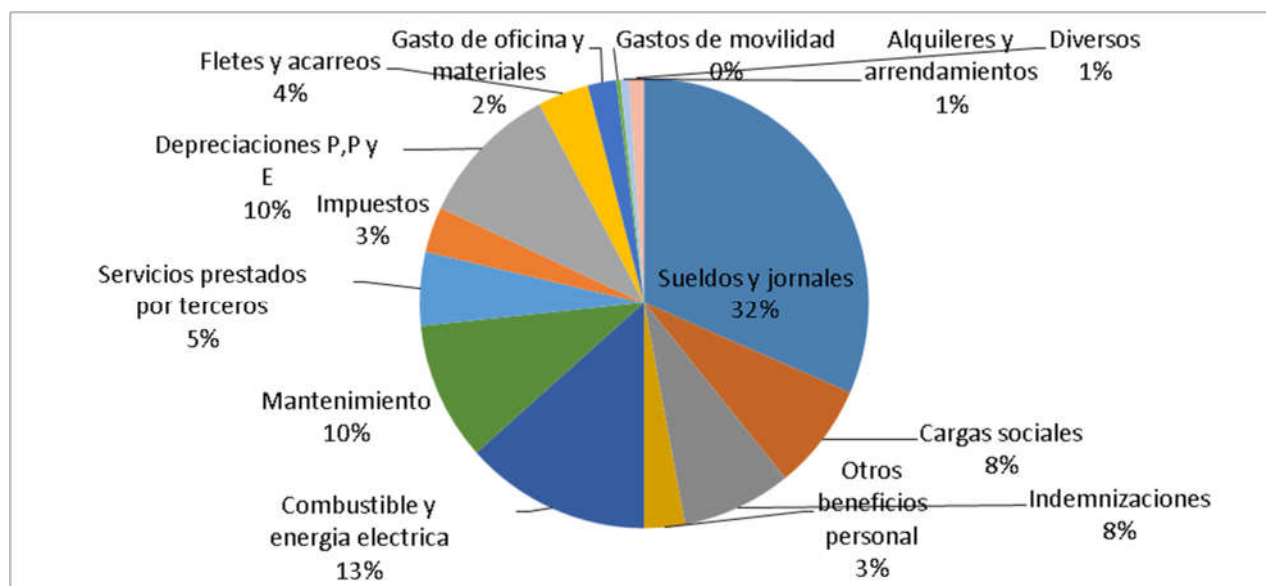
Tabla XII. Costo de Ventas

	2018		2017		2016	
Inventarios al comienzo	4.490.069		5.133.115		1.821.102	
Compras	11.259.897		9.617.260		5.027.654	
Gastos de producción	4.067.447	26%	4.536.504	31%	2.022.485	31%
Gravámenes de exportación	49.080		39.910		33.552	
Ajuste por conversión	291.612		21.099		47.247	
Inventarios al final	- 4.705.050		- 4.490.069		- 2.354.724	
C.M.V	15.453.055		14.857.819		6.597.316	

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

En los ejercicios 2016 y 2017 los gastos de producción totalizan el 31% del costo de venta de bienes y servicios prestados. En el último ejercicio los gastos de producción disminuyeron 5%. Dada su magnitud se procede a realizar una apertura e investigar que ítems del mismo presentan una mayor importancia para el ejercicio 2018 utilizando el siguiente gráfico de torta.

Figura IV. Distribución del Costo de Ventas 2018



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

De la interpretación del mismo podemos advertir que 51% del gasto de producción es atribuible al costo laboral. En relación al ejercicio 2017 ese importe disminuyó un 6%.

- **Gastos operativos (Comercialización y administración)**

Los gastos operativos con mayor proporción durante el último ejercicio fueron los siguientes:

Tabla XIII. Gastos Operativos

Concepto	Miles de ARS	%
Sueldos y jornales	1.282.529	32%
Combustible y Energia	545.555	13%
Depreciaciones	419.546	10%
Mantenimiento	402.866	10%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

La sumatoria de los gastos arriba expuestos representa el 65% del total de gastos operativos de la Compañía.

Tal como en el Costo de venta de bienes y prestación de servicios el impacto del costo laboral es el más significativo.

En segundo lugar, aparece el gasto en Combustible y Energía Eléctrica representando un 13% del gasto operativo. Dicha magnitud es coherente con la importante suba del costo de la energía y los distintos combustibles en el 2018.

En tercer lugar y cuarto lugar, surgen las depreciaciones y los gastos de mantenimiento con un 10% cada una.

Ingresos y gastos financieros

La composición de este rubro para los dos últimos ejercicios fue la siguiente:

Tabla XIV. Ingresos y Gastos Financieros

	2018		2017	
Intereses ganados	24.788	4%	66.945	24%
Diferencia de cambio	676.284	96%	206.688	76%
Total Ingresos financieros	701.072		273.633	
	2018		2017	
Intereses perdidos	- 457.144	8%	- 174.944	25%
Diferencia de cambio	- 5.306.201	92%	- 529.944	75%
Total gastos financieros	- 5.763.345		- 704.938	

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

En ambos ejercicios los gastos financieros superan ampliamente a los ingresos de estas características.

Por el lado de los ingresos en ambos casos, y acentuado en el ejercicio 2018, son explicados principalmente por la diferencia de cambio generada por la tenencia de activos dolarizados.

Los ingresos financieros corresponden a las colocaciones a corto plazo y a préstamos financieros al personal que dio la Compañía a una tasa del 3%. La diferencia de cambio surge de la revalorización de los activos en moneda dólar.

La diferencia de cambio tiene una preponderancia aún mayor en los gastos financieros. La devaluación del ejercicio 2018, que fue abruptamente superior a la del ejercicio 2017, fue la causante de que representen un total de 92% en el total de los gastos financieros, mientras que en el 2017 representaba un 75% de los mismos.

Los gastos financieros surgen principalmente de préstamos bancarios con entidades locales y del exterior, de obligaciones negociables (solo en el ejercicio 2017, debido a que en julio 2017 se canceló el capital) y de prefinanciación a las exportaciones.

La tasa de interés promedio ponderada de la deuda financiera en dólares fue aproximadamente del 6.5% y del 5% anual en 2018 y 2017 respectivamente, mientras que la tasa promedio ponderada en pesos fue aproximadamente del 49% y del 24% anual en 2018 y 2017 respectivamente conforme lo expuesto en la Nota 22.3 de los Estados Contables del ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2018 y 2017, respectivamente. La abrupta suba en la tasa en pesos se materializó por una mayor presión inflacionaria en el 2018 y el aumento de la tasa en dólares se debe a la importante suba del Riesgo País en el ejercicio 2018.

5.2 Estado de Resultados – Análisis Horizontal (Incluye análisis por Negocio)

En el presente apartado se realizará un análisis de las principales variaciones año a año del estado de resultados.

A los fines, de analizar información relevante para la valuación de la Compañía se incluyó dentro de las explicaciones información de los distintos Segmentos de Negocio.

Para los conceptos más significativos se incluyó también al ejercicio 2016 en este análisis.

A los fines de facilitarle al lector la comprensión de esta sección se expone a continuación el cálculo del análisis horizontal para las variaciones entre los años 2017 y 2018:

Tabla XV. Estado de Resultado - Análisis Horizontal

Estado de Resultados	2018	2017	Análisis Horizontal %
Ingresos por Ventas	21.370.868	20.087.012	6%
Costo de ventas de bienes y servicios prestados	- 15.453.145	- 14.857.819	4%
Ganancia Bruta	5.917.723	5.229.193	13%
Gastos de comercialización	- 4.365.042	- 4.963.428	-12%
Gastos de administración	- 1.339.740	- 1.348.719	-1%
Otros ingresos operativos	285.157	315.890	-10%
Otros gastos operativos	- 566.910	- 411.939	38%
Resultado en participación en asociadas y negocios conjuntos	179.567	17.362	934%
Resultado Operativo	110.755	- 1.161.641	-110%
Ingresos financieros	701.072	273.633	156%
Costos financieros	- 5.763.345	- 1.168.501	393%
RECPAm	2.760.390	559.985	393%
Resultado antes de impuestos	- 2.191.128	- 1.496.524	46%
Impuestos a las ganancias	488.354	741.963	-34%
Resultado del Ejercicio	- 1.702.774	- 754.561	126%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2018 de la Compañía.

Tabla XVI. Variación Ingresos por ventas (2018-2017-2016)

Concepto	2018	2017	2016	2015	%
Ingresos por Ventas	21.288.658	19.959.304	19.687.819	21.972.206	-3%

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance de los ejercicios 2018 y 2017 de la Compañía.

Para el análisis de ventas, debido a la importancia del rubro y que se cuenta con información auditada, se utilizaron los datos del 2016 y del 2015.

Teniendo en cuenta valores ajustados por inflación al 2018 las ventas reales de la Compañía entre los años 2015 y 2018 cayeron, de la mano de la caída general del consumo y de la industria, en un 3%.

Haciendo un análisis detallado de los volúmenes de venta (Ver Anexo I y II) la tonelada vendida por el Segmento de Alimentos presenta una caída constante desde el periodo 2013 (en el cual se vendían 520.367 toneladas) hasta el periodo que finalizó el 31 de diciembre de 2018 (en el cual las ventas estuvieron en 430.254 toneladas). Exceptuando el año 2015, que evidenció un leve aumento, la caída fue gradual año tras año y totalizó un 11% negativo. Con relación a los últimos dos ejercicios, el año 2018 evidencia un leve recupero de 0,21%. La caída más abrupta se da entre los años 2016 y 2017 con un 7% de toneladas de alimentos vendidas.

Las toneladas vendidas por el Segmento de Bodegas tuvieron un comportamiento más dispar. Mientras que hasta el periodo 2016 mantenía un fuerte crecimiento (2% en 2014, 10% en 2015 y 8% en 2016), los dos últimos años la caída de la cantidad de cajas vendidas fue abrupta.

El ejercicio 2017 perdió un total de 7% de volumen y el último ejercicio bajo análisis un 18%. En los últimos dos años la caída final es de un 22%.

Analizando los dos Segmentos de Negocio para los últimos dos ejercicios (Ver Anexo IV) podemos advertir que el Segmento de Alimentos fue el que más impulsó al crecimiento de ventas exponiendo un aumento real del 10%. El volumen de ventas, como se expuso anteriormente, se mantuvo bastante estable en este segmento (Ver Anexo I y II) con respecto al periodo anterior cortando una caída sostenida en los últimos dos años (2 % y 8% negativos, respectivamente para los años 2016 y 2017). Demostrando que los aumentos de precios que pudo establecer la compañía en este rubro fueron superiores a la inflación minorista general.

El Segmento de Bodegas cayó aproximadamente un 20% durante el último año. Realizado una apertura por geografía se puede advertir que la totalidad de la caída la explica el mercado local. Por el contrario, la exportación de vinos creció un 8% en volumen para la Compañía. El mercado de vinos en general en Argentina sufrió una contracción de la demanda del orden del 8%²¹ (con un mayor impacto en los vinos Premium) y se alcanzó el consumo per cápita más bajo de la historia (alrededor de 18 litros por año). En contraposición, las exportaciones generales de este producto aumentaron un 3% en volumen. Uno de los principales factores de este crecimiento, es la abrupta caída del precio medido en dólares del litro de vino argentino. El mismo disminuyó desde los 3.63 dólares que promedio en el 2017 a los 2.98 dólares que promedio en el último año.²²

La situación de ambos negocios es coherente en un contexto de caída de consumo tres años consecutivos y de migración de los consumidores argentinos a segundas marcas.

Desde la perspectiva de la Ganancia Bruta la misma mantuvo un comportamiento estable durante el 2017 y 2018 (con un margen bruto de 26% y 28% respectivamente) pero con una caída importante (cercana al 10%) al compararlos con los márgenes que se evidenciaban en los años 2015 y 2016. Esta situación se explica por la imposibilidad de trasladar a precios la totalidad de aumento de costos productos, producto de fuertes devaluaciones y consecuentes *pass-through* a la inflación doméstica que se dieron en los últimos tres años. En término de Segmento de Negocios la mayor caída en margen se da en el Negocio de Bodegas (con una caída del 7 p.p.) mientras que Alimentos recupera algo de margen (3 p.p.)

²¹ Información extraída de la Memoria del Balance de Molinos al 31 de diciembre de 2018.

²² Diario Especializado Agrovalle. Febrero de 2019. "Argentina: las exportaciones crecieron por el vino a granel y el mercado interno mantuvo su caída". Recuperado de: <http://agrovalle.com.ar/argentina-las-exportaciones-crecieron-por-el-vino-a-granel-y-el-mercado-interno-mantuvo-su-caida/>

Los Costos de Producción evidenciaron fuertes subas para el 2017 pero en el 2018, en virtud de una política de ajuste llevada a cabo por la Compañía, los mismos se disminuyeron en términos reales en casi un 10%.

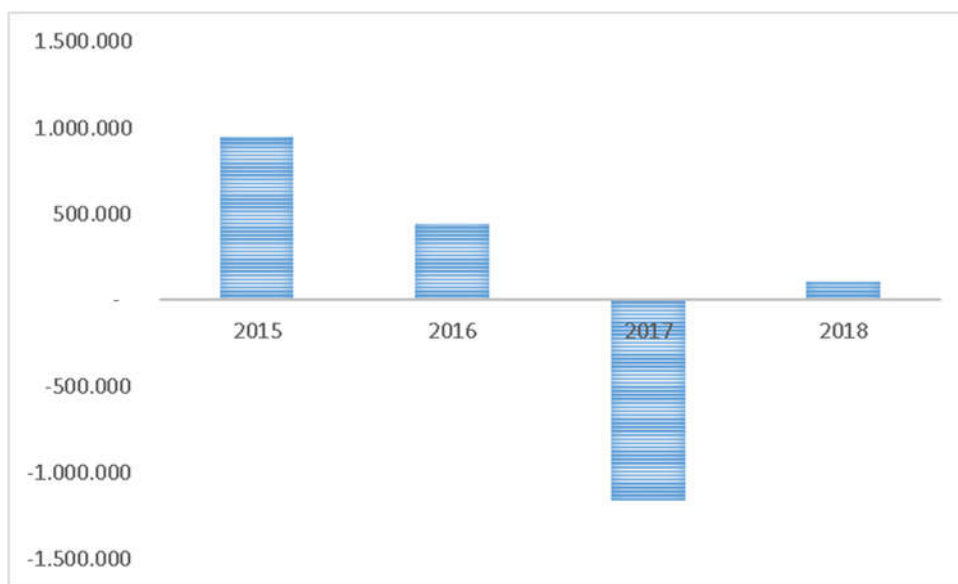
Misma situación se evidencio para los Gastos de Comercialización y Administración. Los mismos se ajustaron en términos reales un 12% y un 1%.

En términos individuales los Conceptos (significativos) que más disminuyeron entre los dos ejercicios fueron (en términos reales):

- Sueldos y Jornales (incluido indemnizaciones) con una caída del 13% y 517.037 miles de pesos.
- Impuestos con una caída del 24% en y 253.250 miles de pesos.
- Publicidad con una caída del 19% en y 115.749 miles de pesos.

Todas estas situaciones se enmarcan en una política a fin de aliviar el impacto de la caída del Margen Bruto en el Resultado Operativo (en comparación con los ejercicios 2016 y anteriores). Con relación a este último se expone en el siguiente grafico su evolución durante los últimos tres ejercicios:

Figura V. Evolución del Resultado Operativo



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2017 y al 31.12.2018 de la Compañía.

