



Marzo, 2012

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia.

PATA.BA/BCBA

Continuando la Cobertura: Una recuperación en los márgenes de la compañía se verá reflejada en el precio de la acción.

Recommendation: Market Perform

Precio: AR\$ 30,00

Merval: 2.709,60

Merval25: 2.779,96

- El incremento en ventas está dado por la apertura de nuevos locales y por la capacidad de la firma de transferir la inflación a precios.
- Las estimaciones optimistas se reflejan en una tendencia creciente de los márgenes de la empresa.
- La empresa continuaría manteniendo flujos de caja positivos lo que permitiría implementar estrategias de inversión internas sin afectar la política de distribución de dividendos establecida.
- Aparece un nuevo factor de riesgo para la empresa por la entrada de fuertes competidores a la región.
- El precio objetivo para los próximos 12 meses es AR\$ 30,69.

Valuación	2011a	2012e	2013e
EPS	2,7	4,3	4,8
P/E	11,2x	7,0x	6,3x
EV (AR\$ M)	1.285,8	1.439,3	1.604,6
EV/EBITDA	5,6x	4,1x	3,4x

Capitalización de Mercado	Datos Estadísticos
Capitalización Bursatil (MM)	1.450
Valor de la Empresa (M)	1.660
Acciones emitidas (mm)	50.000
Free float	23,05%
Cantidad prom. diario (3 meses)	409
	Rango precio 52 semanas(AR\$): 25,0-32,0
	Performance últimos 12 meses : -3,49%
	Valor de libros por acción (AR\$): 15,78
	Beta 1,12

Información de la Organización

Ubicación: Patagonia, Argentina

Industria: Retail

Descripción: Distribución productos de consumo masivo.

Principales Productos: Productos de la canasta básica familiar.

Company web site: www.laanonima.com.ar**Analistas:**

Cabezas Prada, Paola

Ciucani, Carolina

Soler, Leonardo

Tutor del reporte:

Diego, Radrizzani

Merlo, Mariano

The BURKENROAD REPORTS are produced solely as a part of an educational program of Tulane University's A.B. Freeman School of Business. The reports are not investment advice and you should not and may not rely on them in making any investment decision. You should consult an investment professional and/or conduct your own primary research regarding any potential investment.

2011

Financial Reports
UB Business School
Burkenroad Latinoamérica (Argentina)

UNIVERSIDAD DE
Belgrano
BUENOS AIRES - ARGENTINA



EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN

*Gráfico 1:
Evolución del
precio y el volumen
en los últimos 5
años.*

Imp. Y Exp. De la Patagonia (PATA.BA)



Fuente: Yahoo Finance

*Gráfico 2:
Evolución del
precio y el volumen
en los últimos 5
años vs. Merval.*

Imp. Y Exp. De la Patagonia (PATA.BA) - Merval



Fuente: Yahoo Finance

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

La calificación que damos es "Market Perform". A pesar del optimismo respecto a una recuperación en los márgenes de la compañía, a la implementación de estrategias para frenar el incremento de la competencia en los mercados target de la compañía y al moderado plan de inversiones en el sector retail para el próximo año, hay que contemplar que el contexto económico presenta una perspectiva de desaceleración de la economía debido a la crisis económica europea y al bajo crecimiento de EEUU.

Partiendo de la crisis económica que se vivió en el año 2009 la empresa obtuvo los márgenes de beneficios más bajos de los últimos cinco años evaluados, registrando una utilidad neta de 28 millones a junio del mismo, sin embargo se observa una evolución significativa en los períodos posteriores finalizando el ejercicio 2010 con una utilidad de 118 millones lo que significó un incremento del 300% y al cierre del 2011 la utilidad neta fue de 134 millones un 13% superior al anterior.

Se espera para el 2012 una evolución positiva en las ventas manteniendo sin

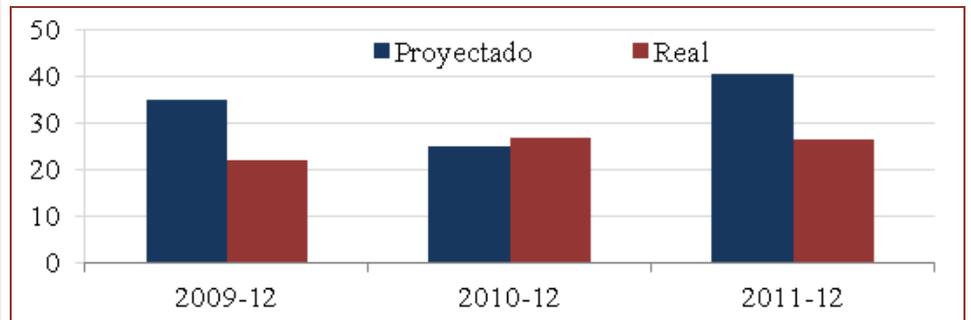


cambios los márgenes brutos históricos debido a un crecimiento en los costos directos proporcionalmente igual al incremento en las ventas. Sin embargo, una posible desaceleración de la economía a nivel mundial provocaría una reducción en el ritmo de crecimiento de los precios generando una reducción en la tasa de crecimiento de las ventas a largo plazo como también una reducción en la tasa de crecimiento de los costos fijos generando una mejora en los márgenes.

Dado que la empresa está influenciada por los sectores productivos de la región en la que se desenvuelve, los cambios en la evolución de los mismos afectan directamente las ventas debido a la capacidad del poder adquisitivo de los consumidores.

Por todos estos motivos es que se espera un pequeño incremento en el valor de la firma sin cambios significativos en su performance en el mercado.

Las recomendaciones de los últimos tres años estuvieron excedidas en un 35% promedio. Si excluimos la realizada durante el año 2009 esa desviación es del 55%. La tesis del presente trabajo se basa en que los horizontes macroeconómicos del 2011 son parecidos a los del 2009.



Fecha	Rating	Precio proyectado	Precio real a Diciembre del año siguiente
Dic 2008	Market Outperform	\$ 34,6	\$ 22,0
Dic 2009	Market Outperform	\$ 25,1	\$ 26,9
Dic 2010	Market Outperform	\$ 40,3	\$ 26,5

Fuente: Elaboración Propia en base a datos obtenidos de los Burkenroad Reports de dic-08, 2009 y 2010 y yahoo finance.

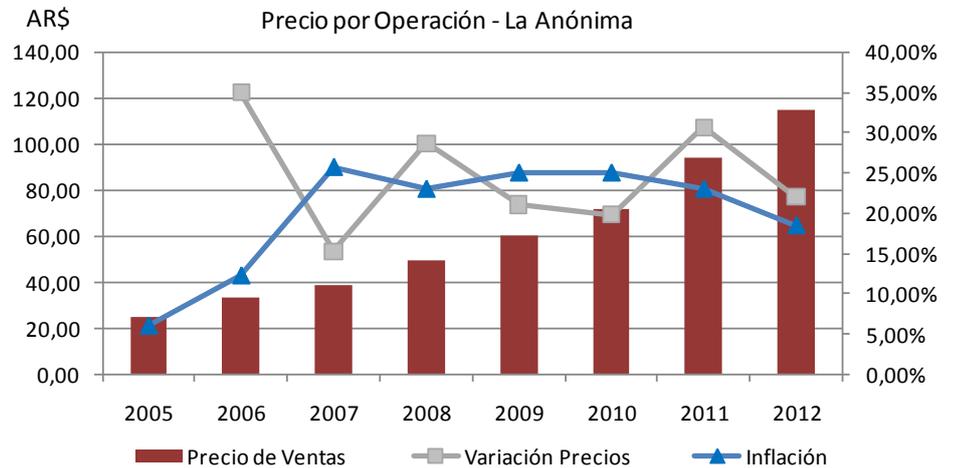
TESIS DE INVERSIÓN

- El incremento en ventas está dado por la apertura de nuevos locales y por la capacidad de la firma de transferir la inflación a precios.



Analizando la industria vemos que es factible trasladar la inflación a los precios de los productos, pero que esta posibilidad depende de la situación económica general, habiendo años en los cuales se puede lograr un incremento real en los precios, superando el aumento la inflación del período, y años en los cuales la variación real de los precios es negativa.

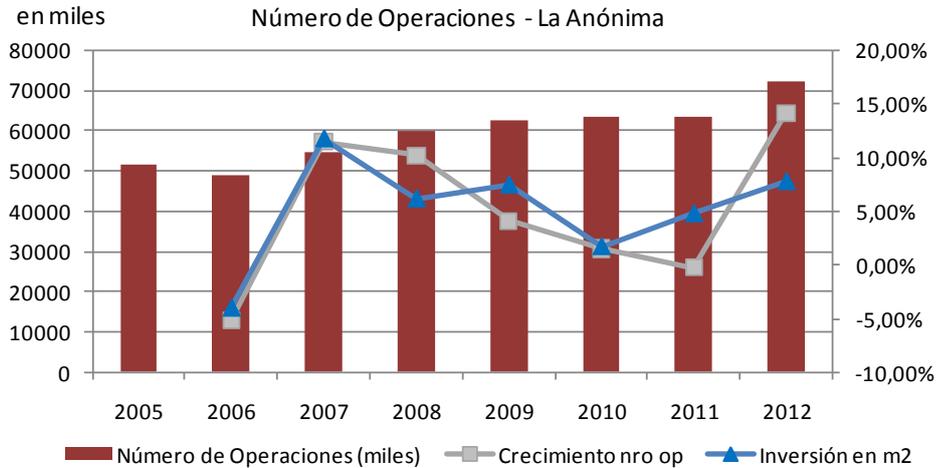
En el siguiente gráfico se refleja lo comentado anteriormente para la empresa La Anónima. Observamos que en promedio es posible trasladar un porcentaje mayor a la tasa de inflación a los precios. El crecimiento acumulado de los precios en los últimos 6 años para la empresa fue del 279,98% en tanto que la inflación acumulada fue de 277,05% lo que implica una tasa compuesta anual de crecimiento del 24,92% para los precios y del 24,76% para la inflación.



Fuente: Elaboración propia en base a datos históricos de la compañía.

Por otro lado, al realizar una inversión a través de la apertura de nuevos locales se espera que estos sean visibles en un incremento real en el volumen de ventas como se ha percibido en el análisis histórico de la empresa.