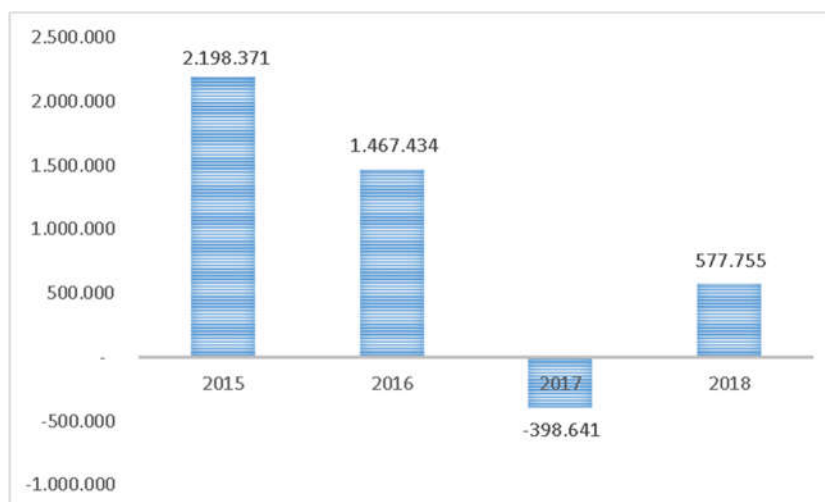
Como se puede observar la caída del resultado operativo desde el ejercicio 2015 al 2017 es constante y en el último ejercicio se evidencia un leve recupero que de ninguna manera

compensa las caídas observadas en los años anteriores. Sin embargo, es necesario realizar algunos comentarios para la correcta interpretación del mismo, a saber:

- Los ejercicios 2015 y 2016 no se encuentran ajustados por inflación, por ende, se encuentran expuestos a la moneda nominal de dichos años. Esto llevaría a que la situación se empeore aún más.
- Durante el 2015 existieron resultados no recurrentes que generaron una ganancia de 92.508 miles de pesos. Los dos conceptos de mayor envergadura son: una fuerte venta de activos fijos por un total de 450.620 miles de pesos derivada de la venta de las marcas Vienissima, Goodmark y Manty y una pérdida por indemnizaciones por 280.952 miles de pesos derivadas de la finalización de ciertas líneas de productos relacionadas con las marcas antes citadas. Los importes expresados en este punto no contienen los efectos del ajuste por inflación.
- El ejercicio 2016 también posee dos resultados grandes y no recurrentes que conjuntamente con otros menores generan una pérdida no recurrente de 354.989 miles de pesos. Principalmente se explica por indemnizaciones por las líneas cerradas en el 2015 (y otras indemnizaciones) por 177.415 miles de pesos y por desvalorización de ciertos activos de sociedades relacionadas por 157.068 miles de pesos. Los importes expresados en este punto no contienen los efectos del ajuste por inflación.
- El ejercicio 2017 es el que mayor impacto ha sufrido con relación a sus actividades no recurrentes. La totalidad es una pérdida por 763 millones de pesos explicada principalmente por indemnizaciones (que surgieron en su mayoría por la reorganización societaria) . Los importes expresados en este punto contienen los efectos del ajuste por inflación.
- El ejercicio 2018 sufrió un impacto de 467 millones de pesos en resultados no recurrentes que se explicaron principalmente por venta y desvalorización de activos, indemnizaciones y otros egresos.

Consecuentemente, si se calcula un el resultado operativo consolidado ajustado por los ejercicios finalizados el 31 de diciembre de 2017, 2016 y 2015, excluyendo los resultados generados por: (i) la disposición de ciertos activos considerados no centrales y que han sido vendidos durante dichos periodos, (ii) los resultados generados por la desvalorización de ciertos activos de sociedades relacionadas y (iii) los cargos por indemnizaciones en dichos ejercicios o períodos y se realiza una estimación del ajuste por inflación a aplicar para los ejercicios no ajustados, el mismo sería el siguiente:

Figura VI. Evolución del Resultado Operativo (ajustado por resultados no operativos)



Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2017 y 31.12.2018 de la Compañía.

Este gráfico explica de forma más uniforme la variación del resultado operativo. Si bien la tendencia de disminución continúa se corrigen algunas variables. Durante el ejercicio 2016 la caída real estimada que se evidencia es en torno al 30% mientras que durante el 2017 el impacto de la baja del consumo y de la imposibilidad del traslado a los precios del aumento inflacionario que sufren los gastos se hace más notorio mostrando una caída operativa del 120% con relación al periodo anterior. El último periodo evidencia un recupero del resultado operativo (como resultado principalmente de las políticas de reducción de gastos) de unos 976 millones de pesos. De punta a punta (2015-2018) la caída en términos reales aproximada del Resultado Operativo fue mayor a un 70%.

Los Ingresos Financieros aumentaron en un 150% entre los periodos 2017 y 2018. Si bien las fuentes de intereses ganados disminuyeron durante el ejercicio (las Colocaciones Financieras disminuyeron desde miles ARS 68.667 a miles ARS 24.788 y los Prestamos al Personal se mantuvieron casi estables) el ingreso financiero creció. Dicha situación se explica en el marco del proceso devaluatorio de magnitud que afrontó la República Argentina en el año 2018. Los activos financieros en dólares generaron una ganancia de miles ARS 676.284 que explica el 94% del rubro. Los intereses puros disminuyeron un 63% durante el 2018 en coherencia con la disminución de las fuentes mencionada anteriormente.

Por el lado de los Costos Financieros los mismos aumentaron en mayor proporción aun, alcanzando un 718% en comparación con el mismo concepto del 2017. En este caso la posición de la deuda financiera aumento un 31% con relación al 2017 (expresados en la misma moneda).

Los intereses puros aumentaron efecto de la suba en promedio de la tasa a la cual se endeudo la Compañía, el efecto de la presión cambiaria hizo que se elevara significativamente la perdida por diferencia de cambio generada por pasivos en moneda foránea (al cierre del 2018 representaban un total de 71% del Pasivo Total).

5.3 Análisis de Ratios

5.3.1 Situación de liquidez

Los índices de liquidez normalmente se los utiliza como una medida de la capacidad para hacer frente a las deudas de corto plazo.

El más conocido y utilizado en la práctica es el índice de liquidez corriente²³. En el caso de Molinos el índice mencionado es de 1,85 para el ejercicio 2016, de 1,73 para el ejercicio 2017 y de 1,51 para el último ejercicio. Esto significa que al cierre del 2018 hay \$ 1,51 de activo corriente por cada peso de deuda de corto plazo. A priori la situación es saludable y revela el poder de mercado de la Compañía, sin perjuicio el índice no analiza en detalle la composición de Activo Corriente ni del Pasivo Corriente. Por ende una media más severa que la Liquidez Corriente es la Liquidez Seca o “Prueba Acida”²⁴. Para el ejercicio 2016 el índice fue de 0,99 mientras que para el 2017 el índice es de 0,78 y para el ejercicio 2018 de 0,72. Este índice elimina del Activo Corriente los inventarios dado que es un rubro donde en teoría existe mayor inmovilización, principalmente en las empresas de estas características donde los inventarios representan una porción importante del Activo Corriente. En ambos casos se vislumbra que los índices vienen exponiendo un deterioro en los últimos años.

Analizando con más fuerza la estructura del Activo Corriente y del Pasivo Corriente es interesante dirigirnos a la clasificación de los saldos de Créditos y Pasivos según su vencimiento expuesta en Información Adicional Requerida por la CNV. Para el ejercicio 2017 (los valores no se encuentran ajustados por inflación) se puede observar que en los 3 meses posteriores al cierre del ejercicio se vencen créditos e inversiones corrientes por miles de ARS 2.327.173 mientras que solo se harán exigibles pasivos por miles de ARS 1.068.873.

Para el ejercicio 2018 en los 3 meses posteriores al cierre del ejercicio se vencen créditos e inversiones corrientes por miles de ARS 3.258.765.

²³ Liquidez corriente: Activo Corriente/ Pasivo Corriente

²⁴ Liquidez Acida o “Prueba Acida”: (Activo Corriente – Inventarios) / Pasivo Corriente

Tabla XVII. Clasificación de Créditos y Deudas Financieras según su vencimiento

Plazo	Inversiones corrientes	Créditos (A)	Pasivo	
			Deudas financieras (B)	Otras deudas (C)
<i>Con plazo</i>				
A vencer				
Hasta tres meses	40.473	2.286.700	170.511	898.362
De tres a seis meses	-	111.605	223.788	516.522
De seis a nueve meses	-	12.258	586.500	-
De nueve a doce meses	-	10.452	242.437	-
De uno a dos años	-	43.363	167.841	-
Más de dos años	-	-	2.163.810	-
Total a vencer	40.473	2.464.378	3.554.887	1.414.884
Total	40.473	2.464.378	3.554.887	1.414.884

Fuente: Balance al 31.12.2017 de la Compañía.

Plazo / Term	Inversiones corrientes / Short-term investments	Créditos / Receivables (A)	Pasivo / Liabilities	
			Deudas financieras / Financial payables (B)	Otras deudas / Other payables (C)
A vencer / To fall due				
Hasta tres meses / Up to 3 months	11.635	3.031.554	503.853	1.912.282
De tres a seis meses / From 3 to 6 months	-	140.717	711.006	718.726
De seis a nueve meses / 6 to 9 months	-	14.102	803.390	-
De nueve a doce meses / 9 to 12 months	-	14.102	680.357	75.400
De uno a dos años / From 1 to 2 years	-	46.655	1.168.700	-
Más de dos años / Over two years	-	-	3.166.800	-
Total a vencer / Total to fall due	11.635	3.247.130	7.034.106	2.706.408
Total	11.635	3.247.130	7.034.106	2.706.408

Fuente: Balance al 31.12.2018 de la Compañía

Otra medida utilizada a la hora de analizar la liquidez de un ente es el capital de trabajo²⁵. En ambos ejercicios el capital de trabajo es positivo (los activos corrientes son superiores a los pasivos corrientes) siendo en el 2017 de miles de ARS 3.079.899 y en el 2018 de miles de ARS 3.107.049. Una caída aproximada de un 18%.

5.3.2 Estructura de Endeudamiento

Las siguientes ratios tienen como objetivo medir la carga que supone el endeudamiento dentro de la estructura financiera de la empresa.

²⁵ Capital de Trabajo: Activo Corriente – Pasivo Corriente

Analizando la estructura de financiamiento que la Compañía utilizó entre el 2017 y el 2018, se puede advertir que el Activo es financiado en un 70% por terceros y un 30% por accionistas. En otras palabras, por cada peso de recurso aportado por los accionistas la empresa en el 2017 tuvo aportes de terceros por 1,90 pesos mientras que en el 2017 ese indicador se disminuye hasta 1,4.

Para el ejercicio 2018 el índice de solvencia de la Compañía fue de 1,47. Esto significa que por cada peso de obligaciones Molinos poseía \$ 1,47 de activos totales para afrontarlo.

Sin embargo, estos índices por si solos son indicadores muy relativos. No existe una medida estandarizada para todas las compañías. Es por eso que continuaremos analizando otros indicadores sobre la materia.

El principal aspecto a estudiar sobre el endeudamiento es la posibilidad o no de cancelarlo. En el caso en cuestión la posibilidad de afrontarlo o cancelarlo a disminuido levemente del periodo 2017 al periodo 2018 pero sin mostrar cifras alarmantes. En el supuesto que se utilizan las ventas solo para cancelar la totalidad del pasivo, estos se cancelarían en 6,26 y 6,66 meses respectivamente.

En la situación actual, aproximadamente el 52% de los pasivos son exigibles en el corto plazo. Este porcentaje se mantiene estable en los dos ejercicios.

El índice "Activo ME/Pasivo ME" muestra inferior a uno (0,15108), lo que significa que la Compañía al cierre del ejercicio 2018 poseía en su patrimonio más pasivos en moneda extranjera que activos. El 71% de los pasivos totales eran en moneda foránea (versus el 56% al cierre del ejercicio anterior) mientras que solo el 7% de los activos eran en moneda distinta al peso argentino (versus el 6% del ejercicio anterior). En economías con tendencias devaluatorias o de depreciación continua de la moneda local, esta situación presenta un riesgo. Como se explicó en la sección anterior, esta situación generó resultados financieros negativos producto de la alta exposición de los pasivos en moneda extranjera.

5.3.3 Rentabilidad económica

El análisis de la situación económica se encarga de estudiar la capacidad del ente de generar utilidades. Las distintas ratios que se encuentran dentro de esta sección miden el rendimiento relativo de un ente en función de su tamaño, de la inversión de sus accionistas, etc.

Partiendo del análisis de la Rentabilidad del Activo la misma para el periodo 2018 es de un 3%. El importe es bajo para Compañías de la Industria.

Por el lado de la Rentabilidad del Patrimonio Neto es negativa en los periodos 2017 y 2018 por las pérdidas netas que registro Molinos. Esta ratio indica la inconveniencia para la Compañía

de la financiación con recursos de terceros que está tomando. Tomando al ejercicio 2018 como ejemplo, el costo promedio de la deuda dolarizada fue alrededor de 6,5% anual y para los pasivos en pesos de un 49,29%, que deflactándolo de la inflación del periodo arrojaría un costo en dólares de 1,7%. En virtud de que la deuda dolarizada es aproximadamente el 70% de la deuda de la compañía el costo financiero se mantuvo para este ejercicio alrededor de 5%. Este valor, sumados a la devaluación con impacto directo en el costo de los pasivos en dólares, fue ampliamente superior a la rentabilidad que mostro el activo en el año 2018.

Esta situación demuestra que en la actualidad la rentabilidad de los activos de Molinos es baja y adicionalmente la rentabilidad de los accionistas se ve más perjudicada por las necesidades y los costos del financiamiento de terceros.

El *EBITDA* indica las ganancias antes de intereses, impuestos, depreciaciones y amortizaciones de un periodo contable, el cual se utiliza para medir con mayor eficiencia dos empresas. El *EBITDA* normalizado es aquel al que se le ajustan los resultados no recurrentes (que para el caso de la Compañía fueron detallados en la sección anterior). Tanto en el 2017 y 2018 el *EBITDA* normalizado fue positivo (ajustado de los resultados no recurrentes), siendo en el primer año de 142,8 M ARS (aproximadamente 8 M USD) y en el segundo de 1.213,8M ARS (aproximadamente 32 M USD) mostrando una caída acorde a la caída generalizada de la actividad de la compañía.

5.3.4 Índices de Actividad

En términos generales, los índices de actividad estudian la eficiencia en que las compañías utilizan sus Activos y Pasivos.

Por el lado de las Cuentas a Cobrar las mismas tienen una *Rotación*²⁶ de 6,16 para el 2017 y 7,04 para el 2018. En otros términos, el *Plazo de Cobranza*²⁷ de las mismas es de 59,51 días para el ejercicio 2017 y 51,84 para el último ejercicio. Extrayendo el impuesto al valor agregado (en la República Argentina al cierre de 2017 el mismo era de 21%) del rubro Cuentas a Cobrar, en virtud de que el rubro Ventas se computa en el Estado de Resultados neto de este impuesto, los días de cobranza más exactos son 48,93 y 42,48 días respectivamente.

Desde la perspectiva de la gestión de los Inventarios la *Rotación*²⁸ de los mismos 3,30 y 3,28 para los años 2017 y 2018 respectivamente. En términos más claros los inventarios se tardan

²⁶ Rotación de Cuentas a Cobrar: Ventas / Cuentas a Cobrar

²⁷ Plazo de Cobranza: (Cuentas a cobrar x 365) / Ventas

²⁸ Rotación de Inventarios: Costo de Ventas / Inventario Promedio

en vender, según el ratio de *Plazo de Inventarios*²⁹ 110,30 días en el 2017 y 111,13 días en el 2018.