La tasa compuesta anual de crecimiento del número de operaciones de la empresa para los últimos 6 años analizados fue de 3,49% en tanto que la tasa compuesta anual de crecimiento del número de m2 fue del 4,54%. En el siguiente gráfico podemos observar que en los años 2006 y 2007 la variación en el volumen de ventas fue igual a la inversión en m2 destinados a la venta en tanto que a partir del 2007 comienzan a influir aspectos externos tales como la crisis económica del país y principalmente el incremento de la competencia en la zona de influencia de La Anónima.



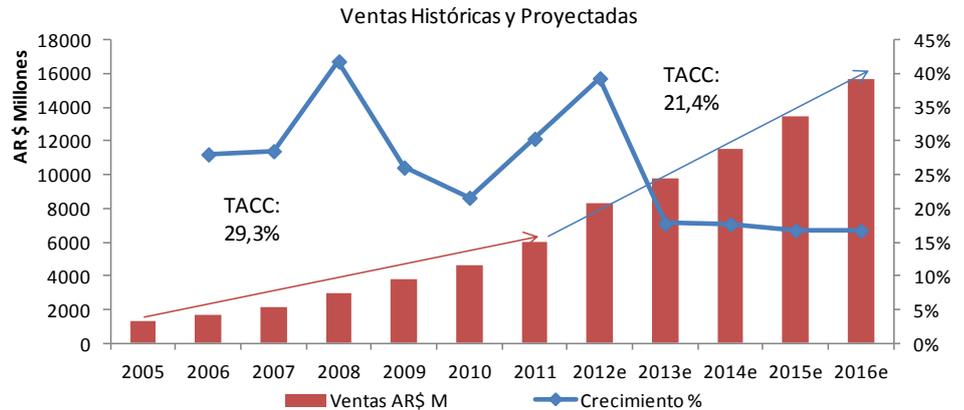
Fuente: Elaboración propia en base a datos históricos de la compañía.

Partiendo de la evaluación de la compañía observamos que es una constante la estrategia de apertura de nuevos locales para lograr un mayor Market Share, manteniéndose en los primeros tres años una tasa promedio del 7% y presentando una tendencia decreciente en 2010 y 2011, siendo 1,7% y 0,5% respectivamente las tasas de inversión en m2.

La empresa, según datos obtenidos de la memoria del Balance a Junio 2011 y de una conferencia brindada por su Presidente el Sr. Federico Braun, estima una apertura de 5 nuevas sucursales para el 2012 (4%), 4 para el 2013 y 2014 (3%), luego estimamos una inversión de 3 sucursales por año que es la necesaria para compensar el crecimiento vegetativo anual de la población (2%).

Es importante destacar que estas nuevas aperturas no sólo se registrarán en la zona de la Patagonia sino que además tienen como objetivo la expansión hacia la Provincia de Santa Fe, en un radio de 700 kilómetros del centro de distribución que posee la firma.

En conclusión, fue proyectado un crecimiento en las ventas con una tasa de crecimiento anual compuesto del 21,4% dado por un crecimiento más alto en el primer año proyectado, en el que la tasa de inflación esperada y la inversión en m2 presenta mayores niveles, que en los últimos años donde se estima una menor tasa de inflación con una menor tasa de inversión en m2. (Ver gráfico).



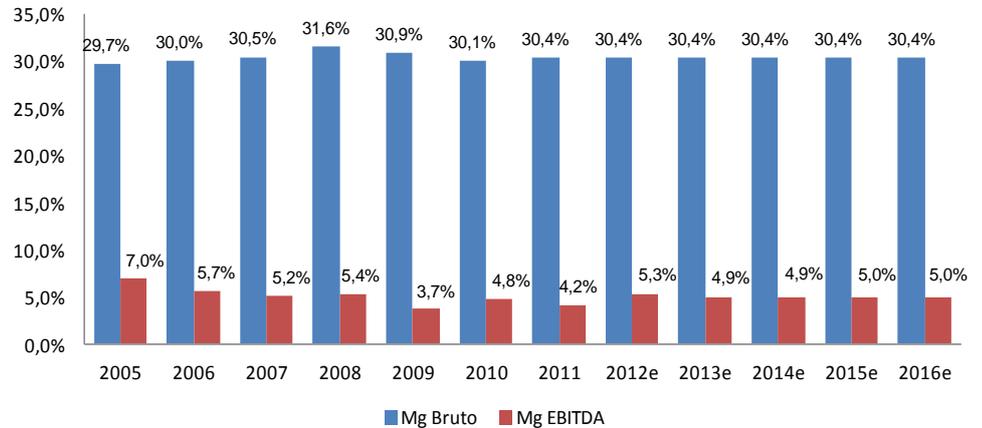
Fuente: Elaboración propia en base a datos históricos de la compañía.

- Las estimaciones optimistas se reflejan en una tendencia creciente de los márgenes de la empresa.

La remuneración al personal es el rubro más representativo dentro de los costos operativos presentando una variación porcentual creciente iniciando en 2005 con una participación del 42,8% y alcanzando a 2011 un 54,5% de los costos totales. Esto se debe a que el aumento en los salarios, debido principalmente a un alto poder de negociación de los sindicatos, ha venido superando la tasa de inflación de la economía disminuyendo el margen EBITDA de un 7% en 2005 a un 4,2% en 2011 aún cuando el Margen Bruto no presentó variaciones significativas (30%).

A diferencia de lo analizado anteriormente vemos que en el año 2010 se presentó el caso inverso ya que el incremento salarial fue inferior a la tasa de inflación lo que se vio reflejado en un pequeño incremento del Margen EBITDA que revierte la tendencia sólo en dicho año.

En nuestra proyección esperamos una tendencia estable en la participación de estos costos sobre el total de costos operativos logrando frenar el impacto de esta variable en los resultados de la compañía.



Fuente: Elaboración propia en base a datos históricos de la compañía.

- La empresa continuaría manteniendo flujos de caja positivos lo que permitiría implementar estrategias de inversión internas sin afectar la política de distribución de dividendos establecida.

Los flujos de caja que presenta la empresa reflejan una alta liquidez que permite mantener una política de inversión activa y con proyecciones de crecimiento sin necesidad de depender para éste propósito de fuentes externas de financiamiento, manteniendo su actual política de endeudamiento.

Con respecto al pago de dividendos, la empresa fijó una política de distribución cercana al 10% del EBITDA hasta el período 2008. En los años siguientes y hasta la actualidad la compañía no ha fijado una política en ese sentido pero se observa que ha mantenido la distribución de dividendo bajo éste criterio. De esta manera, asumimos a futuro que se mantendrá constante dicha tasa.

- Aparece un nuevo factor de riesgo para la empresa por la entrada de fuertes competidores a la región.

Debido a la percepción de la entrada de nuevos competidores a la región de la Patagonia, tales como Carrefour, Walmart y los supermercados chinos, se hace necesario el incremento en mecanismos estratégicos para contrarrestar ésta amenaza con mejores plataformas logísticas que hace que puedan expandirse y obtener una buena competitividad en el mercado. Viéndose reflejado esto en las alianzas estratégicas que se han venido realizando, como es el caso de la alianza con el shopping Paseo del Fuego dónde La Anónima será una de sus principales tiendas, además una alianza comercial con Garbarino y con Hipertehuelche, en la búsqueda de nuevos



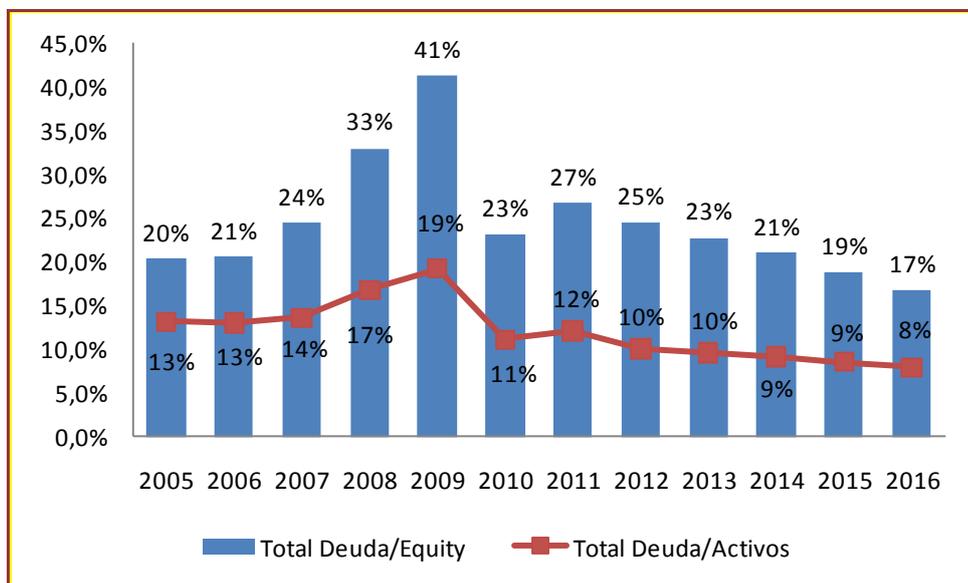
	<p>oportunidades de negocio que saquen provecho de las sinergias comunes.</p> <p>Pese al incremento en los niveles de competencia, la compañía confía en sus fortalezas como lo son su trayectoria y reputación local sumado a los atributos de posicionamiento de marca, cercanía, calidad, surtido servicio y, la experiencia adquirida a través de los 103 años de historia, que les permitirá continuar respondiendo a los desafíos que se presentan de manera eficaz y eficiente.</p>
<i>Oportunidades</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Alianza estratégica con Garbarino para la venta de electrodomésticos usando las instalaciones de la cadena. • Vender servicios logísticos a terceros. • Expansión en Santa Fe a partir del centro de distribución (400 a 500km a la redonda) en ciudades de más de 100,000 habitantes como Sunchales, Galvez, Casilda, El Trebol, Reconquista, Marcos Juarez (Cdb) y San Francisco (Cdb). Salones de 900 m2 Total 7000m2. Implica una inversión de \$ 105 millones. • Transferencia de recursos del sector público al privado a partir de aumento de la cantidad y monto de las jubilaciones y la Asignación Universal por hijo. • Fuerte aumento de la actividad económica en los sectores de minería y petróleo. Alto nivel de ingresos del personal de dichos sectores.
<i>Amenazas</i>	<ul style="list-style-type: none"> • No se distribuyó la cuota Hilton de 2012 • La disminución del financiamiento del consumo con tarjeta de crédito tuvo poco impacto por el uso de la tarjeta propia Mira La Anónima • Importante aumento de la competencia en Cipolletti, Junin, Bariloche y Viedma (Cadena Chango Mas de Wallmart) Rafaela (Libertad) Comodoro (Carrefour) • Fuerte crecimiento de los Supermercados Chinos (agrupados en Casrech)
<i>Fortalezas</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Logística propia con 9 centros de distribución. • Fuerte presencia y cercanía en los mercados target. • Utilidad bruta se mantiene en torno al 30% de las ventas.