El tercer indicador de actividad ligado con el capital de trabajo y el ciclo operativo es el de *Días de Pago a Proveedores*³⁰. En este caso es de 82,74 días para el 2017 y 67,55 días para el último ejercicio bajo análisis. Extrayendo el impuesto al valor agregado del rubro incluido en el Pasivo los días más exactos son 68,38 y 55,82 días respectivamente.

Una última medida que se utilizara para describir la actividad del ente es la Rotación del Activo³¹. Este indicador explica la cantidad de veces que se vende en el año el activo o también se puede entender como “por cada peso de activo se generan tantos pesos de venta”. En el caso de Molinos, para el 2018, por cada peso de activo se genera \$1,21 de ventas.

6. VALUACION POR EL METODO DE FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS

A los fines de desarrollar la metodología del Flujo de Fondos Descotado (DFC) se considerará la alternativa de la valuación de la firma, por lo que se utilizará el *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)* como medida de flujos de fondos futuros esperados.

$$\text{FCFF: EBIT} * (1+t) + \text{Depreciaciones} + \text{Amortizaciones} - \text{CAPEX} - \Delta \text{WC}$$

Adicionalmente, el horizonte de valuación se dividirá en dos periodos. Un periodo de 5 años en el cual se analizarán en detalle los movimientos de los distintos factores y su impacto en los flujos de fondos de la Compañía. Debido a la dificultad de estimar con precisión un periodo de tiempo superior a los años elegidos, especialmente en países en vías de desarrollo, se incluirá otro periodo determinado “Valor Terminal” que se calculará mediante una perpetuidad en la cual la compañía crecerá a una tasa moderada.

El Valor Terminal se calcula debido a que bajo el método de Flujos Descotados se estima el valor de una empresa en marcha que debería continuar sus operaciones (y por ende generando flujos positivos o negativos) más allá del horizonte temporal de análisis.

$$\text{Valor de la Firma: } \sum_t^n = 1 \frac{\text{FCFF}_t}{(1+WACC)^t} + \frac{\text{FCFF}_t * (1+g)}{(WACC-g)}$$

²⁹ Plazo de Inventarios: (Inventario Promedio * 365) / Costo de Ventas

³⁰ Días de Pago a Proveedores: Proveedores / Compras x 365

³¹ Rotación del Activo: Ventas / Activo Promedio

A los fines de descontar los flujos de fondos se utilizará la tasa de descuento conocida como WACC (Weighted Average Cost of Capital) que tiene como propósito englobar en una sola cifra (expresada en términos porcentuales) el costo de las diferentes fuentes de financiamiento de una Compañía.

$$WACC = K_e E / (E + D) + K_d (1 - T) D / (E + D)$$

Siendo:

K_e : Costo de los Fondos Propios

K_d : Costo de la Deuda Financiera

E : Fondos Propios

D : Deuda Financiera

T : Tasa impositiva

En este marco para poder determinar el Costo de los Fondos Propios o K_e se utilizará el modelo de valuación de activos de capital (CAPM, Capital Asset Pricing Model) que fue desarrollado simultáneamente en la década del sesenta por John Linter, Willam Sharpe, Jack Treynor y Jan Mossin. Este modelo se expresa de la siguiente forma:

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

Siendo:

R_f : Tasa Libre de Riesgo

β : Coeficiente Beta (β). Es una medida de sensibilidad que se utiliza para conocer la variación relativa de rentabilidad que sufre dicho activo en relación a un índice de referencia o al mercado donde opera.

R_m : Representa el retorno promedio esperado de los activos de riesgo disponibles en el mercado.

R_p : Riesgo País.³²

Al valor de la Compañía que se obtendrá descontando los futuros flujos de fondos se le deberá restar el valor de la deuda de la Compañía y de aquellos activos no operativos para arribar al valor del Capital.

³² En la sección 6.2 se realiza una explicación teórico-práctica de los motivos por el cual se introduce el concepto de Riesgo País.

6.1. Proyección de Flujo de Fondos

A continuación, se desarrollarán los principales criterios y supuestos utilizados para la proyección de los futuros flujos de fondos de la Compañía.

En un primer lugar, se explicarán los criterios utilizados para determinar la evolución de las principales variables que luego se utilizarán para la proyección en cuestión.

En segundo lugar, se desarrollará rubro por rubro los criterios particulares que conjuntamente con las variables nombradas ut-supra definieron los flujos de fondos a descontar.

Todas las Tablas y Figuras, salvo aclaración en contrario, fueron elaboradas por el autor a los fines del presente trabajo utilizando información pública expuesta en los Estados de Situación Financiera de Molinos.

a) Principales Variables

Tabla XVIII. Principales Variables Históricas y Proyectadas

	Proyectado					Largo Plazo
	2019	2020	2021	2022	2023	
Producto Bruto Interno Argentino	-2,93%	-0,85%	1,56%	1,50%	1,50%	2,0%
Producto Bruto Mundial	2,91%	3,36%	3,50%	3,50%	2,50%	2,5%
Consumo Privado Argentino	-6,00%	-4,05%	1,80%	1,73%	1,65%	2,0%
T.C. USD / ARS (Promedio anual)	51,00	77,21	103,62	132,25	159,37	N/A
T.C. USD / ARS (Cierre anual)	65,00	89,41	117,82	146,69	172,06	N/A
Inflacion Argentina	54,67%	40,76%	31,78%	24,50%	17,30%	5%
Inflacion Estados Unidos	2,40%	2,10%	2,10%	2,10%	2,00%	2%

	Historico					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Producto Bruto Interno Argentino	2,40%	-2,50%	2,70%	-1,80%	2,90%	-2,30%
Producto Bruto Mundial	3,47%	3,58%	3,45%	3,23%	3,76%	2,97%
Consumo Privado Argentino	3,70%	-3,90%	2,40%	-1,80%	-3,10%	-1,00%
T.C. USD / ARS (Promedio anual)	5,43	8,12	9,27	14,78	16,56	28,07
T.C. USD / ARS (Cierre anual)	6,52	8,55	13,04	15,89	18,55	37,70
Inflacion Argentina	27,90%	38,50%	27,80%	40,30%	24,60%	47,60%
Inflacion Estados Unidos	1,60%	1,72%	0,61%	1,11%	2,10%	1,90%

Fuente: Elaboración propia en base a los datos extraídos de las fuentes detalladas a continuación.

A continuación, se explicarán las variables incluidas en las tablas precedentes.

El Producto Bruto Interno (P.B.I.) argentino es una variable de importancia en virtud de que se encuentra directamente relacionado con el nivel de actividad de la compañía. Los datos históricos fueron obtenidos desde el Instituto de Estadísticas y Censos de la República Argentina

conocido como INDEC mientras que los datos proyectados se confeccionaron de la siguiente manera:

Tabla XIX. Proyecciones para el P.B.I. Argentino

Fuente	2019	2020	2021	2022	2023
FMI³³	-3,10%	-1,3%	1,5%	1,5%	1,5%
Focus Economics Consensus Forum	-2,8%	-1,4%	S/D	S/D	S/D
Presupuesto Ministerio Economía	N/A	1%	N/A	N/A	N/A
Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM)³⁴	-2,89%	-1,71%	1,63%	S/D	S/D
Promedio Simple	-2,93%	-0,85%	2,0%	1,5%	1,5%

Como se puede apreciar se obtuvieron datos de fuentes locales e internacionales. La información fue relevada al momento de la realización del presente informe. Por el lado de los datos del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM), los mismos surgen de encuestas que realiza mensualmente el Banco Central de la República Argentina.

El Producto Bruto Interno Mundial se consideró como una variable a tener en cuenta en virtud de que afecta el nivel de exportaciones de la compañía. Para los datos históricos se utilizó información del Fondo Monetario Internacional. Por el lado de los datos proyectados los mismos fueron confeccionados de la siguiente manera:

Tabla XX. Proyecciones para el Producto Mundial

Fuente	2019	2020	2021	2022	2023
OECD³⁵	2,94%	3,02%	S/D	S/D	S/D
FMI³⁶	3,80%	3,70%	3,50%	3,50%	2,5%

³³ International Monetary Fund (IMF –FMI). (2018). IMF Data Mapper – Real GDP growth. Recuperado de: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/ARG

³⁴ Banco Central de la República Argentina. (septiembre, 2019). Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Recuperado de: http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Relevamiento_Expectativas_de_Mercado.asp

³⁵ Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD). (2019). Real GDP forecast. Recuperado de: <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast.htm>

³⁶ International Monetary Fund (IMF –FMI). (2019). IMF Data Mapper – Real GDP growth. Recuperado de: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEOWORLD

Banco Mundial ³⁷	2,00%	S/D	S/D	S/D	S/D
Promedio Simple	2,91%	3,36%	3,5%	3,5%	2,5%

En los casos que no se expusieron datos (S/D) se debe a que los informes analizados no los contenían para esos años.

Para el caso del Largo Plazo se utilizó un promedio del 2,5% en virtud de un informe de la consultora privada PWC³⁸. El mismo plantea que el Producto Bruto Mundial crecería aproximadamente 130% para el año 2050. Esto significaría que debería crecer por año aproximadamente la cifra citada. En el caso del Producto argentino para el largo plazo se lo estableció en un 2% en base a que las reiteradas crisis económicas históricamente le han dificultado a la República Argentina un sostenido crecimiento en términos reales de su Producto Bruto Interno.

El Consumo Privado de la República Argentina es considerado una variable clave en virtud de su correlación con el Producto Bruto Interno de este país y debido al rubro específico donde se encuentra la Compañía. Los datos históricos fueron obtenidos de las memorias de los balances de Molinos Río de la Plata que a su vez fueron extraídos de la Consultora Privada Nielsen la cual es una compañía líder a nivel mundial en análisis estadísticos sobre el consumo. Para los ejercicios proyectados se tomaron criterios dispares. Para el ejercicio 2019 se consideró la estimación que realizaban las consultoras privadas al momento de la realización del presente trabajo, la cual era inferior al 6%³⁹. Para el ejercicio 2020 se estimó que el consumo caerá un 4,05% según estimaciones de consultoras privadas⁴⁰. Para los ejercicios siguientes se tomó el criterio de estimar que el consumo crecerá 15% más que el Producto Bruto Interno a los fines que este rubro del Producto recupere parte de lo perdido en los últimos cuatro años.

Por otro lado, los tipos de cambio son una variable fundamental debido a que la Compañía posee rubros dolarizados y que a los fines de una mayor estabilidad todos los flujos fueron convertidos a moneda fuerte (dólar norteamericano). Los datos históricos fueron extraídos de la página web del Banco Nación Argentina ⁴¹ y se corresponden con el dólar “Divisa para la Venta”.

³⁷ Banco Mundial (2018). Recuperado de: <https://www.bancomundial.org/>

³⁸ PWC. (2018). How will the global economy order change by 2050? Recuperado de: <https://www.pwc.com/gx/en/world-2050/assets/pwc-the-world-in-2050-full-report-feb-2017.pdf>

³⁹ La Nación (2019). Consumo 2020: el desafío de volver a reactivar la demanda en tiempos de recesión Recuperado de: <https://www.lanacion.com.ar/economia/consumo-2020-el-desafio-de-volver-a-reactivar-la-demanda-en-tiempos-de-recesion-nid2294345>

⁴⁰ La Nación (2019). Consumo 2020: el desafío de volver a reactivar la demanda en tiempos de recesión Recuperado de: <https://www.lanacion.com.ar/economia/consumo-2020-el-desafio-de-volver-a-reactivar-la-demanda-en-tiempos-de-recesion-nid2294345>

⁴¹ Banco Nación Argentina. Sitio Web: <http://www.bna.com.ar/>

Los promedios se calcularon a través de una media aritmética teniendo en cuenta los tipos de cambio de cada día de cada año. Desde una perspectiva proyectiva los tipos de cambio para el 2019, 2020 y 2021 fueron extraídos de Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) dado que se consideró la fuente más certera en virtud de su proximidad temporal (la encuesta utilizada es de septiembre 2019) en el marco de las fuertes variaciones en el tipo de cambio nominal causadas por la crisis cambiaria que afectó al país en los últimos años. Con relación a los años posteriores, dada la falta de información, se tomó el criterio de asumir que el tipo de cambio nominal creció al ritmo de la inflación de la republica argentina, por ende, post 2021 el tipo de cambio real se mantiene constante. Para expresarlo en términos más económicos, el *pass through* de la inflación al tipo de cambio para los ejercicios 2021,2022 y 2023 se supone perfecto.

La inflación argentina tiene relevancia como variable debido a que los precios de venta unitario de la Compañía se verán afectados por su movimiento. Los datos históricos fueron obtenidos de la serie histórica del índice IPC Congreso. Este índice surge en el año 2007 ante evidentes manipulaciones del índice inflacionario por parte del gobierno de turno en el INDEC. El índice congreso lo elaboran desde esa fecha diputados de la oposición y se conforma por un promedio de las distintas consultoras privadas. Los datos proyectados se confeccionaron de la siguiente manera:

Tabla XXI. Proyecciones para la Inflación Argentina

Fuente	2019	2020	2021	2022	2023
Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) ⁴²	54,67%	41,87%	31,05%	S/D	S/D
FMI ⁴³	57,3%	39,20%	S/D	S/D	S/D
Focus Economics Consensus Forum	53,7%	41%	33%	24,5%	17,3%
Promedio Simple	54,7%	40,8%	31,8%	24,5%	17,3%

La inflación de los Estados Unidos es una variable considerada de relevancia debido a su impacto en el precio unitario de las exportaciones de la compañía. Los datos históricos y proyectados se obtuvieron de información expuesta por el Fondo Monetario Internacional.

⁴² Banco Central de la República Argentina. (septiembre, 2019). Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Recuperado de:

http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Relevamiento_Expectativas_de_Mercado.asp

⁴³ International Monetary Fund (IMF –FMI). (2018.). IMF Data Mapper – Real GDP growth. Recuperado de: https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEO_WORLD

b) Ventas

A los efectos de la proyección de las ventas se decidió separarlas en dos tipos, a saber:

1. Ventas en el Mercado Local
2. Ventas en el Mercado Extranjero

Con el propósito de trabajar bajo una misma unidad de medida todas las ventas son analizadas en toneladas. La información expuesta en los distintos balances para el segmento de negocios de Alimentos se encuentra expuesta en toneladas por lo que no fue necesario realizar ninguna conversión. Para el caso de las ventas relacionadas con el segmento de negocios Bodegas, las mismas se ven expuestas en la información financiera en forma de cajas. Se realizó el siguiente cálculo para llevarlas a toneladas y así hacerlas comparativas.