	<ul style="list-style-type: none"> • Fuerte posicionamiento de marca. • Inversión de \$ 100 millones en el primer centro comercial en Neuquén de la cadena. Con 45 locales, centro gastronómico y cines. 																														
<i>Debilidades</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Aumento del porcentaje de la remuneración al personal del 56% en el 2008 al 58% en 2011. • Incremento en las necesidades de financiar a los clientes. • Caída del margen de utilidad neta de 2,5% en 2010 a 2,17% en 2011. 																														
VALUATION	<p>La valuación se realizó bajo la metodología DCF. Para lo cual proyectamos en base a la información histórica del balance, estado de resultados y flujo de caja de la compañía un período explícito de planeamiento de siete años (2012-2018) y el valor terminal que contempla un período de crecimiento constante.</p> <p>De acuerdo a nuestras proyecciones la compañía estaría valuada en AR\$ 1.285,8 M y el precio de la acción para los próximos 12 meses estaría alrededor de AR\$ 30.69.</p> <p>En la tasa de descuento se incorpora la prima por riesgo país del 6% y el riesgo por tamaño de 3.99%. Los datos asumidos para realizar la valuación son:</p> <table border="1" data-bbox="804 1350 1251 1570"> <thead> <tr> <th colspan="2">Datos asumidos en la valuación</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Tasa Libre de Riesgo</td> <td>3,16%</td> </tr> <tr> <td>Prima de Mercado</td> <td>6,70%</td> </tr> <tr> <td>Riesgo País</td> <td>6,03%</td> </tr> <tr> <td>Riesgo por tamaño</td> <td>3,99%</td> </tr> <tr> <td>Beta de la Industria</td> <td>1,12%</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1" data-bbox="647 1606 1407 1825"> <thead> <tr> <th colspan="3">Resultado de la Valuación</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Valor presente de los flujos futuros</td> <td>AR\$ '000</td> <td>1.285.804,8</td> </tr> <tr> <td>Valor de la deuda</td> <td>AR\$ '000</td> <td>-210.282,4</td> </tr> <tr> <td>Total valor Equity</td> <td>AR\$ '000</td> <td>1.114.155,4</td> </tr> <tr> <td>Cantidad de acciones</td> <td></td> <td>50.000.000</td> </tr> <tr> <td>Precio objetivo próximos 12 meses</td> <td>AR\$</td> <td>30,69</td> </tr> </tbody> </table>	Datos asumidos en la valuación		Tasa Libre de Riesgo	3,16%	Prima de Mercado	6,70%	Riesgo País	6,03%	Riesgo por tamaño	3,99%	Beta de la Industria	1,12%	Resultado de la Valuación			Valor presente de los flujos futuros	AR\$ '000	1.285.804,8	Valor de la deuda	AR\$ '000	-210.282,4	Total valor Equity	AR\$ '000	1.114.155,4	Cantidad de acciones		50.000.000	Precio objetivo próximos 12 meses	AR\$	30,69
Datos asumidos en la valuación																															
Tasa Libre de Riesgo	3,16%																														
Prima de Mercado	6,70%																														
Riesgo País	6,03%																														
Riesgo por tamaño	3,99%																														
Beta de la Industria	1,12%																														
Resultado de la Valuación																															
Valor presente de los flujos futuros	AR\$ '000	1.285.804,8																													
Valor de la deuda	AR\$ '000	-210.282,4																													
Total valor Equity	AR\$ '000	1.114.155,4																													
Cantidad de acciones		50.000.000																													
Precio objetivo próximos 12 meses	AR\$	30,69																													



Ratios de Endeudamiento.



Fuente: Elaboración propia en base a datos históricos de la compañía.

*Valuación por
Múltiplos:
Price/Earnings Per
Share

EV/EBITDA*

Se analizaron las empresas más representativas de la industria entre las cuales se encuentra Grupo Pao de Azúcar (Brasil), Organización Soriana (México) y WalMart de México. Calculando los múltiplos Price Earning y EV/EBITDA para cada una de las empresa obtuvimos los siguientes resultados:

	PE	EV/EBITDA
Walmart de Mexico	30,4	15,32x
Organización Soriana	17,9	8,56x
Grupo Pao de Azúcar	25,0	2,77x
La Anónima	7,0	4,09x

	PE	EV/EBITDA
Mínimo	17,9	2,77x
Promedio	24,4	8,89x
Máximo	30,4	15,32x

El resultado de la valuación por múltiplos es el siguiente:



	Min	Max	Promedio
EV/EBITDA	2,77x	15,32x	8,89x
EBITDA 2012	352,0	352,0	352,0
EV	976,5	5.391,1	3.127,3
EV	976,5	5.391,1	3.127,3
Premio por iliquidez	-293,0	-1.617,3	-938,2
EV	683,6	3.773,8	2.189,1
(+) Activos no Operativo	271,1	271,1	271,1
(-) Pasivos Financieros	-240,5	-240,5	-240,5
Valor del Patrimonio N	714,2	3.804,4	2.219,8

La valuación a través del múltiplo EV/EBITDA confirma los resultados obtenidos por el método de DCF, el valor del Equity para la empresa estaría entre AR\$ 714,2 y AR\$ 3.804.4 millones con un promedio de AR\$ 2.219,8 millones.

Análisis de Sensibilidad

El análisis de sensibilidad se realizó seleccionando las dos variables más influyentes en la determinación del valor, la tasa de crecimiento a perpetuidad (g) y la tasa de descuento de los flujos de fondos (WACC). En el cuadro a continuación se exponen los resultados obtenidos considerando un incremento o una reducción del 10% en la tasa de descuento y una tasa de crecimiento un punto porcentual superior o inferior a la del caso base. Se puede observar que el rango de valor de la empresa, teniendo en cuenta los distintos escenarios posibles, se encuentra entre AR\$ 1.134 millones y AR\$ 1.488 millones.

		Tasa de Crecimiento g		
		2%	3%	4%
WACC	90%	1.445.406,5	1.465.899,6	1.488.115,6
	100%	1.271.482,4	1.285.804,8	1.301.198,8
	110%	1.134.208,9	1.144.513,8	1.155.514,5

Realizando un análisis de sensibilidad considerando una variación del 10% más y del 10% menos en la tasa de inflación esperada y en la tasa de inversión en m2 llegamos a un rango de valor de la empresa de AR\$ 1.278 millones a AR\$ 1.293 millones. A continuación vemos reflejados los resultados del análisis.

		Inflación		
		90%	100%	110%
M2	90%	1.278.077,0	1.280.978,8	1.283.740,2
	100%	1.282.892,4	1.285.804,8	1.288.576,5
	110%	1.287.607,5	1.290.530,5	1.293.312,6

Concluimos que el valor de la compañía es mayormente sensible a la tasa de

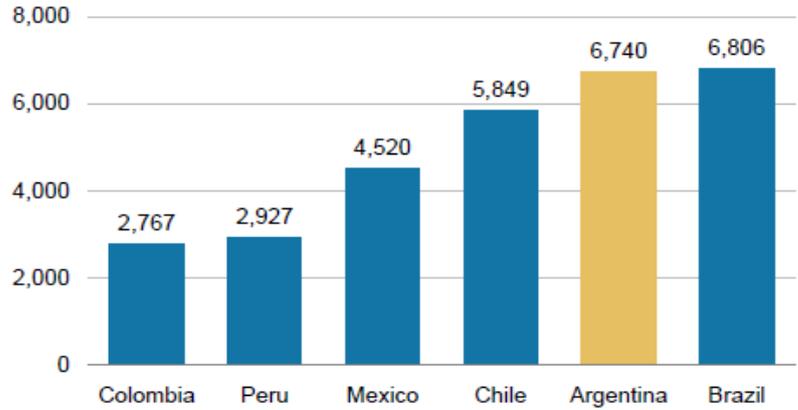


	<p>descuento seguido por la tasa de crecimiento a perpetuidad, en tanto que posee una menor sensibilidad en el caso de una variación en la tasa de inflación proyectada y de la inversión en m2 destinados a la venta.</p>
ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA	
<i>Rol del Gobierno</i>	<p>Las elecciones primarias realizadas el 14 de agosto del corriente, redujeron, en parte, la incertidumbre respecto a los cambios que pueden surgir en el rol del gobierno sobre la industria por un cambio en la presidencia ya que los resultados fueron lo suficientemente contundentes como para prever una continuidad de los gobernantes actuales.</p> <p>El gobierno actual tiende a incentivar el consumo a través de subsidios como las asignaciones universal por hijo y el incremento en las jubilaciones y pensiones.</p>
<i>Proveedores</i>	<p>La mayoría de los proveedores son nacionales y solo un 2% de sus productos son importados. La empresa cuenta con una política de diversificación de proveedores para cada línea de productos.</p> <p>La fabricación de su propia línea de productos le permite adquirir independencia de sus proveedores.</p>
<i>Potenciales competidores</i>	<p>En las ciudades donde la Sociedad desarrolla actividades se registró un importante incremento en los niveles de competencia a través de la ampliación de la cadena Chango Más, propiedad de Walmart, la apertura de un nuevo local de la cadena Libertad, en Rafaela, y la apertura de un nuevo supermercado de la cadena Carrefour en la ciudad de Comodoro Rivadavia. Además, aumenta la participación de locales chinos en pequeñas localidades del interior.</p>
<i>Consumidores</i>	<ul style="list-style-type: none"> • El poder de compra de los consumidores se ha visto deteriorado principalmente por el efecto inflacionario. A pesar de esta situación los informes recientes nos datan que las ventas totales en los supermercados han crecido. <p>A continuación presentamos el ingreso anual disponible per cápita para Argentina en dólares a marzo de 2011. El siguiente gráfico muestra el crecimiento del ingreso real disponible en los últimos 5 años siendo para Argentina 7,7%.</p>



Argentina has the second wealthiest group of consumers in Latin America...