Figura VII. Transformación de Cajas a Toneladas

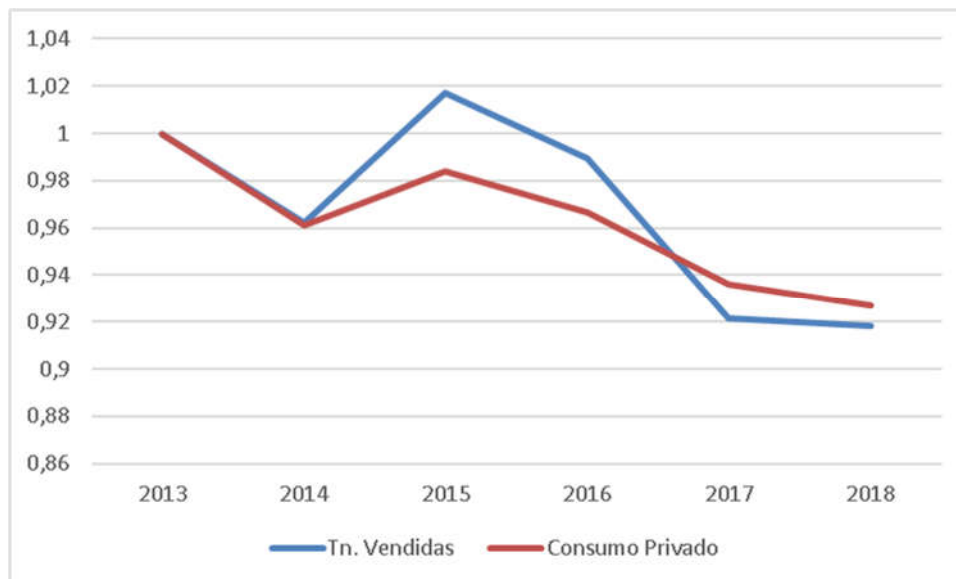
Coeficiente	
1 Caja	6 Botellas
1 Botella	1,2 Kg.
1 Caja	7,2 Kg.
1 Caja	0,0072 Toneladas

Por el lado de las ventas locales se determinó como variable de proyección de las toneladas vendidas a la evolución del consumo privado de la República Argentina. Esta decisión se fundamentó en el siguiente análisis. Se estableció a las toneladas vendidas del año 2013 con el valor 1 y se la comparo con la evolución del consumo privado obteniendo la siguiente relación:

Tabla XXII. Comparación entre Toneladas Vendidas y Consumo privado

Año	Ventas ML (1)	Consumo Privado
2013	1	1,0000
2014	0,962044152	0,9610
2015	1,017273485	0,9841
2016	0,989405529	0,9664
2017	0,921451512	0,9364
2018	0,996426383	0,9270

Figura VIII. Comparación entre Toneladas Vendidas y Consumo privado



Como se puede observar las toneladas vendidas en el mercado local se encuentran fuertemente relacionadas con la evolución del consumo privado en Argentina.

A los fines de agregarle mayor rigor científico se realizó una regresión lineal entre las ventas de la compañía medidas en toneladas (del mercado local) y la evolución del consumo privado y se pudo verificar la relación directa y fuerte entre ambas (Ver Anexo III). En ese proceso se determinó una fórmula que luego fue utilizada para la proyección de las cantidades.

Para estimar los precios unitarios de venta para los años proyectados se utilizó la inflación estimada para la República Argentina para los ejercicios 2019, 2020, 2021, 2022 y 2023 respectivamente.

A los fines de poder proyectar los fondos en moneda fuerte, las ventas fueron convertidas a Dólares Estadounidenses. A continuación, los resultados para la proyección de Ventas Locales para los cinco ejercicios:

Tabla XXIII. Proyección Ventas – Mercado Local

Año	Unidades (Tns)	P.U.ARS	Inflación Arg.	Ventas ARS	T.C. USD/ARS	Ventas USD
2019	407.047	41.355	54,67%	16.833.429.389	51,00	330.067.243
2020	377.911	58.210	40,76%	21.998.165.556	77,21	284.931.877
2021	390.323	76.706	31,78%	29.940.162.003	103,62	288.955.827
2022	402.444	95.499	24,50%	38.433.077.081	132,25	290.602.728
2023	414.238	112.021	17,30%	46.403.203.294	159,37	291.158.692

Por el lado de las ventas de Mercado Externo, que solo representan un 10% de las ventas de la compañía, se decidió proyectarlas al ritmo del crecimiento del Producto Bruto Mundial. Se es consciente que la metodología más apropiada hubiese sido determinar el destino final de dichas ventas y proyectarla utilizando las estimaciones de crecimiento de producto del país o la región de destino. Sin perjuicio, al no ser información pública no ha sido posible acceder a dicha información a los fines de este Trabajo. En virtud de que el porcentaje de ventas al mercado exterior es poco significativo en relación a las ventas totales de la Compañía, la limitación mencionada no es significativa a los fines de la valuación. Los precios unitarios dolarizados se incrementaron al ritmo de la proyección de inflación de los Estados Unidos. A continuación, las proyecciones para este segmento de ventas:

Tabla XXIV. Proyección Ventas – Mercado Externo

Año	Unidades (Tns)	P.U.USD	Inflación Mundo	Ventas USD	Ventas ARS	T.C. USD/ARS
2019	35.226	2.700	2,40%	95.098.787	4.850.038.128	51,00
2020	36.252	2.756	2,10%	99.924.587	7.714.677.773	77,21
2021	37.471	2.814	2,10%	105.450.977	10.926.304.401	103,62
2022	38.782	2.873	2,10%	111.433.738	14.737.444.002	132,25
2023	39.752	2.931	2,00%	116.503.973	18.567.735.353	159,37

A modo de resumen las ventas totales para los años proyectados en moneda local y moneda extranjera son las siguientes:

Tabla XXV. Proyección Ventas

	Ventas USD	Ventas ARS
2019	425.166.030	21.683.467.517
2020	384.856.464	29.712.843.330
2021	394.406.804	40.866.466.404
2022	402.036.466	53.170.521.083
2023	407.662.665	64.970.938.648

c) Costo de Ventas

La proyección del Costo de Ventas se realizó analizando los márgenes brutos que el negocio de marcas obtuvo desde el ejercicio 2013 al ejercicio 2018. Se pudo observar que la mediana del Margen Bruto, neto de los resultados no recurrentes, se mantuvo estable alrededor de 36 % de las ventas de la Compañía. Debido a la dificultad de realizar una mayor estimación,

para mantener ese porcentaje estable, se está suponiendo que la inflación de precios es coincidente con la inflación de costos.

Tabla XXVI. Márgenes Brutos Históricos

2018	28,0%
2017	26,0%
2016	38,0%
2015	38,0%
2014	37,0%
2013	35,0%
Mediana⁴⁴	36%

Al resultado obtenido por esta operación matemática se lo dividió por el tipo de cambio promedio estimado para cada ejercicio y por ende se obtuvo el costo de ventas en dólares.

En consecuencia, de lo planteado anteriormente, los números proyectados son los siguientes:

Tabla XXVII. Proyección del Costo de Ventas

Año	Costo de Ventas ARS	Costo de Ventas USD
2019	13.877.419.211	272.106.259
2020	19.016.219.731	246.308.137
2021	26.154.538.498	252.420.354
2022	34.029.133.493	257.303.338
2023	41.581.400.735	260.904.106

d) Gastos de Comercialización

Similar procedimiento se utilizó a los fines de proyectar los gastos de comercialización. Debido a su vínculo directo con las Ventas se pudo observar que durante los últimos ejercicios (se utilizó 2016, 2017 y 2018 debido a la falta de información detallada de este rubro en el segmento marcas previo a la Reorganización Societaria) el porcentaje de estos gastos sobre ventas fue del 20%.

⁴⁴ Debido a que la muestra se encuentra levemente sesgada en los últimos dos años bajo análisis, se decidió utilizar la mediana y no la media a los fines de realizar el cálculo.

A modo de validación se relevaron los balances públicos al 31 de diciembre de 2018 de Arcor S.A.I.C. y Dulcor S.A. y se verificó que la relación Gastos Comercialización / Ventas ronda entre los 15% y 20%.

Tabla XXVIII. Proyección del Gastos de Comercialización

Año	Gastos de Comercialización ARS	Gastos de Comercialización USD
2019	4.336.693.503	85.033.206
2020	5.942.568.666	76.971.293
2021	8.173.293.281	78.881.361
2022	10.634.104.217	80.407.293
2023	12.994.187.730	81.532.533

e) Gastos de Administración

En el caso de los Gastos de Administración se optó por segregar del total a los gastos relacionados con el personal y tratarlos, debido a su magnitud y comportamiento, de forma separada.

Al resto de los gastos de este rubro se los actualizó por la inflación esperada.

Se procedió a analizar la relación entre las paritarias obtenidas por el Gremio de la Alimentación ⁴⁵, que es en el cual se agrupan la gran mayoría de los trabajadores de Molinos, y la inflación. De esta manera se obtuvo que las paritarias en los últimos cinco años acompañaron en un 91% el aumento general de precios.

Tabla XXIX. Relación Paritarias – Inflación

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Paritaria	26,50%	35,00%	33,00%	36,50%	24,00%	38,00%
Inflación	27,90%	38,00%	27,80%	40,30%	24,60%	47,6%
Diferencial	-1,40%	-3,50%	5,20%	-3,80%	-0,60%	-9,6%

⁴⁵ El ente que regula a los empleados de la alimentación se denomina Sindicato de Trabajadores de la Industria de la Alimentación. Sitio Web: <http://www.stia.org.ar>

Teniendo en cuenta este porcentaje y conociendo la inflación estimada se proyectaron los gastos de personal.

Teniendo en cuenta que los gastos dentro de este rubro relacionados con el personal ascendieron en el 2018 a un total de 527.696 miles de pesos, las proyecciones son las siguientes:

Tabla XXX. Proyección Sueldos y Jornales

Año	Inflación	Rel. Inflación - Paritarias	Sueldos y Jornales ARS	Sueldos y Jornales USD
2019	54,67%	49,65%	1.173.032.320	18.046.651
2020	40,76%	37,02%	1.607.247.249	17.976.146
2021	31,78%	28,86%	2.071.083.156	17.578.363
2022	24,50%	22,25%	2.531.933.309	17.260.914
2023	17,30%	15,71%	2.929.760.516	17.027.294

Para el resto de los Gastos de Administración el factor de proyección fue la inflación esperada, obteniendo en Pesos Argentinos y en Dólares Estadounidenses los siguientes resultados:

Tabla XXXI. Proyección Resto Gastos Administración

Año	Inflación	Resto Gastos Adm. ARS	Resto Gastos Adm. USD
2019	54,67%	859.818.264	13.227.973,28
2020	40,76%	782.473.348	8.751.519,38
2021	31,78%	732.543.814	6.217.481,27
2022	24,50%	692.101.725	4.718.255,56
2023	17,30%	652.076.565	3.789.763,50

La sumatoria de ambas estimaciones arrojó los valores expuestos en la tabla que se expone a continuación:

Tabla XXXII. Proyección Gastos Administración

Año	Gastos de Adm. ARS	Gastos de Adm. USD
2019	2.032.850.583	31.274.624,36
2020	2.389.720.597	26.727.665,77
2021	2.803.626.970	23.795.843,79
2022	3.224.035.034	21.979.169,65
2023	3.581.837.081	20.817.057,65

f) Otros Ingresos y Gastos

El rubro Otros Ingresos y Egresos representa de forma similar para las distintas normas contables a las partidas de ingresos y egresos, que, generadas por la actividad operativa de la compañía, no se pueden enmarcar dentro de los rubros del Estado de Resultados explicados anteriormente.

Antes de adentrarnos en la proyección de este rubro es importante explicar brevemente su contenido. Por el lado de los ingresos la compañía los segrega entre Diversos (sin dar mayores explicaciones sobre los mismos) y en menor medida Venta de Propiedad, Planta & Equipo. Por el lado de los egresos, la Compañía los separa entre el quebranto por la previsión para juicios y reclamos, baja de valor residual de Propiedad, Planta & Equipo y diversos.

A los fines de la proyección al 31/12/2016 se excluyen ARS 70 millones correspondientes a provisiones por juicios fiscales. Dicha decisión se fundamenta en que durante el ejercicio 2016 la Compañía provisiono 70 millones de pesos en virtud de reclamos de la Administración Federal de Ingresos Públicos de la República Argentina por supuestos cómputos de créditos fiscales que no correspondían durante los años 2017 y 2016. Durante el mes de agosto de 2018, el gobierno nacional a través de un decreto le condonó la deuda a la compañía. En virtud de esta situación, y sustentándolo en hechos posteriores, se excluye del análisis el monto mencionado. Adicionalmente, se excluyen ARS 44.496 mil correspondientes a la disposición de ciertos activos considerados no centrales y que han sido vendidos durante el periodo.

Al 31/12/2017 se excluyen ARS 1.492 mil correspondientes a la disposición de ciertos activos considerados no centrales y que han sido vendidos durante el periodo.

No se tiene la ratio del ejercicio 2018 en virtud de que la fuerte devaluación (muy por encima de la inflación) generó un salto sin precedentes del rubro Otros Egresos. En la proyección que se realiza en el presente trabajo no se espera nuevamente una situación de estas características.

Luego de las explicaciones expuestas anteriormente los promedios netos en relación a las ventas totales de la Compañía de Otros Ingresos y Egresos para los ejercicios 2017 y 2016 son los siguientes:

Tabla XXXIII. Participación de Otros Ingresos y Egresos Histórica

2017	-0,4%
2016	-0,6%
Promedio	-0,5%

En virtud de los porcentajes expuestos ut-supra se proyectaron los Otros Ingresos y Egresos (netos) multiplicando el porcentaje promedio por las ventas proyectadas de cada año. Los importes resultantes fueron los siguientes:

Tabla XXXIV. Proyección Otros Ingresos y Egresos

Año	Otros Ingresos y Gastos ARS	Otros Ingresos y Gastos USD
2019	- 108.417.338	- 2.125.830
2020	- 148.564.217	- 1.924.282
2021	- 204.332.332	- 1.972.034
2022	- 265.852.605	- 2.010.182
2022	- 324.854.693	- 2.038.313

g) Resultados en Asociadas y Negocios Conjuntos

Tal como se detalló precedentemente las inversiones en Asociadas y Negocios Conjuntos se componen por la participación accionaria en dos compañías: Viña Cobos S.A. y Novaceites S.A.

Cabe aclarar que el 8 de mayo de 2018 la Compañía vendió una planta productora de aceites ubicada en California (Estados Unidos) que operaba bajo la denominación social California Olive Ranch. El precio de venta acordado fue de USD 20.344 miles. La totalidad del resultado obtenido por la operatoria hasta el mes de mayo más el resultado por la venta de esta asociada fueron excluidos a los fines de la proyección de flujos.

En virtud de que el porcentaje de los resultados de estos negocios en el total es muy bajo no se realizaron mayores investigaciones ni profundizaciones sobre los factores que influyen en la proyección de los resultados de estas compañías.

Se tomó como criterio proyectar los resultados Viña Cobos S.A. al ritmo del crecimiento del Producto Bruto mundial. El fundamento de este criterio es que la compañía posee sus negocios internacionalizados. Por otro lado, para la proyección de los resultados de Novaceites S.A. se utilizó como variable el aumento del Producto Bruto Interno de Chile en virtud de que el negocio de esta sociedad es abastecer el mercado local chileno.

La base de proyección fue el resultado en dólares (al tipo de cambio promedio histórico de cada año) promedio de los años 2018, 2017 y 2016.

Tabla XXXV. Proyección Resultado en Asociadas y Negocios Conjuntos

Viña Cobos S.A.

Año	P.B.I. Mundial	Resultado USD
2019	2,91%	46.434
2020	3,36%	47.994
2021	3,50%	49.674
2022	3,50%	51.412
2023	2,50%	52.698

Novaceites S.A.

Año	P.B.I. Chile	Resultado USD
2019	3,20%	671.546
2020	3,20%	693.035
2021	3,20%	715.212
2022	3,20%	738.099
2023	3,20%	761.718

h) CAPEX

El *Capital Expenditure* (CAPEX) son los fondos que utiliza una empresa para adquirir y/o mejorar activos de capital tales como propiedades, plantas industriales o equipos.

Se realizó una relación entre las Ventas de la Compañía y el CAPEX de cada año arrojando un promedio 0,0036% para los ejercicios 2018, 2017, 2016 y 2015.

A los fines de proyectar las inversiones en CAPEX para los años incluidos en el Horizonte Temporal de Análisis se tomaron los siguientes criterios:

- Para el ejercicio 2019 se utilizó información del Programa de Inversiones de la Compañía. Específicamente durante el ejercicio 2018-2019 la compañía realizó una inversión en la localidad de Esteban Echeverría, Provincia de Buenos Aires. Dicha inversión implicó una ampliación de una planta ya instalada. Según información expuesta en el Balance al 31 de diciembre de 2018 se habían erogado un total de 883 millones pesos para dicho proyecto. Durante los primeros meses del 2019 dicha planta fue inaugurada⁴⁶ y la inversión total fue de 1.200 millones de pesos. Cabe aclarar que, en dicha inauguración, ejecutivos de la Compañía

⁴⁶ Fuente: <https://www.iprofesional.com/negocios/296223-molinos-invierte-1-200-millones-de-pesos-para-aumentar-produccion-de-chococarroz>

anunciaron un cese de nuevas inversiones por todo el ejercicio en curso. En base a esto el CAPEX 2019 proyectado se compuso por la diferencia entre el total invertido en el proyecto mencionado y lo ya erogado en el 2018, más un importe equivalente a la depreciación del 2019 (esto último a los fines de mantener la capacidad instalada del resto de las plantas).

- Para el resto de los ejercicios bajo análisis se utilizó la relación establecida entre Ventas de la Compañía y CAPEX que se mencionó anteriormente para la proyección de la inversión en activo fijo.

El criterio utilizado en el párrafo precedente es aceptable solamente en el marco de que el autor de este Trabajo Final Integrador es un tercero sin acceso a la información interna de la Compañía. Caso contrario sería de mayor rigor profesional utilizar el plan de inversiones a realizar por parte de la Compañía para todo el Horizonte Temporal de Análisis.

Como elementos secundarios de corroboración se realizó una comparación simple (en moneda fuerte) entre el CAPEX real para el periodo 2014-2018 versus el CAPEX proyectado en el presente Trabajo para el lustro 2019-2023. Mientras que la proyección arroja un promedio de 17 millones de dólares, el importe promedio real de los periodos anteriores es cercano a 20 millones. Teniendo en cuenta que el Tipo de Cambio Real Multilateral⁴⁷ para el periodo 2014-2018 fue considerablemente más bajo que el estimado para el periodo 2019-2023 y adicionalmente que el periodo 2014-2018 fue una etapa de fuerte expansión de la Compañía, avalada por un crecimiento sostenido del consumo, entendemos que los 17 millones promedio anual es un importe razonable y acorde a la capacidad de la compañía.

i) Capital de Trabajo

Sin perjuicio la definición generalizada del capital de trabajo es la sustracción entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente a los fines de la proyección se han realizado pequeñas modificaciones que son acordes con la definición de la Compañía de su capital de trabajo según los balances analizados.

No se consideran del Activo Corriente a los rubros Efectivo y Colocaciones de Corto plazo y Grupo de activos mantenidos para la venta por entenderlos externos al capital de trabajo operativo. Se incluye del Activo No Corriente a los Otros Créditos no Financieros debido a que se

⁴⁷ El Tipo de Cambio Real Multilateral (TCRM) es un indicador que mide el precio relativo de los bienes y servicios de una economía con respecto a los de un grupo de países con los cuales se realizan transacciones comerciales. Fuente: <http://www.cei.gov.ar/> "Dirección Nacional Centro de Economía Internacional".

tratan de Anticipos a proveedores rubro con clara connotación de Capital de Trabajo por más que exceda los 12 meses de plazo para su realización en efectivo o equivalente del mismo.

Por el lado del Pasivo Corriente no se consideran las Deudas Financieras por ser parte del endeudamiento de la compañía no de su capital de trabajo.

Con relación a la proyección de este concepto se trabajó de forma diferenciada con distintos rubros en virtud de sus claras diferencias conceptuales. A continuación, se detallará el trabajo realizado en cada uno de ellos:

- *Cuentas a Cobrar Comerciales*

Sin adentrarnos en la definición de este rubro debido a que ha sido desarrollada, en forma conjunta con su tratamiento contable, previamente pasaremos a analizar los supuestos y criterios adoptados para la proyección de los mismos.

En el apartado 5.3.4 “*Índices de Actividad*” se desarrollaron distintas ratios vinculados con el nivel de actividad de la compañía. Entre ellos se pueden observar el plazo de cobranza de las cuentas a cobrar comerciales para los ejercicios 2018 y 2017 tanto con la incidencia del Impuesto al Valor Agregado como si ella.

Para el presente apartado se tomaron los datos sin el impacto del impuesto mencionado y realizo un promedio simple de los mismos arrojando 55,53 días.

Teniendo en cuenta la fórmula que da origen a los días expresados anteriormente se realizó un despeje matemático y se reemplazó las ventas reales por las ventas proyectadas.

$$\frac{\text{Días de Cobranza}}{365} \times \text{Ventas Proyectadas}$$

Los resultados que arrojó el cálculo arriba expuesto se detallan a continuación:

Tabla XXXVI. Proyección Cuentas a Cobrar Comerciales

En miles de ARS	2019	2020	2021	2022	2023
Cuentas a Cobrar Comerciales	3.991.330	5.469.318	7.522.393	9.787.231	11.959.363

En miles de USD	2019	2020	2021	2022	2023
Cuentas a Cobrar Comerciales	61.405	61.171	63.846	66.722	69.506

- *Inventarios*

Dado que la definición y su tratamiento contable convencional ha sido desarrollado en la sección “5.1 Estado de Situación Patrimonial Consolidado – Análisis Vertical” no nos detendremos en su desarrollo al igual que con las Cuentas a Cobrar Comerciales.

Similar criterio que al rubro recientemente mencionado fue el que se aplicó en este rubro para su proyección. En la sección “5.3.4 Índices de Actividad” también se expusieron ratios vinculados con este rubro. Particularmente, el ratio de días de inventarios que arrojé, sin el impacto del Impuesto al Valor Agregado, valor 111 días para el ejercicio 2018 y 110 días para el ejercicio anterior. A los fines de la proyección se consideró el promedio simple de 110,50 días.

Utilizando la fórmula que le da origen a los valores expuestos anteriormente se arribó a la siguiente expresión matemática que luego fue utilizada para la futura evolución de los inventarios para los ejercicios 2017 y 2018.

$$\frac{\text{Días de Venta}}{365} \times C.M.V. \text{Proyectados}$$

Los resultados que arrojó el cálculo arriba expuesto se detallan a continuación:

Tabla XXXVII. Proyección Inventarios

En miles de ARS	2019	2020	2021	2022	2023
Inventario	4.201.246	5.756.965	7.918.018	10.301.971	12.588.342

En miles de USD	2019	2020	2021	2022	2023
Inventario	64.635	64.388	67.204	70.231	73.161

- *Cuentas por Pagar Comerciales*

Similar comentario sobre la definición del rubro que se expuso en los dos apartados anteriores.

Se utilizó la misma metodología de trabajo que fue desarrollada en los dos rubros del capital de trabajo anteriores. Se partió de los datos de Días de Pago analizados en el apartado “5.3.4 Índices de Actividad” y se re acomodó la fórmula arribando a la siguiente:

$$\frac{\text{Días de Pago}}{365} \times \text{Compras Proyectadas}$$

Surge una particularidad debido a que no se trabajó hasta el momento con el nivel de compras proyectado. Dada su ineludible relación con el nivel de ventas, se consideró el promedio simple de la relación porcentual entre las compras y las ventas para los ejercicios 2018 y 2017 y se utilizó dicho dato para realizar la proyección de las Compras.

Tabla XXXVIII. Proyección Cuentas por Pagar Comerciales

En miles de ARS	2019	2020	2021	2022	2023
Cuentas a Pagar Comerciales	2.361.161	3.235.497	4.450.040	5.789.856	7.074.829

En miles de USD	2019	2020	2021	2022	2023
Cuentas a Pagar Comerciales	36.326	36.187	37.770	39.471	41.118

- *Otros rubros del capital de trabajo*

Existen otros rubros que por su menor importancia relativa dentro del capital de trabajo no merecieron un análisis más detallado. Adicionalmente, la menor información que los Estados de Situación Financiera exponen generan mayor dificultad a la hora de proyectarlos.

Es por esto que se tomaron criterios más sencillos para la proyección de los mismos. A continuación, se exponen los criterios y los resultados obtenidos en pesos argentinos y dólares norteamericanos.

Tabla XXXIX. Proyección Otros Rubros del Capital de Trabajo

En miles de ARS	2018	Criterio	2019	2020	2021	2022	2023
Activos Biológicos	86.492	% Ventas	86.492	88.096	120.718	166.033	216.022
Créditos Impositivos y Aduaneros	155.403	% Ventas	158.285	216.898	298.317	388.134	474.275
Otros créditos no financieros	131.698	Mixto	203.697	286.718	377.822	470.388	551.766
Otros créditos financieros	238.939	Inflación	369.567	259.417	238.036	223.522	211.138
Otros Activos	2.348	% Ventas	2.348	2.348	2.348	2.348	2.348

Deudas sociales y fiscales	838.645	Inflación-Ventas	1.075.665	1.494.027	2.011.805	2.561.107	3.066.843
Otras deudas	340.766	Inflación	527.063	741.876	977.607	1.217.121	1.427.683

En miles de USD	2018	Criterio	2019	2020	2021	2022	2023
Activos Biológicos	2.294	% Ventas	1.331	985	1.025	1.132	1.255
Créditos Impositivos y Aduaneros	4.122	% Ventas	2.435	2.426	2.532	2.646	2.756
Otros créditos no financieros	3.493	Inflación	6.241	4.550	4.116	3.829	3.624
Otros créditos financieros	6.338	Inflación	5.686	2.901	2.020	1.524	1.227
Otros Activos	62	% Ventas	36	27	28	31	34
Deudas sociales y fiscales	22.245	Inflación-Ventas	16.549	16.710	17.075	17.460	17.824
Otras deudas	9.039	Inflación	8.109	8.297	8.297	8.297	8.297

En algunos casos se optó por relacionarla con el nivel general de ventas proyectado. Los Activos Biológicos y los Créditos Impositivos y Aduaneros tienen una relación directa con el nivel de ventas. El primero debido a que ante mayor cantidad de ventas será necesario invertir más cantidad de dinero en sembreras y otros activos denominados biológicos. El segundo se genera de forma directa con las exportaciones de la compañía por lo que su relación con las ventas es importante. Los Otros Activos por su escasa magnitud se decidió relacionarlos con las ventas proyectadas debido a que su variación no tiene influencia significativa con la variación del capital de trabajo y mucho menos con el valor proyectado de la compañía.

Los Otros Créditos Financieros y las Otras Deudas se relacionaron con la inflación proyectada de la República Argentina. Se adoptó este criterio para el primer rubro debido a que se encuentra compuesto principalmente por Prestamos al Personal (y minoritariamente por diversos) y se consideró que es razonable pensar que los préstamos que se le otorgue al personal para que el mismo adquiere bienes y servicios crezcan o disminuyan de la mano del nivel general de precios. Las Otras Deudas además de ser relativamente muy chicas en relación a los otros rubros analizados no posee un mayor detalle en los Estados Financieros de la Compañía en virtud de que su principal elemento es el sub-rubro Diversos. En este marco se optó por decidir que acompañen el nivel general de precios de la República Argentina.

Las Deudas Sociales y Fiscales por su magnitud y sus características particulares vinculadas a la carga impositiva argentina y el poder del gremialismo se optó por tomar un criterio mixto entre el nivel general de precios y la proyección de las paritarias utilizadas en los Gastos de Administración.

Los Otros créditos no financieros se componen por Anticipo a proveedores por Propiedad, Planta y Equipo, Anticipo a proveedores por inventarios y gastos pagados por adelantado en general. Debido a su diversidad de conceptos, se utilizó el índice inflacionario futuro para su proyección.

Es importante aclarar que, si bien a los fines didácticos en los cuadros precedentes se expuso el valor de los distintos rubros del capital de trabajo en dólares, para la determinación de las variaciones se utilizaron los saldos en pesos argentinos y con posterioridad se lo dividió por el tipo de cambio pertinente a los fines de su introducción en el Flujo de Fondos Proyectado. Todo esto en virtud de que trabajar utilizando las diferencias de los saldos finales en dólares puede evidenciar distorsiones cuando la moneda en la que se erogan o se reciben los flujos de capital de trabajo es en pesos argentinos. Por ejemplo, ante una pérdida de valor significativa en términos reales de la moneda local versus la moneda extranjera, el saldo final de capital de trabajo neto en dólares será inferior al del año precedente. El cálculo sencillo arrojaría un recupero de capital de trabajo, sin perjuicio de ello la realidad es que la compañía probablemente (especialmente si los niveles de actividad subieron) tenga que erogar pesos argentinos para cubrir sus necesidades de capital. En el primer caso, el Flujo de Fondos se vería injustamente beneficiado.

Los resultados finales del capital de trabajo para los años proyectados es el siguiente:

Tabla XL. Proyección Capital de Trabajo

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Capital de Trabajo ARS	5.091.899	5.049.077	6.608.359	9.038.200	11.771.544	14.433.898
Variacion en miles de ARS		-42.822	1.559.282	2.429.841	2.733.344	2.662.355
Variacion en miles de USD		-659	17.440	20.623	18.634	15.473

j) Efecto Impositivo

Luego de determinar el Resultado Operativo proyectado es necesario calcular el impacto del impuesto a las ganancias sobre dicho resultado. La doctrina sobre la materia en términos generales utiliza la tasa efectiva del impuesto a las ganancias entendiendo por tal como el cociente entre el impuesto anual determinado según el estado de resultados y los resultados

antes de impuestos. Las diferencias entre la tasa nominal del impuesto a las ganancias y la tasa efectiva del mismo surgen por diferencias entre las normas contables vigentes y la ley de impuesto a las ganancias.

Sin perjuicio de lo planteado y en virtud de la reciente reforma tributaria de la República Argentina en la cual se plantea una disminución paulatina de la tasa nominal en los años de proyección se procedió a utilizar la alícuota que corresponderá a cada uno de los años proyectados.

k) Depreciaciones y Amortizaciones

Por el lado de las primeras⁴⁸ se tomó el promedio de la relación entre ellas y el total de bienes de uso para los ejercicios 2017, 2016 y 2015 arrojando una media de 7,16%. Dicho promedio se utilizó para la proyección para los ejercicios 2018, 2019, 2020, 2021 y 2022.

A los fines de calcular el porcentaje expuesto en el párrafo anterior se utilizó el Valor Origen de los Bienes de Uso de cada año, a los fines de tener en cuenta las inversiones de CAPEX de cada año.

Por el lado de las segundas se planteó como supuesto que la compañía no continúa invirtiendo en Activos Intangibles por lo que se mantuvo constante para los ejercicios siguientes.

A continuación, la evolución de las Depreciaciones (se omite la de las amortizaciones debido a la decisión de mantenerlas constantes).

Tabla XLI. Proyección Depreciaciones

En Miles de ARS	2019	2020	2021	2022	2023
Depreciaciones	310.655	425.690	585.486	761.764	930.826

En Miles de USD	2019	2020	2021	2022	2023
Depreciaciones	4.779	4.761	4.969	5.193	5.410

⁴⁸ La doctrina contable en general entiende a las depreciaciones vinculadas con los activos tangibles (Propiedad, Planta & Equipo) mientras que las amortizaciones con los activos intangibles.

I) Valor Terminal

Se consideraron los siguientes supuestos sobre las siguientes variables para el periodo Terminal.