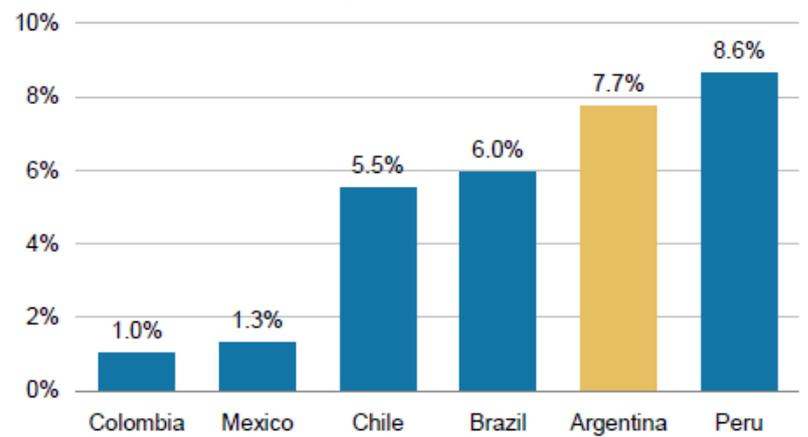
Latam: annual disp. income per capita (USD, March 2011)



Source: National Organizations, Bloomberg and Morgan Stanley Research

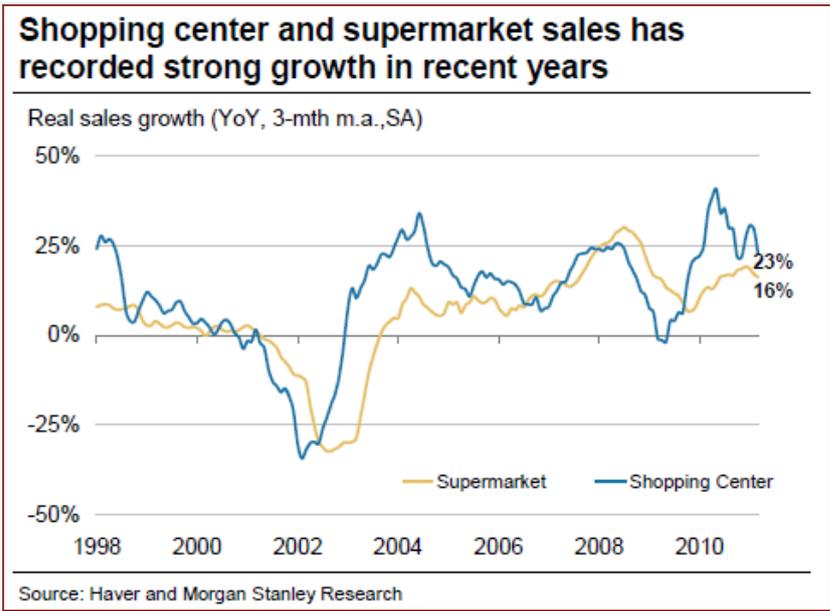
Disposable income growth has been a solid +7.7%

Latam: real annual disp. income growth (2006-11 CAGR)



Source: National Organizations and Morgan Stanley Research

En el siguiente gráfico se observa un crecimiento real en las ventas de los supermercados en los últimos 6 años.



- Se observa que los consumidores están teniendo un claro efecto de sustitución, entre los productos de distintas líneas de marcas, ligado a la caída del salario real y deterioro del poder de compra.

Factores Claves

- Podemos encontrar entre los factores claves de éxito de la compañía, la trayectoria y reputación local, la dispersión geográfica de sus locales, su estrategia comercial, sus recursos humanos y su plataforma logística.

Competitors

A continuación presentamos los principales actores de la industria y características:

Sector	Empresas	Super	Número de Sucursales	M ²	Empleados	Facturación Anual
Multinacionales	Carrefour	Carrefour	200	571.473	18.758	16.000
		Día	400	259.200		
	Cencosud	Super Vea	121	184.011	23.018	9.700
		Jumbo	16	139.719		
		Disco	143	198.862		
	Walmart	Walmart	25	236.086	8.592	4.000
		Chango Más	36	137.158		
	Groupe Casino	Libertad	15	117.075	3.286	1.000
	Nexus Partners	Super Eki	Super Eki	138	58.100	1.553
Super Eki Plu			26	14.275		
Nacionales	Coto	Coto	113	476.500	13.356	5.400

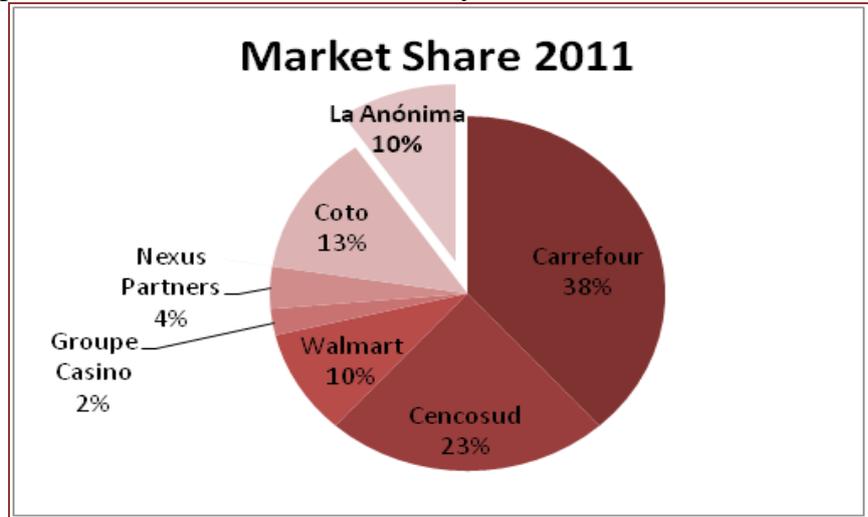
Fuente: Elaboración propia en base a informe de la Federación Argentina de Empleados de Comercio.

En la Argentina, según un informe de la Federación Argentina de Empleados de Comercio, Secretaría de Estudios y Estadísticas a Junio de 2011, existen 8.672 establecimientos de autoservicio, de los cuales el 67,7%



corresponden a establecimientos de un solo local. De este porcentaje, un 79,8% corresponde a supermercados de origen chino y el 20,2% restante a supermercados argentinos. Del total de establecimientos, el 32,3% está representado por cadenas de supermecados, de los cuales el 48% son Grandes Cadenas (más de 80 bocas), el 15,5% cadenas intermedias, 5,6% cadenas medianas, el 22,6% cadenas chicas (entre 3 y 9 bocas) y las cadenas mini (2 bocas) el 8,4%.

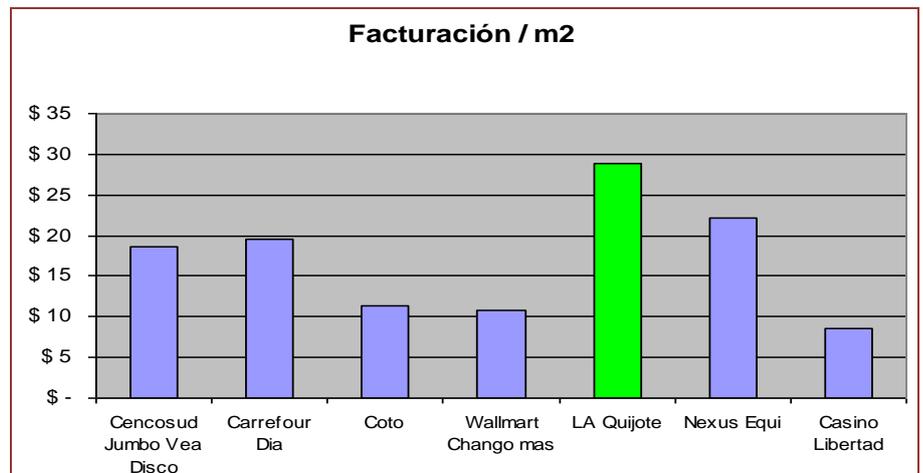
Entre las grandes cadenas, donde se encuentra La Anónima, se agrupan Carrefour, Cencosud, Coto, Nexus Partners, Walmart, Casino, Átomo y la Cooperativa Obrera Ltda. De Consumo y Vivienda.



Fuente: Elaboración propia en base a informe de la Federación Argentina de Empleados de Comercio.

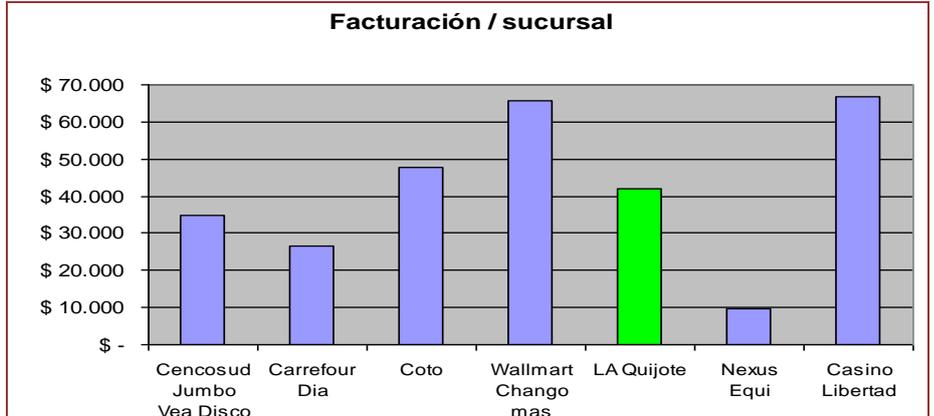
La Anónima posee indicadores de desempeño destacados frente a sus principales competidores teniendo en cuenta la diferencia de escala.