- Crecimiento de ventas a largo plazo: se supuso constante e igual a una tasa de crecimiento determinada por un 78% del Producto Interno Bruto de largo plazo para la República Argentina y un 22% del Producto Bruto Mundial. Los porcentajes se deben a la importancia relativa de las ventas locales e internacionales al 2023. Dicha tasa de crecimiento es del 2,11%.
- Margen Bruto y Operativo: En el caso del margen bruto se utilizará el mismo margen que en todos los ejercicios. En el caso del margen operativo se utilizará 9,442% que es el margen operativo promedio entre el año 2022 (9,436%) y 2023 (9,448%) estipulando que la Compañía mantendrá dicha proporción estable en el futuro. Se utilizan estos últimos dos años porque demuestran una estabilización del Margen Operativo.
- CAPEX: Se supondrá igual a las depreciaciones proyectadas. Por ende, los gastos en inversiones de bienes de capital tendrán como objetivo mantener el valor de los mismos en el largo plazo, así como la capacidad productiva.
- Depreciaciones y Amortizaciones: En el caso de las primeras se la mantuvo constantes al mismo porcentaje que para los 5 años. En el caso de las segundas, en virtud de la decisión de agotar los Activos Intangibles, se procedió a calcular cuántos años de amortización quedaban pendientes y se asignó ese importe.
- Capital de Trabajo: Se consideró un monto estable que se calculó a través de la siguiente fórmula:

$$\text{Capital de Trabajo a LP: } \frac{\text{Delta Capital de Trabajo 2022} \times (1 + \text{Tasa de Crecimiento de LP})}{(\text{Costo de Capital} - \text{Tasa de Crecimiento de LP})}$$

6.1.1. Resultados Obtenidos

A continuación, se presentan los resultados de las proyecciones en dólares norteamericanos obtenidos en base a los supuestos y criterios establecidos precedentemente.

Tabla XLII. Flujo de Fondos Proyectados

Concepto	2019	2020	2021	2022	2023	Valor Terminal
<i>Ventas Mercado Local</i>	330.067	284.932	288.956	290.603	291.159	
<i>Ventas Mercado Externo</i>	95.099	99.925	105.451	111.434	116.504	
Ingresos por Ventas	425.166	384.856	394.407	402.036	407.663	7.612.142
Costo de Ventas	- 272.106	- 246.308	- 252.420	- 257.303	- 260.904	- 4.871.771
Margen Bruto	153.060	138.548	141.986	144.733	146.759	2.740.371
% Ventas	36,00%	36,00%	36,00%	36,00%	36,00%	
Gastos de Comercializacion	- 85.033	- 76.971	- 78.881	- 80.407	- 81.533	
Gastos de Administracion	- 31.275	- 26.728	- 23.796	- 21.979	- 20.817	
Otros Ingresos y Gastos	- 2.126	- 1.924	- 1.972	- 2.010	- 2.038	
Resultados en Asociadas y Negocios Conjuntos	718	741	765	790	762	
Resultado Operativo	35.344	33.666	38.102	41.126	43.132	792.037
% Ventas	8,31%	8,75%	9,66%	10,229%	10,580%	
Efecto Impositivo	- 10.603	- 8.417	- 9.526	- 10.281	- 10.783	- 198.009
<i>Alícuota (t)</i>	30,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Resultado Operativo * (1-t)	24.741	25.250	28.577	30.844	32.349	594.028
Depreciaciones	4.779	4.761	4.969	5.193	5.410	101.016
Amortizaciones	867	527	348	259	203	916
Capex Total	- 10.995	- 13.669	- 14.008	- 14.279	- 14.479	- 101.016
Variación Capital de Trabajo	659	- 17.440	- 20.623	- 18.634	- 15.473	- 288.925
Free Cash Flow to the Firm	20.051	- 570	- 737	3.384	8.011	306.019

6.2. Tasa de Descuento

Tal como se expresó anteriormente a los fines de descontar los flujos de fondos obtenidos en el apartado anterior se utilizó el Weighted Average Cost of Capital (WACC)⁴⁹.

⁴⁹ Simplemente como ayuda hacia el lector, se recuerda que la fórmula es la siguiente: $WACC = K_e \frac{E}{(E+D)} + K_d (1-T) \frac{D}{(E+D)}$

6.2.1. Costo del Capital Propio (Ke)

Para la determinación del costo del capital (Ke) tal como se planteó anteriormente se utilizó el modelo de valoración de activos CAPM⁵⁰.

El primer valor a determinar es la tasa libre de riesgo (Rf). A estos efectos se consideró como tasa libre de riesgo a la tasa de T-Bonds a 10 años que a diciembre de 2018 ascendía a 2,69%.⁵¹

Teniendo en cuenta que la actividad económica de la Compañía se sitúa en la República Argentina y por ende en un mercado que por inestabilidades sociales, económicas y políticas se considera más riesgoso, es habitual aplicarle al cálculo una prima de riesgo extra para ajustar esa diferencia. Dicha prima de riesgo es conocida en la práctica como Riesgo País.

El extra riesgo mencionado se encuentra relacionado con una serie de factores intrínsecos que incluyen (Dumrauf, 2013):

- Inestable desempeño macroeconómico: alta inflación, devaluaciones agudas, déficit fiscal, crecimiento irregular del Producto Bruto Interno.
- Control de flujos de capitales.
- Cambios en los marcos jurídicos de los contratos y las regulaciones.
- Expropiaciones
- Transferencias.
- Corrupción, fraude.
- Disturbios civiles.

El índice más conocido para reflejar este riesgo extra es el Emerging Markets Bondx Índice o Indicador de Bonos de Mercado Emergente (EMBI) que es elaborado por el JP Morgan Chase. Su metodología de cálculo consiste en la diferencia entre la tasa de interés que pagan los bonos denominados en dólares emitidos por países sub-desarrollados y los bonos del tesoro de Estados Unidos. Al 31 de diciembre de 2018 el índice mencionado era de 817 puntos básico. Las dificultades por las que atravesó la República Argentina, tanto en materia económica como financiera, arrojaron una volatilidad abrupta de este índice en los últimos años. Mientras que al cierre del año 2017 el Riesgo País se encontraba cercano a un mínimo histórico (en 351 puntos

⁵⁰ Simplemente como ayuda hacia el lector, se recuerda que la fórmula es la siguiente: $Ke = Rf + \beta (Rm - Rf)$

⁵¹ Fuente: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2018>

básicos) en 365 días el aumento fue cercano al 140%. En virtud de esto, se procedió a utilizar la mediana del índice para los últimos 10 años (2007 – 2018) arrojando así un valor más característico de la historia del riesgo país argentino: 679 puntos básicos o expresado en tasa 6,73%.

Se decidió utilizar la mediana de este índice y no el valor exacto de la fecha de valuación a los efectos de considerar la evolución del Riesgo País a largo plazo y por ende no afectar la WACC por cuestiones coyunturales del momento en el cual se está realizando la valuación. Adicionalmente este criterio permite que para que una mejora (o empeoramiento) del Riesgo País tenga efecto en la tasa de descuento, deberá ser una variación sostenida en el tiempo.

En el marco de lo explicado anteriormente, la sumatoria de la Tasa Libre de Riesgo norteamericana más el Riesgo País es asimilable a una Tasa Libre de Riesgo en Argentina.

Adicionalmente es necesario determinar la prima por riesgo de mercado. Al utilizar la tasa de un bono del tesoro norteamericano como tasa libre de riesgo, es común utilizar la diferencia entre la tasa del bono del tesoro y el rendimiento del S&P500 como prima de riesgo para el cálculo. El S&P500 cuyo nombre completo es Standards & Poor's 500 es un índice de capitalización bursátil de 500 grandes compañías que poseen acciones que cotizan en las bolsas de Nueva York o NASDAQ. Por estos motivos es considerado el índice más representativo de la situación real del mercado norteamericano.

Se tomaron los datos de la tasa libre de riesgo y del S&P 500 desde el año 1928 al 2018 y se calculó el promedio geométrico (mediana) de los mismos obteniendo los siguientes resultados:

Tabla XLIII. S&P 500 – T-Bonds

Promedio Geométrico	S&P 500	T. Bond 10 años
1928-2018	9,49%	4,829%

La diferencia entre ambos es de 4,661 y es el valor utilizado como prima por riesgo de mercado para el cálculo del Ke.

Por último, es necesario determinar el coeficiente Beta. En virtud de que la Compañía cotiza sus acciones en el Merval, si se utilizara el Beta de Molinos en base a este mercado surgiría inconsistencias dado que se está utilizando el mercado de valores de los Estados Unidos como referencia para el cálculo de la prima de riesgo.

Una alternativa para solucionar esta limitación es la técnica del Beta comparable o como se denomina en la bibliografía en inglés *pure-play technique*. Esta metodología consiste en buscar una compañía, un conjunto de estas o un sector determinado que contengan similitudes importantes con la empresa sujeta a valuación. Una vez que es identificada sus datos de mercado son utilizados a los fines de la valuación.

En este marco se tomó como criterio de utilizar la Beta promedio del sector de procesamiento de alimentos (Food Processing) de los Estados Unidos⁵². El sector de procesamiento de alimentos incluye las 87 compañías más grandes en el rubro de los Estados Unidos. Entre ellas podemos mencionar: Mondelez International, Inc., The Kellogg Company, The Kraft Heinz Company, Tyson Foods, Inc. o Campbell Soup Company. Los negocios donde se encuentran estas compañías y las restantes del sector tienen una fuerte similitud con los negocios de Molinos. Se utilizaron los datos del año 2018 para el presente trabajo de valuación.

Tabla XLIV. Beta

Sector	Beta	Deuda/Capital	Tasa Impositiva	Beta Desapalancada
Procesamiento de Comida	0,68	30,82%	15%	0,54
Beta Desapalancada				0,54

Luego se procedió a ajustar la beta promedio del sector a la estructura de deuda/capital de Molinos.

$$Beta\ con\ deuda = Beta_{sin\ deuda} \times \left[1 + \frac{D * (1 - t)}{E} \right]$$

La reforma tributaria sancionada en 2017 y que fue explicada previamente genera implicancias en el cálculo del Ke. Como se ilustra en la fórmula ut-supra es necesario utilizar la tasa impositiva (t) para arribar a la Beta sin deuda. En virtud de que por 1 año la tasa del impuesto a las ganancias de la República Argentina será del 30% mientras que para los años posteriores disminuirá al 25%, será necesario a los fines del presente trabajo el cálculo de dos Ke.

⁵² La información fue extraída de la página web de la *New York University Stern School of Business*. http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html

En conclusión, el Ke que fue utilizado para el primer ejercicio (alícuota del 30%) en presente valuación es el siguiente:

$$Ke = 2,69\% + 6,73\% + 1,34 (9,49\% - 4,829\%) = 15,67\%$$

En cambio, desde el segundo año en adelante y para la perpetuidad el Ke que se utilizó en esta valuación es el siguiente:

$$Ke = 2,69\% + 6,73\% + 1,39 (9,49\% - 4,829\%) = 15,94\%$$

6.2.1. Costo de la Deuda (Kd)

El segundo elemento que es necesario a los fines de determinar la tasa WACC es el costo de la deuda o Kd.

En primer lugar, es necesario determinar el costo de que deuda es el que habría que utilizar. Las principales fuentes de financiamiento de terceros de la Compañía son las Deudas Bancarias y las Cuentas Comerciales a Pagar. Adicionalmente, podríamos mencionar las Deudas Sociales y/o Fiscales, pero en ese caso es claro que no poseen interés.

Sobre las Deudas Bancarias no existe duda que es necesario analizar el costo de las mismas por lo que nos centraremos en ella algunos párrafos más abajo. Con relación a las Deudas Comerciales (básicamente las deudas con proveedores) existen dos motivos por los cuales no se analizó su costo en el presente trabajo:

- En la Nota 22.4 de los Estados Financieros al 31.12.2018 (y en distintas Notas en Estados Financieros de ejercicios previos) la gerencia aclara de forma expresa que “Las deudas comerciales no devengan intereses explícitos...”. En este marco, sin acceso a información de gestión de la Compañía no es factible apreciar dentro de los Estados Financieros publicados los intereses que generan estas deudas.
- Al no aparecer los intereses explicitados no es factible aprovechar el ahorro fiscal que permite la legislación impositiva.
- Más allá de lo expuesto anteriormente doctrinariamente la mayoría de las posturas se encuentran enfrentadas a considerar a las deudas comerciales dentro del cálculo del costo del endeudamiento por las siguientes razones (Dumrauf, 2013):

- No representan una decisión gerencial, sino un recurso que se genera de forma espontánea.
- Representan una deuda que se expone en términos netos en el capital de trabajo.
- En caso de existir costos implícitos estos ya se encuentran restados en el flujo de efectivo operativo, porque forman parte del costo de las mercaderías vendidas.

Habiendo determinado que la deuda sobre la que se trabajara a los fines de determinar el Kd es la Deuda Financiera o Bancaria, es necesario determinar que metodología se utilizara a los fines de arribar al valor del Kd.

Es importante aclarar que la Compañía posee deuda financiera en moneda extranjera al cierre del ejercicio 2018 aproximadamente un 85% mientras que en moneda local de 15%.⁵³

Teniendo en cuenta que los flujos de fondos fueron dolarizados y que el resto de las tasas del WACC se encuentran expresadas en dicha moneda es necesario trabajar de la misma manera con el costo de endeudamiento.

Para ello se utilizaron los costos de financiación expuestos por la gerencia en el Estado de Situación Financiera. En este caso (y tal como está expuesto más arriba), para el ejercicio 2018, los mismos en las distintas monedas fueron:

- En moneda local: 49,29%
- En moneda extranjera: 6,5%

Sin perjuicio, debido a que las tasas arriba expuestas se encuentran expuestas en monedas distintas, es necesario adecuar las mismas partiendo de las tasas en pesos y deflactarla teniendo en consideración una tasa general de variación de precios de Argentina y Estados Unidos.

$$Kd (USD) = (1+Kd (ARS)) \times (1 + Inflación USD) / (1 + Inflación ARS)) - 1$$

Por ende, la tasa equivalente en USD al 49,29% en ARS sería de 3,07%. Esto significa que una parte de la deuda se tomó a una tasa en dólares del 3,07% y la otra parte de la

⁵³ Información extraída de la Nota 20.9 “Activos y pasivos en moneda extranjera”.

financiación se tomó a 6,5%. Utilizando la información, expuesta anteriormente, referida al porcentaje de deuda en dólares y en pesos se calculó un promedio ponderado que arrojó como resultado un costo de la deuda de 5,99% en dólares norteamericanos para el ejercicio 2018.

Realizando idéntico procedimiento para el ejercicio 2017 el costo promedio ponderado de la deuda dio como resultado 3,87% en dólares norteamericanos.

Tomando ambos valores, se puede obtener un promedio simple del costo de la deuda para los ejercicios 2018-2019 de 4,9% en dólares norteamericanos.

$$Kd = 4,9\%$$

A los fines del cálculo de la WACC, al Kd bruto expuesto anteriormente debe descontársele el efecto del ahorro impositivo de los intereses a la tasa impositiva vigente. Esto en virtud de que por la normativa impositiva es factible restar de la ganancia gravada el costo de los intereses de la deuda. Por ende, el costo real de la deuda es el neto del efecto impositivo. Teniendo en cuenta esto y sin olvidar lo explicado anteriormente en referencia a la escala de tasas al Impuesto a las Ganancias establecida por la Reforma Impositiva del 2017, será necesario calcular dos Kd netas del efecto impositivo.

$$Kd = 4,9\% \times (1-30\%) = 3,45\%$$

$$Kd = 4,9\% \times (1- 25\%) = 3,69\%$$

6.2.1. Weighted Average Cost of Capital - WACC

Habiendo trabajado con los dos principales elementos de la Weighted Average Cost of Capital y habiendo obtenido los resultados de Ke y Kd expuestos arriba es necesario conjugar ambas variables con la estructura de endeudamiento de la Compañía y así obtener la tasa WACC.

A continuación, se exponen los cálculos del WACC₂₀₁₉ y el WACC₂₀₂₀ en adelante:

Tabla XLV. WACC

WACC 2019	
<u>Estructura de Capital</u>	
Deuda	68,00%
Capital Propio	32,00%
Deuda / Capital	212,50%
Tasa Libre de Riesgo	2,69%
Prima de Riesgo de Mercado	4,66%
Prima por Riesgo Domestico	6,73%
Beta apalancada	134%
Costo del Capital (Ke)	15,67%
Costo de la deuda	4,93%
Tasa impositiva	30,00%
Costo de la deuda (Kd)	3,45%
WACC	7,36%

WACC 2020 en adelante	
<u>Estructura de Capital</u>	
Deuda	68,00%
Capital Propio	32,00%
Deuda / Capital	212,50%
Tasa Libre de Riesgo	2,69%
Prima de Riesgo de Mercado	4,66%
Prima por Riesgo Domestico	6,73%
Beta apalancada	139,81%
Costo del Capital (Ke)	
Costo de la deuda	
Tasa impositiva	25,00%
Costo de la deuda (Kd)	
WACC	7,61%

6.3. Valor de Mercado de la Deuda

A los efectos de arribar al valor del capital de Molinos es necesario restarle al valor de la compañía el valor de la deuda.

Retomando lo analizado en el apartado inmediatamente anterior la deuda que se debe netear es aquella no operativa, por ende, la conocida como deuda financiera.

La deuda financiera se encuentra contabilizada en los Estados Financieros bajo el criterio del costo amortizado utilizando el método de la tasa efectiva según lo expuesto en la Nota 2.3.12.2 “*Pasivos Financieros*” de los Estados Financieros cerrados al 31 de diciembre de 2018. Situación que se encuentra acorde la normativa contable internacional vigente.

Sin perjuicio a los fines de una valuación el valor de la deuda que deberá restarse es el precio de mercado que los inversores estarían dispuestos a adquirir la deuda de la compañía. Llamaremos a este concepto de aquí en adelante Valor de Mercado de la Deuda.

La totalidad de la deuda de la compañía no se encuentra negociada a fines del 201 en mercados de valores, sino que es deuda tomada con instituciones financieras (locales y del exterior) en forma de préstamos comunes o prefinanciación de exportaciones. Esta situación complejiza la situación debido a que no existe, para ningún porcentaje de la deuda, interacciones en un mercado libre en donde las partes le estén fijando continuamente un precio a la deuda.

Dada esta situación existe una metodología que permite transformar esta deuda adquirida en instituciones financieras en una deuda de mercado de valores. La metodología consiste en convertir el valor en libros de la deuda en el valor en el mercado de la deuda asumiendo la deuda total como un bono de cupón único con un cupón igual al valor de los intereses y el *maturity* igual a la madurez promedio ponderada de la deuda de la empresa.

La fórmula delo planteado anteriormente se expresa así:

$$\text{Valor de Mercado de la Deuda: } C \left[\frac{1 - (1 / ((1 + Kd) ^t))}{Kd} \right] + [FV / ((1 + Kd) ^t)]$$

Siendo:

C: Intereses perdidos (en dólares)

Kd: Costo de la Deuda

T: Maturity promedio ponderada

FV: Total de la Deuda

Lo descrito en la teoría se expresa en cálculos de la siguiente forma:

Tabla XLVI. Valor de Mercado de la Deuda

Calculo del Valor de Mercado de la Deuda		
		Maturity (Años)
Deudas Bancarias	196.571 USD	1,2919
Obligaciones Negociables	- USD	0
Interes Perdidos	16.286 USD	
Costo de la Deuda (Kd)	4,93%	
Deuda Total	196.571 USD	
Maturity Promedio Ponderada(Años)	1,2919	
Valor de Mercado de la Deuda	204.646 USD	

Algunas consideraciones son necesarias:

- El total de los valores se encuentran expuestos en dólares norteamericanos por ende se realizaron los siguientes cálculos:
 - Las deudas bancarias (financieras) se dividieron por el Tipo de Cambio del Banco Nación Argentina Vendedor de cierre del 2018: 37,70.
 - Los intereses perdidos se dividieron por el Tipo de Cambio promedio de 2018 obtenido utilizando los valores del Banco Nación Argentina:28,07.
- La maturity de la deuda actual de la compañía se obtuvo utilizando la información expuesta en la Nota 31 sección 2 de los Estados Financieros de la Compañía. A los fines de analizar el riesgo de liquidez se detallan los vencimientos de los pasivos consolidados existentes al cierre de cada año. Utilizando solo las Deudas Financieras (dejando de lado las comerciales por los motivos antes descriptos), convirtiendo los meses (dado que es la forma de expresar vencimientos en dicha tabla cuando la deuda es corriente) en años y dividiendo los importes que originalmente se encuentran expuestos en pesos bajo la misma metodología que la utilizada para la deuda de cierre, detallada en el párrafo anterior, se obtiene la siguiente tabla y con ella la maturity promedio:

Tabla XLVII. Maturity

	Años						Totales
	0,125	0,375	0,625	0,875	1,5	3	
ARS	3.862.679	717.455	843.876	688.116	1.180.677	3.377.415	10.670.218
USD	102.458	19.031	22.384	18.252	31.318	89.587	283.030
%	36%	7%	8%	6%	11%	32%	100%
Maturity Promedio	0,0453	0,0252	0,0494	0,0564	0,1660	0,9496	1,2919

6.4. Valor de la Firma

Habiendo obtenido los futuros flujos de fondo en la sección 6.1, la tasa de descuento en la sección 6.2 y el valor de mercado de la deuda en la sección 6.3 es momento de unir todas estas variables para poder arribar al Valor de la Compañía y luego al Valor del Capital.

Adicionalmente se suma al cálculo el Efectivo y Equivalentes de Efectivo y los Activos No Operativos. Se entendieron como Activos No Operativos aquellos mantenidos para la Venta al 31 de diciembre de 2018.

En la presente tabla se exponen los resultados obtenidos:

Tabla XLVIII. Valor de la Firma (en miles de dólares)

	Valuación (USD)
Valor Actual del periodo explícito (2019)	18.677
Valor Actual del periodo explícito (2020-2023)	7.522
Valor Actual de la Perpetuidad	285.039
Valor de la Compañía	311.238
+ Caja	7.413
- Debt	- 204.646
Valor del Capital Propio	114.006
+ Activos no operativos	17.584
Valor del Capital Propio Ajustado	131.590
Cantidad de Acciones	201.415
Precio de la Acción (USD)	0,65
T.C. al 31.12.2018	37,70
Precio de la Acción (ARS)	24,63

7. VALUACION POR EL METODO DE MULTIPLOS COMPARABLES

Como se mencionó anteriormente se utilizará el Método de Múltiplos Comparables como método secundario de valuación y a los fines de corroborar y dar mayor sustento a la valuación efectuada anteriormente.

Dentro de las distintas variantes que ofrece este método se han elegido utilizar el múltiplo del EBITDA (EV/EBITDA). En base a que el método ha sido descripto y analizado desde su faz teórica en el apartado 2.2. *Valoración por múltiplos*, se presentará aquí únicamente su fórmula:

$$\text{Múltiplo de EBITDA} = \frac{\text{Capitalización de Mercado} + \text{Caja} - \text{Deuda}}{\text{EBITDA}}$$

El resultado negativo de Molinos en los últimos dos años nos privó de utilizar el método PER. Por otro lado, tampoco se optó por utilizar el método basado en las ventas en virtud de los aspectos negativos enunciados en el apartado 2.2. *Valoración por múltiplos*.

Dado que en el mercado accionario argentino (MERVAL) no se encuentran demasiadas empresas de este sector (alimenticio) y de la magnitud de la Compañía a los fines de ser consideradas “comparables”, se optó por utilizar el promedio de la ratio “EV/EBITDA” de las principales compañías a nivel mundial. Para estos fines se utilizó información expuesta en la página web de la universidad de Nueva York. La industria seleccionada, por considerarse la más comparable, fue la de “Food Processing”. Para determinar el multiplicador, se utilizaron 1.234 compañías de esta industria. Entre ellas podemos resaltar, adicionalmente a la misma Molinos Rio de la Plata S.A., Campbell Soup Company (NYSE: CPB), Kellogg Company (NYSE:K), The Kraft Heinz Company (NasdaqGS:KHC), Tyson Foods, Inc. (NYSE:TSN), Nestlé S.A. (SWX:NESN) o Danone SA (ENXTPA:BN).

El EV/EBITDA estadístico obtenido es de 12,38. Utilizándolo se procedió a estimar una cotización para Molinos:

Tabla XLIX. Valuación por Múltiplos

EBITDA Molinos 2018 (miles de USD)	32.196
EV/EBITDA Promedio	12,38
Valor de la Compañía	398.590
+ Caja	7.413
- Debt	- 204.646
Valor del Capital Propio	201.358
+ Activos no operativos	17.584
Valor del Capital Propio Ajustado	218.941
Cantidad Acciones	201.415
Valor de la Acción (USD)	1,09

8. ANALISIS DE SENSIBILIDAD

En virtud de que el Valor Actual de la Perpetuidad es aproximadamente el 90% del Valor de la Compañía obtenido anteriormente nos enfocaremos en el mismo a los fines de analizar algunas variables y ver el comportamiento de los cambios en las mismas en el Valor de la Compañía.

Teniendo presente que la Perpetuidad Actual se basó principalmente en una tasa de crecimiento de largo plazo, que se calculó como un promedio ponderado (en función de las ventas) del crecimiento a largo plazo del Producto Bruto Interno Argentino (o el consumo debido al crecimiento igualitario que se le asignó para el mediano-largo plazo) y el crecimiento del Producto Bruto Mundial, esta será una de las variables a sensibilizar.

La otra variable que influye en la Perpetuidad Actual es la WACC a la cual se la descuenta, por lo que será el otro valor a sensibilizar.

En la Tabla L se presentan de forma resumida los diferentes valores por acción de la Compañía, considerando la interacción resultante de modificar de forma conjunta las dos variables antes mencionadas. El criterio utilizado fue aumentar en un 10% hacia arriba y hacia abajo ambas variables en cada uno de los escenarios.

Tabla L. Análisis de Sensibilidad

WACC	Incremento Ventas a Largo Plazo				
	1,71%	1,90%	2,11%	2,32%	2,55%
5,550%	1,25	1,35	1,49	1,64	1,83
6,167%	0,97	1,05	1,15	1,25	1,39
6,852%	0,74	0,80	0,87	0,95	1,05
7,613%	0,54	0,59	0,64	0,70	0,77
8,374%	0,39	0,43	0,47	0,52	0,57
9,212%	0,26	0,29	0,33	0,36	0,40

Como es apreciable, en una situación óptima en donde las ventas de la Compañía crezcan a un ritmo de 2,55% (por ende, un 21% más que en la valuación) y que la WACC se estabilice en 5.55% (un 19% menos), ya sea por una baja en el costo del dinero a nivel mundial o por una mayor confianza en la Argentina con impacto en el Riesgo País, el precio de la acción alcanzaría un máximo de 1,83 dólares (aproximadamente un 184% más que el valor al cual se arriba post trabajo de valuación).

Por otro lado, en caso que la compañía no logre mantener ese nivel de ventas y se establezca un nivel a futuro (largo plazo) de 1,71% (ósea un 18% menos que en la valuación) y que la tasa de la deuda y el capital se eleve a valores de 9,21%⁵⁴ el precio de la acción disminuiría a 0,26 dólares (lo que significaría una caída de 144%).

Otra noción importante de destacar es que variaciones en la WACC generan un impacto más significativo en el valor de la acción que variaciones en el crecimiento sostenido de la Compañía. Por ejemplo, en el caso de mantenerse estable el nivel de crecimiento en el establecido para la valuación, pero llevarse a los extremos los niveles de tasa nos generarían variaciones del precio de la acción de 85 centavos de dólar. Mientras que en el caso de que la WACC se mantenga en valores supuestos pero el que se modifique sea el ritmo de crecimiento se generarían variaciones máximas de 13 centavos de dólar.

Tal como se detalló más arriba se puede apreciar claramente que los cambios en la tasa WACC generan mayor sensibilidad en el precio de la acción. Teniendo en cuenta el historial crediticio de la República Argentina es de esperar que la variable más volátil de la WACC sea el Riesgo País. Esto genera un indicio de que habría un interesante margen de mejora en el posible precio de la acción de Molinos en el caso que la Republica Argentina mejorase su nivel de Riesgo Domestico promedio (analizando un horizonte temporal de diez años) a valores cercanos a 500 puntos básicos por encima del bono del tesoro de los Estados Unidos de América, situación que no sería ilógica en un futuro (mediano-largo plazo) en virtud de que solo la Argentina, Ecuador y Venezuela poseen promedios geométricos para el periodo 2007-2017 de Riesgo País superiores al mencionado.

8. CONCLUSIONES

A lo largo del presente Trabajo Final Integrador se realizaron distintos procedimientos a los fines de estimar el valor de Molinos Rio de la Plata S.A.

A tales fines fue necesario realizar un abordaje del marco teórico a utilizar con el objeto de interiorizar al lector sobre las principales metodologías, formulas y procedimientos que se

⁵⁴ Manteniendo el resto de las variables de forma estable para arribar a una WACC de esa magnitud es necesario un riesgo país de aproximadamente 11%. En determinados años de la historia argentina, aun sin encontrarse el país en cesación de pagos (default) se superó dicho valor de Riesgo País. A modo de ejemplo, dentro de la serie histórica utilizada si se separan los años 2012 y 2013 el cálculo de la mediana del Riesgo País arroja un valor de 10,51%. Este incremento se vio influenciado principalmente por la expropiación de Y.P.F. S.A. a la española Repsol por parte del gobierno de turno.

utilizarían a la hora de realizar la valuación y no de desarrollar cabalmente todos los contenidos, en virtud de que requeriría un trabajo especial a tales fines.

El contexto macro económico y político es indispensable para el devenir de cualquier organización que se encuentra inserto en él, por lo que fue analizado en detalle de forma retrospectiva y prospectiva.

Adicionalmente, fue necesario presentar al lector un análisis cualitativo y cuantitativo de la Compañía, lo más exhaustivo posible utilizando a estos fines la mayor cantidad de información disponible para un analista externo de la Compañía. De este análisis se pudo conocer los orígenes de la misma, sus principales negocios, su situación económica y financiera reciente (adentrándonos punto por punto en los principales Rubros de los Estados Financieros), entre otras variables de importancia.

Teniendo presente el marco teórico y habiendo ya presentado la situación macroeconómica y la situación particular de la Compañía se procedió proyectar el Estado de Resultados de Molinos y otras variables necesarias para obtener el denominado “Free Cash Flow” de la Compañía, el cual fue descontado a la tasa WACC estimada para Molinos, para arribar al valor de las operaciones de la Compañía. Por último, para estimar el valor de mercado del patrimonio neto de la Compañía, al valor de las operaciones de la Compañía (o Enterprise Value, en inglés) se le sustrajo el valor de la deuda (conjuntamente con otras correcciones menores). Al valor del patrimonio neto así estimado se lo dividió por la totalidad de las acciones para calcular el valor de las acciones de Molinos.

Como medida adicional se realizó una valoración por múltiplos utilizando el método de Múltiplos de EBITDA a los fines de agregar valor al análisis y utilizarlo como comparativo en esta conclusión.