Tal como facturación por m2



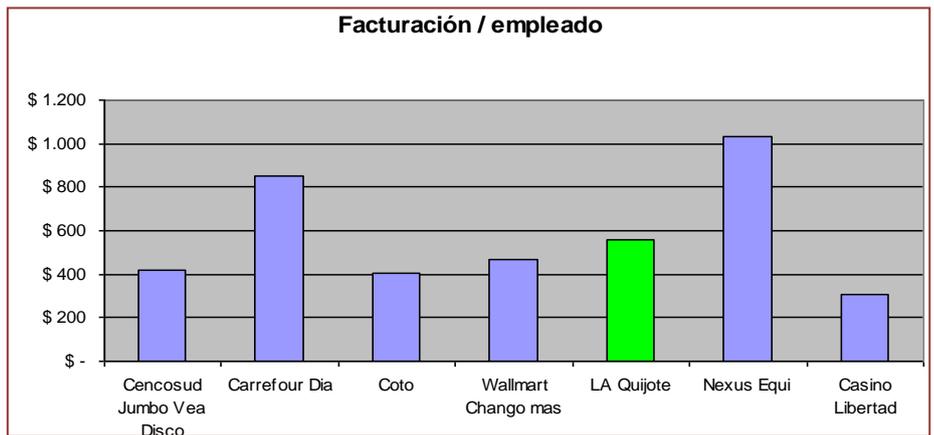
Fuente: Elaboración propia en base a informe de la Federación Argentina de Empleados de Comercio.

También se aprecia esto en la facturación por sucursal.

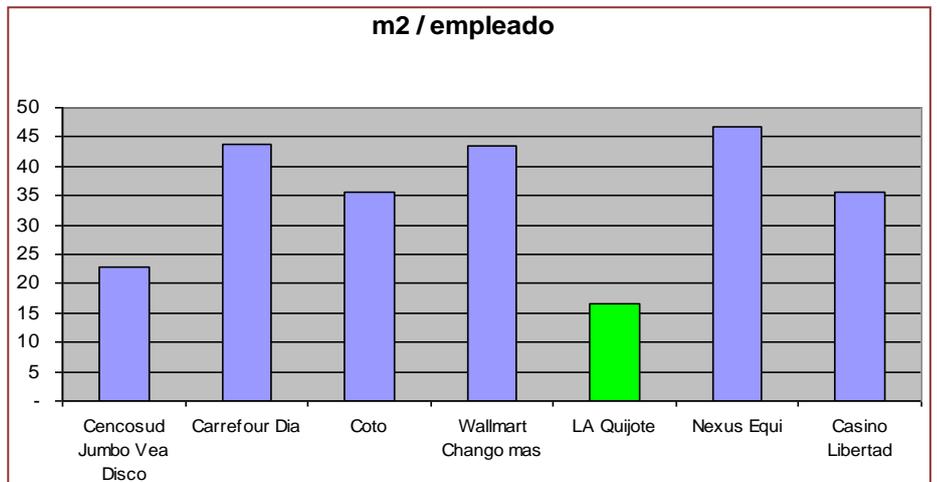


Fuente: Elaboración propia en base a informe de la Federación Argentina de Empleados de Comercio.

Como contrapartida La Anónima presenta indicadores menos competitivos en la relación entre empleados versus facturación y empleados por m2.



Fuente: Elaboración propia en base a informe de la Federación Argentina de Empleados de Comercio.



Fuente: Elaboración propia en base a informe de la Federación Argentina de Empleados de Comercio.



<p>DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA</p>	<p>Supermercados La Anónima es líder absoluto en el mercado de venta de productos masivos en la Patagonia, tanto por el número de locales que opera como por su nivel de ventas.</p> <p>Presente en 63 ciudades del interior del país. Opera con tres unidades de negocios en su actividad principal, y cuenta con un total de 112 sucursales, las cuales se encuentra distribuidas en las provincias de Buenos Aires, La Pampa, Santa Cruz, Chubut, Neuquén, Santa Fe, Córdoba, Río Negro y Tierra del Fuego.</p> <p>Los locales son renovados periódicamente y a diario se agregan nuevas y variadas líneas de productos. Las grandes distancias nunca fueron un obstáculo para el crecimiento de la compañía. Hoy los circuitos logísticos – mejorados constantemente- se apoyan en nueve depósitos regionales, equipados con un nivel de tecnología e infraestructura que permiten reducir costos y anticiparse a las necesidades operativas en vista del crecimiento en volúmenes de ventas.</p> <p>Este plan de logística se complementa con una base de transferencia en el partido de Ituzaingó, a unos 30 kilómetros de la Capital Federal. Una ubicación estratégica para los intereses de la compañía. Esta base funciona como centro de enlace entre proveedores y transportistas. Disminuyendo así, el nivel de existencias y asegurando la disponibilidad, calidad y frescura de los productos.</p>
<p><i>Productos</i></p>	<p>Sus proveedores son cuidadosamente seleccionados y controlados por laboratorios especializados, garantizando que los productos cumplan con los mayores requisitos de calidad e higiene.</p> <p>La línea marca La Anónima está compuesta por más de 200 productos elaborados íntegramente en la Argentina con materias primas de primera calidad, que cubren los rubros de lácteos, embutidos, congelados, panificación, conservas, perfumería, almacén, limpieza, etc.</p> <p>En el 2010 la empresa resultó adjudicataria de un frigorífico en la ciudad de Tres Lomas, el cual no se ha reinaugurado por la disminución en las actividades de la planta de Salto que ha sido suficiente para atender la faena que anteriormente se llevaba en plantas de tercero. Igualmente confían que con el crecimiento y la demanda genuina de la cadena de supermercados llegará el momento de ponerlo nuevamente en marcha.</p>
<p><i>Estrategias</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Generar barreras de entrada a posibles competidores. ✓ <i>Fidelización del cliente</i> <p>Para competir con las grandes cadenas de supermercados, la empresa mantiene una tarjeta de crédito propia (Tarjeta Mira – La Anónima) lanzada al mercado en el ejercicio 2010, la cual ya se encuentra totalmente consolidada con más de 45 mil cuentas activas distribuidas en todas las ciudades donde la Sociedad tiene sucursales. Es considerada por la empresa como una herramienta fundamental para ofrecer promociones y financiación</p>



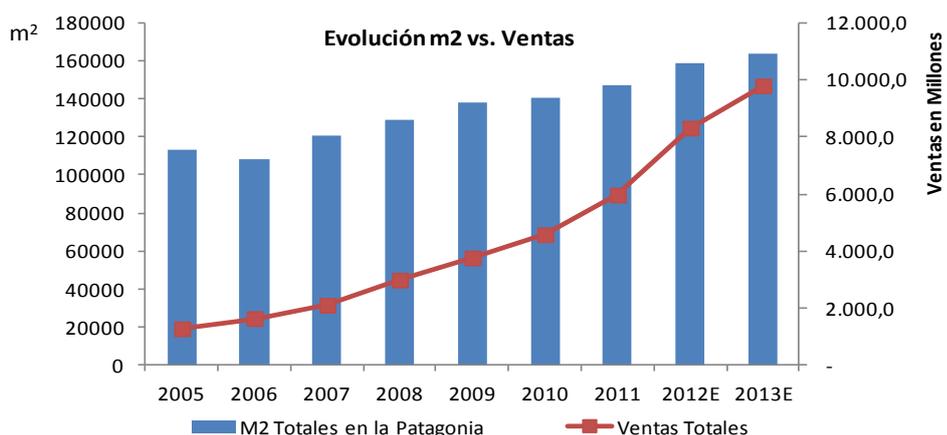
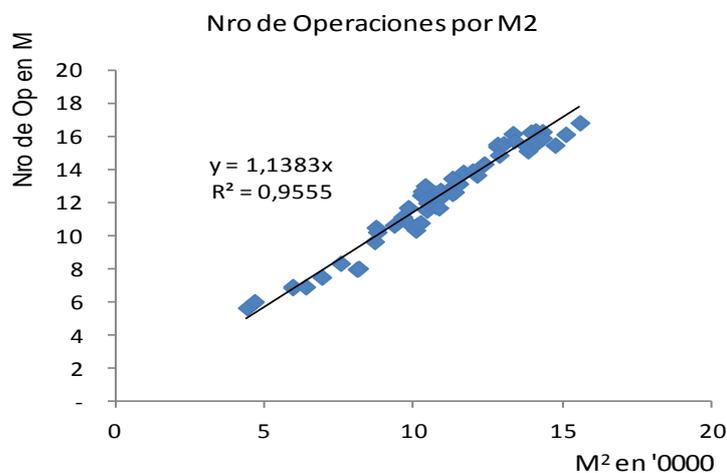
	<p>a sus clientes, incluso a aquellos no bancarizados, estimulando sobre todo el consumo en sectores de no comestibles.</p> <p>✓ <i>Proyecto de integración</i></p> <p>Está próxima a concretarse la apertura del Shopping Paseo del Fuego emplazado en la ciudad de Ushuaia, donde la Sucursal 38 de La Anónima, principal sucursal de la empresa en la ciudad, será una de las principales tiendas ancla. Esta integración que comenzó el año pasado se ideó confiando en las ventajas comerciales que esta sinergia traerá aparejadas ya que se trata del primer Shopping que tendrá la ciudad localizado sobre la ruta de acceso donde llegan los grandes cruceros turísticos internacionales.</p> <p>✓ <i>Otras Alianzas comerciales</i></p> <p>La sociedad ha celebrado un acuerdo comercial con Garbarino S.A.I.C. e I. en virtud del cual esta firma ha inaugurado locales de diferentes formatos para la venta de electrodomésticos en Supermercados La Anónima de las ciudades de Neuquén, El Calafate, Río Grande y Ushuaia. Se esperan además nuevas aperturas, ya que es intención de ambas empresas lograr la conformación de una alianza estratégica que se consolide con la incorporación de más locales de Garbarino a lo largo de toda la cadena de Supermercados La Anónima. Además, la Sociedad continúa desarrollando la alianza que de un tiempo a esta parte mantiene con la firma Hipertehuelche, trabajando mancomunadamente en la búsqueda de nuevas oportunidades de negocios que saquen provecho de las sinergias comunes.</p>
<p><i>Comercialización:</i></p>	<p>La empresa posee un aceitado proceso de logística para responder en tiempo y forma a las necesidades de sus clientes en el vasto territorio donde desarrolla su actividad.</p> <p>En algunas ciudades opera Patios de Comidas “Super Quick”, adyacentes a los supermercados.</p> <p>Mantiene su marca propia: “La Anónima”</p> <p>Tiene aproximadamente 10.000 empleados a su cargo.</p> <p>Se encuentra presente en 63 ciudades, con 112 sucursales.</p> <p>Continúa ampliando la oferta de productos no comestibles mejorando su exhibición y haciendo reformas de sus sucursales para poder ampliar dichos sectores, como por ejemplo el sector de ventas de electrodomésticos y perfumería.</p>



<p><i>Logística</i></p>	<p>El sector de Logística en La Anónima es responsable directo de las funciones de Abastecimiento y Distribución de los puntos de venta de la cadena. Para cumplir con estas funciones se ha armado una red de Centros Regionales de Distribución y Centros de Transferencia de Carga, ubicados estratégicamente, de acuerdo a la distribución geográfica de sus locales de venta y los centros de Producción y Distribución de sus proveedores.</p> <p>Cuentan con 10 centros regionales de distribución que abastecen diariamente a más de 110 puntos de venta propios y de terceros repartidos en la zona Sur y centro del interior del país, y dos bases de transferencia de carga ubicadas en Buenos Aires y Mendoza que vinculan a los proveedores con la red de distribución.</p> <p>Este esquema de distribución les permite llegar a ciudades grandes y chicas, y pueblos del interior, con formatos de negocios que varían en tamaño desde 300 metros cuadrados hasta más de 5.000 metros cuadrados, destinando toda la superficie de los locales al público, y logrando simultáneamente una alta eficiencia en el surtido de los locales, el nivel de existencias, y los costos de transporte.</p> <p>Para la Isla de Tierra del Fuego, han desarrollado un Centro Regional adaptando al movimiento y descarga de contenedores marítimos además de camiones, y de este modo optimizaron el costo de transporte utilizando el buque como medio alternativo.</p>
<p>DESCRIPCIÓN DE LA GERENCIA</p>	<p>Federico Braun actualmente es el presidente de la empresa como resultado del control accionario de la compañía por parte de su familia.</p> <p>La gerencia por él liderada ha demostrado capacidad de adaptación y gerenciamiento efectivo ante las diversas crisis económicas sufridas por el país y a diferentes escenarios competitivos de la industria.</p> <p>Muestra de esto es el logro del premio Anual Retailer Salvador D'Anna 2011 que reconoce el crecimiento y evolución de las compañías por sus propios pares y proveedores</p> <p>Presidente: Federico Braun</p> <p>Vice Presidente: Arturo Esteban Santillán</p> <p>Director: Santiago Braun</p> <p>Director: Alfonso Mario Lago</p> <p>Director: Patricio Carlos Perkins</p> <p>Director: Juan José Badano.</p>



COMPOSICIÓN ACCIONARIA	<p>La familia Braun tiene el paquete mayoritario de acciones de la compañía. El free float de la misma es de 23,05%</p> <p>A partir de la estatización de las AFJP las acciones que estaban en poder de las mismas pasaron a manos del gobierno nacional.</p>
ANÁLISIS DE RIESGOS	<ul style="list-style-type: none"> • La inflación de la economía afecta directamente las ventas y los costos de las empresas. • Los costos laborales presentan tendencias superiores a la tasa de inflación en épocas de auge económico, lo cual impacta negativamente los resultados operativos de la compañía. • La evolución en los sectores más importantes e impulsores del desarrollo de la región, industria petrolera, minera y agrícola, presenta una relación directa con la evolución en el consumo y eso se verá reflejado en las ventas totales. • Presencia de fuertes competidores a través de la llegada de las grandes cadenas de supermercados a la región. • La posibilidad de no poder reflejar un aumento en el volumen de ventas frente a la inversión realizada en m2.
ANÁLISIS HISTÓRICO Y PROYECCIONES ECONÓMICO FINANCIEROS.	
<p><i>Supuestos operativos</i></p>	<p>Ventas: las proyecciones del nivel de ventas de la compañía (Y) se realizaron en base a la determinación de:</p> <ul style="list-style-type: none"> • AR\$ de venta por operación (P) <p>Se estiman los precios proyectados en base a la inflación esperada más un tasa del 3% por encima de la inflación que refleja la capacidad en el tiempo de variar los precios reales de los productos y el cambio en el mix del producto.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Total de Operaciones (Q) <p>El número total de operaciones se ajusta en base a una regresión lineal en función de los m2 destinados a las ventas, que ajusta con un R2 del 95,55%. (Ver gráfico)</p>



Fuente: Elaboración propia en base a datos históricos de la compañía.

Costos:

- **Costo de Ventas.** Dado que históricamente (los últimos 7 años analizados) los costos de mercaderías vendidas en promedio representaron un 69,5% de las ventas, asumimos que seguirán teniendo la misma ponderación. Siendo un 70,2% el costo sobre las ventas de mercaderías y un 50,8% el costo de los servicios prestados.
- **Costos operativos:** A través de un análisis vertical analizamos la participación sobre las ventas de los costos administrativos y de comercialización los cuales se mantienen en promedio en un 1,3% y 24% respectivamente en los últimos 7 años.
- **Gastos fijos.** Los gastos fijos que dependen del número de sucursales fueron proyectado ajustados por la tasa de inflación



	<p>esperada y el crecimiento en los m² en tanto que los demás gastos fijos tales como, alquileres, gastos de teléfono y comisiones e intereses a favor de terceros, se ajustan solamente por inflación.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Gastos variables tales como, impuestos, tasas y contribuciones, honorarios y gastos generales, entre otros. Estos gastos se proyectaron, en línea con la historia de la empresa, en un promedio constante sobre las ventas. ▪ Los gastos en personal, tanto administrativos como de comercialización, se estimaron a partir de la tasa de inflación, la tasa de crecimiento de empleados por m² y una tasa que refleja el incremento de los salarios por encima de la tasa de inflación del 3%. Consideramos que se logrará controlar este incremento real en los salarios a partir del 2013 en adelante. Las cargas sociales son un porcentaje fijo de las remuneraciones del 25%.
<p><i>Supuestos de inversión</i></p>	<p>Para simplificar el análisis y dado que la compañía crece por m², tomamos como supuesto que la inversión está dada por la apertura de sucursales y la ampliación de las existentes.</p> <p>Para la proyección del CAPEX, entonces, se estableció un costo de U\$S 1.500 por m² para determinar el total invertido. Además se consideró el CAPEX necesario para cubrir las depreciaciones y amortizaciones del período.</p>
<p><i>Supuestos de capital de trabajo</i></p>	<p>El cálculo del capital de trabajo se realizó de la siguiente manera,</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ En principio se calcularon los días de cada una de las cuentas que integran el capital de trabajo para luego asumir los días correspondientes en las proyecciones. ▪ Teniendo en cuenta una estabilidad en la historia en algunas cuentas, tales como otros créditos y deudas sociales, proyectamos los días en base a un promedio de los últimos 5 años y de esta forma obtuvimos los importes correspondientes que se trasladan al balance proyectado. ▪ Para el caso de las deudas fiscales, se observa una gran variabilidad en los días de pago que depende de los anticipos pagados sobre el impuesto a las ganancias. Se obtiene un promedio que compense las diferencias y se proyecta suponiendo ese valor sumado al saldo del impuesto al valor agregado no contemplado en dicha cuenta. ▪ De acuerdo a las políticas que tiene la empresa se espera un incremento en el financiamiento a través de los proveedores, para incorporar esta estrategia incrementamos los días de pago proyectados respecto a los datos del último balance cerrado a Junio de 2011.



- Debido a la implementación de la tarjeta de crédito de la firma, otorgada a todos sus clientes, se espera un incremento en la cuenta deudores por venta y una disminución en el rubro caja, ya reflejado en el balance a Junio de 2011, con lo cual proyectamos los días de capital de trabajo de ambos rubros en forma constante al valor del último año.

Days of Working Capital

Concept	2010	2011	2012E
Current Assets			
Cash	3	2	2
Accounts receivable	9	10	10
Other receivable	1	2	2
Stocks	47	49	49
Current Liabilities			
Accounts Payable	37	38	45
Provisions			
Fiscal liabilities	111	48	80
Social liabilities	57	58	55

Supuestos Macroeconómicos

A continuación se exponen los supuestos macroeconómicos utilizados para la valuación.

Concept	Real							
	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Argentina								
GDP real increase (%)	5,5%	4,0%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Average annual inflation (Dic-Dic)	23,0%	18,5%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%	11,0%
Average monthly inflation	1,7%	1,4%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Nominal exchange rate AR\$/US\$ (Ene-Dic)	4,35	4,90	4,90	4,90	4,90	4,90	4,90	4,90
Devaluation	-7,2%	-11,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
USA								
Average annual inflation (Dic-Dic)	2,1%	1,4%	1,5%	1,8%	1,9%	2,0%	2,0%	2,0%
Average monthly inflation	0,2%	0,1%	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%	0,2%

Supuestos Financieros

Estructura Financiera: La empresa posee a junio de 2011 una deuda financiera total de AR\$ 210,3 millones, siendo el 81% deuda financiera de corto plazo. Aproximadamente un 30% de la deuda financiera total es en dólares y el 70% restante en pesos.

La compañía tiene como premisa mantener una relación entre deuda financiera total y EBITDA menor o igual a 3.

Consideramos a futuro que la empresa mantendrá el target de deuda actual en línea con la historia.

El ratio D/E a valores de mercado es del 19,6%, con un porcentaje de deuda del 16,35%.