El Precio por Acción al cual se arribó por el método de flujos descontados fue de 65 centavos de dólar. Teniendo en cuenta el Tipo de Cambio del día 31 de diciembre de 2018 según el Banco Nación Argentina (37,70) el valor por acción en moneda local arribado es de 24,63 pesos argentinos. Dicho valor es inferior al valor de mercado de molinos al 31 de diciembre de 2018. Para ser más precisos, el valor de mercado de la compañía al 31 de diciembre de 2018 era de 37 pesos argentinos y expresados en dólares norteamericanos de 0,98. Porcentualmente un 50% más alto que el estimado en el presente trabajo.

Por el lado del cálculo a través del Multiplicador EV/EBITDA el resultado es de 1,09 dólares norteamericanos por acción. La diferencia en este caso sería de 10% (en signo contrario) versus el valor de mercado del instrumento al 31 de diciembre de 2018.

El bienio 2018-2019 (hasta la fecha de la redacción del presente Trabajo Final Integrador) fue extremadamente negativo para la economía argentina. Luego de las elecciones intermedias legislativas en las que el partido gobernante (Juntos por el Cambio) se alzó con una victoria frente a la oposición encabezada por Cristina Fernández de Kirchner las expectativas para la economía argentina eran promisorias (el año 2017 fue un año donde la mayoría de las variables económicas fueron positivas). Sin perjuicio una crisis crediticia internacional del gobierno nacional, sin precedentes en la última década, llevo a un descontrol cambiario con la consecuente suba del nivel general de precios y tasa de interés. El combo de esta situación llevo a una caída del Producto Argentino para fines del 2018 y comienzos del año siguiente. El año 2019 continuo con la crisis mencionada (con tres grandes pilares: cambiario, monetario e inflacionario) pero se le sumo la incertidumbre por el posible triunfo de la oposición ante una coalición gobernante muy debilitada después de los efectos del año 2018. La confirmación del triunfo de la oposición encabezada por Cristina Fernández de Kirchner (aunque ocupase un rol de vice-presidente) empeoro la crisis económico-financiera-cambiaría antes mencionada con efectos devastadores en el valor de cotización de las principales empresas argentinas y de los bonos corporativos, provinciales y principalmente soberanos, por un posible default de la deuda. La situación real del año 2019 fue extremadamente más negativa que las expectativas sobre el mismo al cierre del 2018.⁵⁵

Todo lo expresado en el párrafo anterior tuvo como resultado una caída del Merval en términos de dólares de 60% post 31 de diciembre de 2018 y a la fecha de redacción la presente conclusión el Riesgo País se encontraba superior a los 2.000 puntos básicos alcanzando valores que no se registraban desde situaciones de estrés máximo de los créditos argentinos tales como el proceso de restructuración de principios de la década del 2000 o la expropiación de YPF S.A. llevada a cabo en el año 2012. Es importante recordar, como se resaltó anteriormente, la implicancia de los movimientos abruptos en el Riesgo País en la valuación de Molinos bajo el método de Flujo de Fondos.

La acción de Molinos no tuvo exenta de la crisis mencionada, todo lo contrario, su caída fue superior a la de la bolsa en general y a la fecha de la redacción de la presente conclusión su cotización en el Merval era de aproximadamente 42 pesos argentinos por acción. El exceso de caída por sobre la media se explica principalmente por la percepción de los inversores de que las

⁵⁵ Para mayor información sobre la evolución de la economía argentina entre los años 2017 y 2019, remitirse a la sección 3.2 y 3.3 del presente Trabajo Final Integrador.

empresas cuyos ingresos mayoritarios se encuentran en Argentina y en moneda local están posicionadas en una situación más delicada frente al contexto vivido en el 2018-2019.

Si bien el cierre contable utilizado para la presente valuación fue el 31 de diciembre del año 2018 la misma se realizó durante el transcurso del año 2019 por lo que los futuros flujos de fondo ya contienen las expectativas e incertidumbres que el año en curso introdujo. En ese marco, lo más correcto sería comparar el valor arribado (0,65 centavos de dólar por acción de Molinos) versus el valor de la acción en algún momento del 2019. El valor de cierre de promedio diario de la cotización de Molinos durante el mes de octubre de 2019 (mes en el cual se encuentra en redacción la presente conclusión) la acción cotizo a 42,31 pesos argentinos. Teniendo en cuenta que la relación peso argentino por dólar promedio en octubre rondo los 58 pesos argentinos (según el Banco Nación), el valor medio de la acción durante dicho periodo a los fines de esta comparación es de 0,72 centavos de dólar. Esto indicaría una diferencia muy leve versus el valor arribado por el método principal (10%).

Por otro lado, al sustentarnos en el método de múltiplos comparables podemos observar situaciones interesantes que se encuentran coincidentes a las explicaciones brindadas en los puntos anteriores.

Utilizando el EBITDA en dólares del 2018 la acción de Molinos valdría 1,09 dólares. Este valor es muy similar a la cotización en dólares de la acción al 31 de diciembre de 2018. La mirada cortoplacista de un multiplicador que utiliza resultados inmediatos (en este caso EBITDA 2018) indica que una compañía con un EBITDA como que el poseía Molinos a fin del año 2018 tendría que valer más que lo abordado por el método principal (y de lo que termino valiendo durante el 2019). Sin perjuicio, al método secundario (tal como se explicó en la sección 2 del presente Trabajo Final Integrador) no es factible formatearlo con toda la información con la cual se elaboró el método de Descuento de Flujos y que termina mostrando el fuerte impacto en las cotizaciones de la crisis que atraviesa en el año en curso la Argentina y las difíciles expectativas para el corto plazo.

Teniendo en cuenta algunas variables de análisis técnico y fundamental la acción a valores de octubre 2019 en término de dólar a largo plazo se encuentra aparentemente barata. La caída abrupta de la demanda de consumo, la suba abrupta del tipo de cambio nominal y real, factores políticos y de orden social, entre otras variables mencionadas en párrafos anteriores han castigado duramente a los instrumentos de renta variable argentina.

En base a lo expresado en el párrafo anterior y advirtiendo que, según la presente valoración, más del 90% del valor de la Compañía es la perpetuidad es razonable considerar que la disminución que sufrió en el 2018-2019 en términos reales no se corresponde con el

valor de Molinos en el largo plazo. Sin perjuicio de esto, la situación económica-financiera del país es delicada por lo que la acción podría continuar en estos valores (o aun en menores) por un periodo de tiempo prolongado.

Es sumamente importante destacar que toda la información con la cual se ha realizado el presente Trabajo Final Integrador es información de acceso público a terceros lo que significa que no se ha podido utilizar la totalidad de la información que un individuo interno de la compañía podría haber introducido en un análisis de estas características. Adicionalmente, no se han realizado auditoría ni Due-Diligence sobre la información contable por lo que podrían existir errores, omisiones y/o contingencias ocultas que no han podido ser tenidas en cuentas en los presentes flujos de fondos.

Sin perjuicio de lo mencionado anteriormente el precio por acción estimado se puede utilizar como referencia de valor académica (no comercial) a largo plazo de la firma, en base a que ha sido elaborado por especialistas de las Ciencias Económicas que escogiendo con criterio profesional y honestidad intelectual ciertos criterios y suposiciones han seguido diligentemente las metodologías necesarias para su cálculo.

9. ANEXOS

Anexo I: Volúmenes de Producción

Tabla LII. Volúmenes de Producción

	2018	%	2017	%	2016	%	2015	%	2014	%	2013
Alimentos(Tns.)	481.269	1%	474.750	11%	426.528	6%	401.754	-4%	420.419	-5%	442.171
Bodegas (cajas)	3.434.463	-27%	4.688.000	-10%	5.203.598	15%	4.510.569	10%	4.105.323	10%	3.733.152

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Balance al 31.12.2017 de la Compañía.

Anexo II: Volúmenes de Venta

Alimentos(Tns.)

Tabla LIII. Volúmenes de Venta de Alimentos

	2018	%	2017	%	2016	%	2015	%	2014	%	2013
Local	430.254	1%	426.024	8%	463.513	2%	470.926	1%	464.314	4%	485.327
Externo	30.382	10%	33.638	5%	32.101	6%	30.287	13%	34.644	1%	35.040
Total Alimentos	460.636	0%	459.662	7%	495.614	1%	501.213	0%	498.958	4%	520.367
	2018	%	2017	%	2016	%	2015	%	2014	%	2013
Local	430.254	1%	426.024	-8%	463.513	-2%	470.926	1%	464.314	-4%	485.327
Externo	30.382	-10%	33.638	5%	32.101	6%	30.287	-13%	34.644	-1%	35.040
Total Alimentos	460.636	0%	459.662	-7%	495.614	-1%	501.213	0%	498.958	-4%	520.367

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los distintos Balances de la Compañía.

Bodegas (cajas)

Tabla LIV. Volúmenes de Venta de Bodegas

	2018	%	2017	%	2016	%	2015	%	2014	%	2013
Local	3.028.277	-21%	3.840.954	-4%	4.005.473	8%	3.708.538	7%	3.452.878	7%	3.214.902
Externo	534.307	8%	495.586	-10%	552.790	8%	510.622	31%	390.929	-29%	552.132
Total Bodegas	3.562.584	-18%	4.336.540	-5%	4.558.263	8%	4.219.160	10%	3.843.807	2%	3.767.034

Fuente: Elaboración propia en base a datos de los distintos Balances de la Compañía.

Anexo III: Regresión Lineal

$$y = 0,000001570x - 312.361,903614738$$

$$R^2 = 0,931131090742108$$

Anexo IV: Segmento de Negocios

Tabla LVI. Segmentos de Negocios 2018-2017-2016

Segmento de negocio	2018			2017			2016		
	Alimentos	Bodegas	Total	Alimentos	Bodegas	Total	Alimentos	Bodegas	Total
Ingresos por actividades ordinarias	19.435.587	1.935.281	21.370.868	17.668.669	2.418.343	20.087.012	9.449.961	1.259.475	10.709.436
Ganancia Bruta	5.281.524	636.199	5.917.723	4.275.631	953.562	5.229.193	3.409.533	705.587	4.115.120
% sobre ventas	27%	33%	28%	24%	39%	26%	36%	56%	38%
Depreciación y amortización del periodo	588.495	46.790	635.285	508.409	28.388	536.797	110.664	25.569	136.233
Resultado Operativo	102.376	8.379	110.755	- 1.302.839	141.198	- 1.161.641	73.212	368.431	441.643
Costos financieros, netos			- 2.301.883			-334.883			-286.817
(Perdida) Ganancia del ejercicio antes de impuestos			<u>- 2.191.128</u>			<u>- 1.496.524</u>			<u>154.826</u>
Impuesto a las ganancias			488.354			741.963			- 152.288
(Perdida) Ganancia neta del ejercicio			<u>- 1.702.774</u>			<u>- 754.561</u>			<u>2.538</u>

Bibliografía

- Dumrauf, G. L. (2013). *Finanzas Corporativas : Un Enfoque Latinoamericano*. Buenos Aires: Alfaomega.
- Fernandez, P. (2008). *Metodos de Valoración de Empresas* . Barcelona : IESE Business School.
- Newton, E. F. (2003). *Contabilidad Basica*. Buenos Aires: La Ley.
- Ochoa Setzer, G. (2002). *Administración Financiera*. Mexico: McGraw-Hill.
- Pereiro, L., & Galli, M. (2000). La determinación del costo de capital en la valuación de empresas de capital cerrado: Una guía practica. *Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas y Universidad Torcuato di Tella* .
- Rapoport, M. (2009). Argentina: economía y política internacional. Los procesos históricos. *Diplomacia, Estrategia & Política*, 27-51.
- Schroeder, A. (2018). *La Bola de Nieve: Warren Buffett y el Negocio de la Vida*. Madrid: Valor Editions de España.
- Valls Martinez, M. (2001). Metodos Clasicos de Valoración de Empresas. *Investigaciones Europeas de Dirección y Economía en la Empresa*, 49-66.
- Wild, J. J., K.R., S., & Hasley, R. (2007). *Analisis de Estados Financieros*. Mexico D.F.: McGraw-Hill.

Sitios web consultados

<http://www.molinos.com.ar/>
<http://www.bcra.gov.ar/>
<http://www.bna.com.ar>
<http://www.cnv.gov.ar>
<https://www.indec.gob.ar/>
<https://www.clarin.com/>
<http://www.ambito.com/>
<https://www.imf.org>
<https://copal.org.ar/>
<http://www.stia.org.ar>
<https://www.bancomundial.org/>
<http://www.un.org/es>
<https://www.iprofesional.com/>
<https://dulcoralimentos.com.ar/dulcor/>
<https://www.arcor.com.ar/>
<http://www.cei.gov.ar/>

Publicaciones en sitios web

Sitio Web de Diario Los Andes. Febrero de 2018. “Uva: una estimación de cosecha optimista junto a precios pesimistas”. Recuperado de:

<https://losandes.com.ar/article/view?slug=uva-una-estimacion-de-cosecha-optimista-junto-a-precios-pesimistas>

Sitio Web de Clarín. Abril de 2018. “El costo del flete en camión se duplicó en tres años”.

Recuperado de: https://www.clarin.com/rural/costo-flete-camion-duplico-anos_0_rJQOPNS3f.html

Sitio Web de Diario Perfil. Agosto de 2018. “Para la UCA, la devaluación elevó la pobreza al 32%”. Recuperado de: <https://www.perfil.com/noticias/economia/agustin-salvia-para-la-uca-la-devaluacion-elevo-la-pobreza-al-32.phtml>

Sitio Web de La Nación. Enero de 2017. “Molinos invierte en su planta \$700 millones”.

Recuperado de: <https://www.lanacion.com.ar/1975481-molinos-invierte-en-su-planta-700-millones>

Sitio Web de International Monetary Fund (IMF –FMI). (2018). IMF Data Mapper – Real GDP growth. Recuperado de:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/OEMDC/ADVEC/WEOWORLD/ARG

Sitio Web de Banco Central de la República Argentina. (septiembre, 2018).

Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM). Recuperado de:

http://www.bcra.gov.ar/PublicacionesEstadisticas/Relevamiento_Expectativas_de_Mercado.asp

Sitio Web de Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económicos (OECD).

(2018). Real GDP forecast. Recuperado de: <https://data.oecd.org/gdp/real-gdp-forecast>.

Sitio Web de Atradius NV. (2018). Global Economic Outlook. Recuperado de:

<https://group.atradius.com/publications/economic-outlook-may-2018.html>

Sitio Web de International Monetary Fund (IMF –FMI). (2018).). IMF Data Mapper – Real GDP growth. Recuperado de:

https://www.imf.org/external/datamapper/NGDP_RPCH@WEO/WEOWORLD

PWC. (2018). How will the global economy order change by 2050? Recuperado de:

<https://www.pwc.com/gx/en/world-2050/assets/pwc-the-world-in-2050-full-report-feb-2017.pdf>

Infobae. (agosto 2018). “El consumo masivo se recuperará recién a mediados de 2019, según un sondeo privado”. Recuperado de: <https://www.infobae.com/economia/2018/08/17/el-consumo-masivo-se-recuperara-recien-a-mediados-del-2019-segun-un-sondeo-privado/>

Banco Central de la República Argentina. (2018). "Índices de Tipo de Cambio Multilateral" Recuperado de:

http://www.bcra.gob.ar/PublicacionesEstadisticas/Indices_tipo_cambio_multilateral.asp

Iprofesional. (Julio 2019). "Molinos invierte \$1.200 millones para aumentar la producción de Chocoarroz" Recuperado de:

<https://www.iprofesional.com/negocios/296223-molinos-invierte-1-200-millones-de-pesos-para-aumentar-produccion-de-chocoarroz>