	<ul style="list-style-type: none"> • Los Egresos Financieros se estiman a la tasa del costo de la deuda considerando un 80% de deuda en pesos y un 20% de deuda en dólares. El costo de la deuda se calcula como la tasa por riesgo país más la tasa libre de riesgo más un spread por riesgo de default de la empresa del 0,5% calculado en función del ratio Deuda Financiera/EBITDA.
<i>Impuestos</i>	<p>La tasa del Impuesto a las Ganancias se considera del 35% sobre el resultado antes de impuestos para todo el período proyectado.</p> <p>Consideramos el IVA a pagar sobre el saldo de los débitos y créditos fiscales generados mensualmente considerando una tasa del 21% sobre costos y ventas.</p>
FUENTES DE INFORMACIÓN	<ul style="list-style-type: none"> • Yahoo Finance • Bloomberg Businessweek • Bolsa de Comercio de Buenos Aires • Comisión Nacional de Valores • INDEC (Instituto Nacional de Estadística y Censos) • Damodaran. • Informe de la Federación Argentina de Empleados de Comercio, Secretaría de Estudios y Estadísticas. Junio 2011. • Burkenroad Reports “SA Importadora y Exportadora de la Patagonia”. Diciembre 2010. www.macrosintesis.com.ar

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL EN AR\$ '000

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia

Estado de Situación Patrimonial Histórico y proyectado AR\$ '000

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Activo									
Activo Total	1.416.196,2	1.737.516,0	2.345.669,9	2.735.445,8	3.177.468,4	3.689.609,2	4.272.938,4	4.934.317,2	5.683.026,0
Activo Corriente	647.297,0	890.403,2	1.498.513,0	1.888.253,5	2.330.240,8	2.842.355,2	3.425.658,0	4.087.010,3	4.835.692,6
Caja y Bancos	48.637,5	73.568,7	377.694,3	606.164,1	864.900,3	1.180.184,7	1.541.001,4	1.950.935,5	2.415.579,0
Efectivo	31.932,6	34.935,7	47.167,0	53.952,1	61.661,4	69.940,3	79.297,5	89.870,8	101.815,0
Inversiones Transitorias	16.705,0	38.633,0	330.527,3	552.212,1	803.238,9	1.110.244,4	1.461.703,8	1.861.064,7	2.313.764,1
Créditos por Ventas	170.042,4	237.670,2	338.883,7	387.672,1	443.116,9	502.700,3	570.061,6	646.196,1	732.224,4
Accounts receivable	146.893,5	203.942,9	275.135,0	314.745,7	359.760,5	408.135,4	462.825,1	524.637,7	594.482,9
Otros Créditos	23.148,9	33.727,4	63.748,7	72.926,5	83.356,4	94.564,9	107.236,5	121.558,4	137.741,5
Stocks	428.617,1	579.164,2	781.935,0	894.417,3	1.022.223,6	1.159.470,2	1.314.595,0	1.489.878,8	1.687.889,2
	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Non Current Assets	768.899,3	847.112,9	847.157,0	847.192,2	847.227,5	847.254,0	847.280,4	847.306,9	847.333,4
Other receivable	7.787,8	11.413,4	11.413,4	11.413,4	11.413,4	11.413,4	11.413,4	11.413,4	11.413,4
Fixed Asset	761.111,5	835.699,4	835.743,5	835.778,8	835.814,1	835.840,6	835.867,0	835.893,5	835.919,9
Investments	14.889,1	20.182,7	20.182,7	20.182,7	20.182,7	20.182,7	20.182,7	20.182,7	20.182,7
Intangible Assets	1.008,6	423,9	423,9	423,9	423,9	423,9	423,9	423,9	423,9
Goodwill	4.962,6	-	-	-	-	-	-	-	-
Fixed assets	740.251,2	815.092,8	815.136,9	815.172,2	815.207,4	815.233,9	815.260,4	815.286,8	815.313,3
LIABILITIES									
Total Liabilities	738.910,3	948.384,8	1.385.834,8	1.582.481,2	1.795.315,1	2.016.074,7	2.261.831,0	2.532.398,2	2.828.699,1
Current Liabilities	699.631,6	891.864,2	1.369.811,9	1.566.458,2	1.779.292,2	2.000.051,7	2.245.808,1	2.516.375,3	2.812.676,2
Accounts Payable	410.581,1	541.726,4	865.323,9	989.801,8	1.131.238,0	1.283.121,1	1.454.789,1	1.648.765,9	1.867.893,0
Financial debt and Corporate Bonds	132.853,3	169.784,6	235.378,1	262.421,2	290.393,3	314.833,7	336.536,2	354.061,4	364.683,2
Social and Fiscal liabilities	152.470,7	176.201,4	264.958,1	310.083,4	353.509,1	397.945,1	450.331,0	509.396,2	575.948,2
Fiscal liabilities	48.820,8	30.310,2	90.845,7	105.006,6	119.198,2	132.302,5	149.298,9	168.403,2	189.845,3
Social liabilities	103.649,9	145.891,2	174.112,4	205.076,8	234.310,9	265.642,6	301.032,1	340.993,0	386.102,8
Other liabilities	3.726,5	4.151,8	4.151,8	4.151,8	4.151,8	4.151,8	4.151,8	4.151,8	4.151,8
Non Current Liabilities	39.278,7	56.520,7	16.023,0						
Accounts Payable	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Financial debt and Corporate Bonds	24.030,0	40.497,7	-	-	-	-	-	-	-
Other liabilities	15.248,7	16.023,0	16.023,0	16.023,0	16.023,0	16.023,0	16.023,0	16.023,0	16.023,0
EQUITY	677.285,9	789.131,2	959.835,1	1.152.964,6	1.382.153,2	1.673.534,6	2.011.107,4	2.401.919,0	2.854.326,9
Liabilites + Equity	1.416.196	1.737.516	2.345.670	2.735.446	3.177.468	3.689.609	4.272.938	4.934.317	5.683.026

ESTADO DE RESULTADOS PROYECTADO EN AR\$ '000
S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia
Estado de Resultados Histórico y Proyectado en AR\$ '000

Periodo	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Ingresos por Venta	4.738.965,1	6.173.611,2	8.328.687,0	9.527.752,1	10.890.409,0	12.354.779,0	14.010.307,0	15.881.450,8	17.995.754,7
Costo Mercaderías Vendidas	-3.312.974,3	-4.296.400,6	-5.800.610,2	-6.635.034,9	-7.583.137,8	-8.601.271,2	-9.752.029,7	-11.052.333,2	-12.521.229,2
Gross Income	1.425.990,8	1.877.210,6	2.528.076,8	2.892.717,1	3.307.271,3	3.753.507,8	4.258.277,4	4.829.117,5	5.474.525,4
Margen Bruto	30,1%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%
Gastos Operativos	-1.196.673,6	-1.617.901,5	-2.090.187,5	-2.426.686,6	-2.769.040,8	-3.136.821,6	-3.552.077,0	-4.020.812,3	-4.549.780,7
Gastos de Administración	-63.635,6	-81.164,4	-106.862,7	-124.527,0	-142.255,5	-161.275,6	-182.761,7	-207.026,6	-234.422,1
Gastos de Comercialización	-1.133.038,0	-1.536.737,1	-1.983.324,8	-2.302.159,6	-2.626.785,3	-2.975.546,0	-3.369.315,4	-3.813.785,7	-4.315.358,6
EBITDA	229.317,2	259.309,1	437.889,3	466.030,5	538.230,5	616.686,3	706.200,3	808.305,3	924.744,8
Margen EBITDA	4,8%	4,2%	5,3%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%
Amortización Activos Fijos	-50.053,9	-59.076,4	-56.405,5	-55.070,9	-56.588,2	-22.636,6	-23.326,9	-24.034,1	-24.741,4
EBIT	179.263,3	200.232,8	381.483,8	410.959,6	481.642,3	594.049,7	682.873,4	784.271,1	900.003,4
Margen EBIT	3,8%	3,2%	4,6%	4,3%	4,4%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%
Efectos Financieros	-11.953,6	-17.840,4	-51.494,8	-42.140,3	-46.239,8	-50.895,9	-54.884,4	-58.667,8	-61.722,9
Generados por Activos	1.105,3	-6.267,2	-	-	-	-	-	-	-
Generados por Pasivos	-13.058,9	-11.573,2	-51.494,8	-42.140,3	-46.239,8	-50.895,9	-54.884,4	-58.667,8	-61.722,9
Interes por financiamiento	-18.100,4	-19.177,0	-51.494,8	-42.140,3	-46.239,8	-50.895,9	-54.884,4	-58.667,8	-61.722,9
Resultado por Inversiones Permanentes	-20,3	-106,4	-	-	-	-	-	-	-
Otros Ingresos/Egresos	7.722,6	13.446,9	-	-	-	-	-	-	-
EBT	175.012,0	195.732,9	329.989,0	368.819,3	435.402,5	543.153,8	627.989,0	725.603,4	838.280,5
Margen EBT	3,7%	3,2%	4,0%	3,9%	4,0%	4,4%	4,5%	4,6%	4,7%
Impuesto a las Ganancias	-56.586,3	-61.527,6	-115.496,2	-129.086,8	-152.390,9	-190.103,8	-219.796,1	-253.961,2	-293.398,2
Resultado Neto	118.425,7	134.205,3	214.492,9	239.732,6	283.011,6	353.050,0	408.192,8	471.642,2	544.882,3
Margen Neto	2,5%	2,2%	2,6%	2,5%	2,6%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%

FLUJO DE FONDOS PROYECTADO AR\$ '000
S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia
Flujo de Fondos Proyectado en AR\$ '000

Concept	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	381.483,8	410.959,6	481.642,3	594.049,7	682.873,4	784.271,1	900.003,4
(+) Amortization/ depreciation	56.405,5	55.070,9	56.588,2	22.636,6	23.326,9	24.034,1	24.741,4
(+/-) D Working Capital	96.138,7	1.547,5	(6.098,7)	(8.789,6)	(7.789,5)	(8.949,6)	(10.303,8)
(-) CAPEX	(56.449,6)	(55.106,2)	(56.623,5)	(22.663,0)	(23.353,4)	(24.060,6)	(24.767,8)
(-) Tax on EBIT	(133.519,3)	(143.835,9)	(168.574,8)	(207.917,4)	(239.005,7)	(274.494,9)	(315.001,2)
(+/-) Other income / expenses	-	(0,0)	0,0	0,0	0,0	(0,0)	(0,0)
Free Cash Flow	344.059,1	268.636,0	306.933,5	377.316,2	436.051,8	500.800,2	574.671,9
(+) Tax shield	18.023,2	14.749,1	16.183,9	17.813,6	19.209,5	20.533,7	21.603,0
Capitl Cash Flow	362.082,3	283.385,1	323.117,4	395.129,8	455.261,3	521.333,9	596.274,9
(+/-) D Financial Debt	25.095,7	27.043,1	27.972,2	24.440,3	21.702,5	17.525,2	10.621,8
(-) Interests	(51.494,8)	(42.140,3)	(46.239,8)	(50.895,9)	(54.884,4)	(58.667,8)	(61.722,9)
Equity Cash Flow	335.683,2	268.287,9	304.849,8	368.674,2	422.079,4	480.191,4	545.173,9
Initial Cash	38.633,0	330.527,3	552.212,1	803.238,9	1.110.244,4	1.461.703,8	1.861.064,7
Accumulated Cash	374.316,2	598.815,1	857.061,9	1.171.913,1	1.532.323,8	1.941.895,2	2.406.238,5
Dividendos Pagados	43.788,9	46.603,1	53.823,0	61.668,6	70.620,0	80.830,5	92.474,5
Caja Acumulada	330.527,3	552.212,1	803.238,9	1.110.244,4	1.461.703,8	1.861.064,7	2.313.764,1

COMPANY VALUATION IN AR\$ '000
S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia
S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia Estimación de Valor de Mercado AR\$ '000 - (FCF)

Períodos de descuento

1 2 3 4 5 6 7

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCF (Nominal)		344.059,1	268.636,0	306.933,5	377.316,2	436.051,8	574.671,9
FF (discounted)	948.155,7	248.073,2	148.817,2	131.008,8	124.204,3	110.803,0	87.015,7
g =	3%						
TV							2.229.913,6
Discounted TV	337.649,1						337.649,1
FCF + TV	1.285.804,8						
Enterprise Value	1.285.804,8						

(+) Non operating assets 38.633,0

(-) Financial debt -210.282,35

Equity Value 1.114.155,44

VL	1.285.804,8	1.439.256,6	1.604.615,8	1.775.656,2	1.925.100,6	2.057.803,8	2.164.964,6	2.229.913,6
D/(D+E)	16,35%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Debt (mq)	210.282,35	235.378,08	262.421,16	290.393,35	314.833,69	336.536,16	354.061,40	364.683,24
(+) Non operating assets	38.632,99	330.527,27	552.212,08	803.238,86	1.110.244,44	1.461.703,80	1.861.064,66	2.313.764,05
Equity Value	1.114.155,44	1.534.405,81	1.894.406,76	2.288.501,73	2.720.511,31	3.182.971,41	3.671.967,90	4.178.994,39

 Cantidad de Acciones 50000
 en millones

Valor por acción AR\$ 22,28 30,69 37,89 45,77 54,41 63,66 73,44 83,58
Múltiplo Implícito

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EV	1.285.804,8	1.439.256,6	1.604.615,8	1.775.656,2	1.925.100,6	2.057.803,8	2.164.964,6	2.229.913,6
EBITDA 2010	229.317,2	259.309,1	437.889,3	466.030,5	538.230,5	616.686,3	706.200,3	808.305,3
EV/EBITDA	5,61	5,55	3,66	3,81	3,58	3,34	3,07	2,76

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia Estimación de Valor de Mercado en AR\$ '000 - (CCF)

Períodos de descuento		1	2	3	4	5	6	7
Concepto		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CCF (Nominal)		362.082,3	283.385,1	323.117,4	395.129,8	455.261,3	521.333,9	596.274,9
FF (discounted)	966.661,3	258.456,2	154.202,9	134.425,4	125.802,3	111.034,9	97.401,2	85.338,4
g =	3%							
TV								2.229.913,6
Discounted TV	319.143,5							319.143,5
FFC + TV	1.285.804,8							
Enterprise Value	1.285.804,8							
(+) Activos No operativos	38.633,0							
(-) Deuda Financiera	-210.282,35							
Equity Value	1.114.155,44							
VL	1.285.804,8	1.439.256,6	1.604.615,8	1.775.656,2	1.925.100,6	2.057.803,8	2.164.964,6	2.229.913,6

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia Estimación de Valor de Mercado en AR\$ '000 - (ECF)

Períodos de descuento		1	2	3	4	5	6	7
Concepto		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
ECF (Nominal)		335.683,2	268.287,9	304.849,8	368.674,2	422.079,4	480.191,4	545.173,9
FF (discounted)	843.086,6	234.504,9	140.103,8	119.363,1	108.342,1	93.186,7	79.648,9	67.936,9
g =	3%							
TV								1.865.230,3
Discounted TV	232.435,9							232.435,9
FFC + TV	1.075.522,4							
Equity Value	1.075.522,4							
(+) Non operating Assets	38.633,0							
Equity Value	1.114.155,44							
(-) Non operating Assets	(38.633,0)							
(+) Financial Debt	210.282,3							
Enterprise Value	1.285.804,8							
Equity	1.075.522,4	1.203.878,5	1.342.194,7	1.485.262,9	1.610.266,9	1.721.267,6	1.810.903,2	1.865.230,3
Debt	210.282,35	235.378,08	262.421,16	290.393,35	314.833,69	336.536,16	354.061,40	364.683,24
VL	1.285.804,8	1.439.256,6	1.604.615,8	1.775.656,2	1.925.100,6	2.057.803,8	2.164.964,6	2.229.913,6

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia Estimación de Valor de Mercado en AR\$ '000 - (APV)

Períodos de descuento		1	2	3	4	5	6	7
Concepto		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCF (Nominal)		344.059,1	268.636,0	306.933,5	377.316,2	436.051,8	500.800,2	574.671,9
FF (discounted)	902.702,1	243.941,3	144.308,6	125.293,8	117.158,7	103.090,1	90.147,4	78.762,3
g =	3%							
TV								2.088.761,9
Discounted TV	286.277,7							286.277,7
FFC + TV	1.188.979,8							
Enterprise Value (u)	1.188.979,8							

Vu	1.188.979,8	1.332.899,2	1.490.590,0	1.654.622,9	1.797.964,0	1.925.357,1	2.027.924,2	2.088.761,9
----	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Tax Shield (Nominal)		30.206,3	26.349,9	29.020,1	31.982,2	34.531,8	36.912,2	38.834,4
Tax Shield (discounted)	77.479,3	21.416,5	14.154,9	11.846,3	9.930,6	8.163,9	6.644,4	5.322,5
Terminal Value								141.151,7
Discounted TV	19.345,7							19.345,7
TS + TV	96.825,0							
Tax Shield Value	96.825,0							

Enterprise Value (levered)	1.285.804,8
-----------------------------------	--------------------

(+) Non operating Assets	38.633,0
(-) Financial Debt	-210.282,35

Equity Value	1.114.155,44
---------------------	---------------------

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia

Historical and Projected Ratios

Período	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Profitability Ratios									
Gross Margin	30,1%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%	30,4%
EBITDA Margin	4,8%	4,2%	5,3%	4,9%	4,9%	5,0%	5,0%	5,1%	5,1%
EBIT Margin (operating margin)	3,8%	3,2%	4,6%	4,3%	4,4%	4,8%	4,9%	4,9%	5,0%
Net Margin	2,5%	2,2%	2,6%	2,5%	2,6%	2,9%	2,9%	3,0%	3,0%
ROA	12,7%	11,5%	16,3%	15,0%	15,2%	16,1%	16,0%	15,9%	15,8%
ROE	17,5%	17,0%	22,3%	20,8%	20,5%	21,1%	20,3%	19,6%	19,1%
Equity Turnover	7,00x	7,82x	8,68x	8,26x	7,88x	7,38x	6,97x	6,61x	6,30x
Efficiency Ratios									
Assets Turnover	3,35x	3,55x	3,55x	3,48x	3,43x	3,35x	3,28x	3,22x	3,17x
Inventory turnover	7,73x	7,42x	7,42x	7,42x	7,42x	7,42x	7,42x	7,42x	7,42x
Receivables turnover	27,87x	25,98x	24,58x						
# of days Sales in Receivables	11	12	12	12	12	12	12	12	12
# of days Cost of Sales in Inventory	47	49	49	49	49	49	49	49	49
# of days cash-based expenses in payables	37	38	45	45	45	45	45	45	45
Liquidity Ratios									
Current Ratio	0,93x	1,00x	1,09x	1,21x	1,31x	1,42x	1,53x	1,62x	1,72x
Quick Ratio	0,31x	0,35x	0,52x	0,63x	0,74x	0,84x	0,94x	1,03x	1,12x
working Capital / Sales	1,3%	2,1%	0,4%	0,3%	0,3%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%
Working capital turnover	74,26x	47,60x	248,23x	297,70x	285,81x	263,47x	256,21x	249,58x	243,40x
Financial Ratios (leverage)									
Total Debt / Equity	23,2%	26,6%	24,5%	22,8%	21,0%	18,8%	16,7%	14,7%	12,8%
Total Debt / Asssets	11,1%	12,1%	10,0%	9,6%	9,1%	8,5%	7,9%	7,2%	6,4%
Interest Cover ratio	12,7x	13,5x	8,5x	11,1x	11,6x	12,1x	12,9x	13,8x	15,0x
Total coverage Ratio	0,20x	0,17x	0,20x	0,21x	0,21x	0,22x	0,24x	0,25x	0,28x
Deuda/Deuda+Equity	18,81%	21,04%	19,69%	18,54%	17,36%	15,83%	14,34%	12,85%	11,33%
Deuda/EBITDA	0,68x	0,81x	0,54x	0,56x	0,54x	0,51x	0,48x	0,44x	0,39x
Historical and Projected CAPEX									
Capex	108454,7	130978,9	56449,6	55106,2	56623,5	22663,0	23353,4	24060,6	24767,8
	1000								
Other Measures									
Average interest rate	<u>11.54%</u>	<u>9.12%</u>	<u>21.88%</u>	<u>16.06%</u>	<u>15.92%</u>	<u>16.17%</u>	<u>16.31%</u>	<u>16.57%</u>	<u>16.93%</u>
Interest expense	18.100,4	19.177,0	51.494,8	42.140,3	46.239,8	50.895,9	54.884,4	58.667,8	61.722,9
Total interest-bearing debt ending last y	156.883,3	210.282,3	235.378,1	262.421,2	290.393,3	314.833,7	336.536,2	354.061,4	364.683,2
Average tax rate	32%	31%	35%	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Income tax expense	56.586,3	61.527,6	115.496,2	129.086,8	152.390,9	190.103,8	219.796,1	253.961,2	293.398,2
Earnings before taxes	175.012,0	195.732,9	329.989,0	368.819,3	435.402,5	543.153,8	627.989,0	725.603,4	838.280,5