



10 de Diciembre, 2010

RIGOLLEAU S.A.

RIGO/MERVAL

Continuing Coverage: No siempre es soplar y hacer botellas.

Recommendation: Market hold.

Price: AR\$ 27,00

Merval: 3390,87

Merval25: 3434,09

- Se espera un crecimiento del PBI Argentino del 5,1%, con una inflación de precios del 27% para el año 2011, para los años siguientes se estima que el gobierno entrante mantenga el ritmo de crecimiento moderando la inflación.
- Mantiene un crecimiento de ventas en relación con el PBI a través del consumo de bebidas, en particular el de la industria cervecera.
- Luego de 2 años de pérdidas de márgenes de 22% en el 2008 y 17% en el 2009, en el 2010 se evidencia un crecimiento de las ventas con recupero de márgenes al 24%, proyectamos una mejora de 2% más para el próximo año y un 1% para los siguientes años. Esto es posible por la factibilidad de trasladar el incremento de los precios.
- Acción ilíquida, promedio diario 300 #A
- Precio de la acción para 2011 AR\$32,00

Valuation AR\$	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E
EPS	1,30	2,63	4,04	5,38	7,14
P/E	14,75	8,44	7,92	8,38	8,36
CFPS	2,50	4,90	7,15	9,61	12,42
P/CFPS	7,67	4,53	4,47	4,70	4,81

Market Capitalization AR\$		Stock Data	
Equity Market Cap (MM)	652,78	52 week range:	17,30 – 27,00
Enterprise Value (MM)	595,73	12-Month Stock Performance	31,71 %
Shares Outstanding (MM)	24,18	Book Value Per Share	10,06
Estimated Float (MM)	6,30	Beta	0,80
Daily Volume (#A)	300		

Company Overview

Location: Berazategui, Prov de Buenos Aires, Argentina

Industry: Fabricación de Vidrio

Description: Rigolleau es líder en Argentina en la fabricación de botellas, productos de bazar, y envases de vidrio para la industria farmacéutica.

Key products: botella de cerveza

Company web site: www.rigolleau.com.ar

Analysts:

Patricio Sosa Gallardo

Eric Walter Bosch

Rodrigo Diorio

Investment Research Manager:

Mariano Merlo

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)

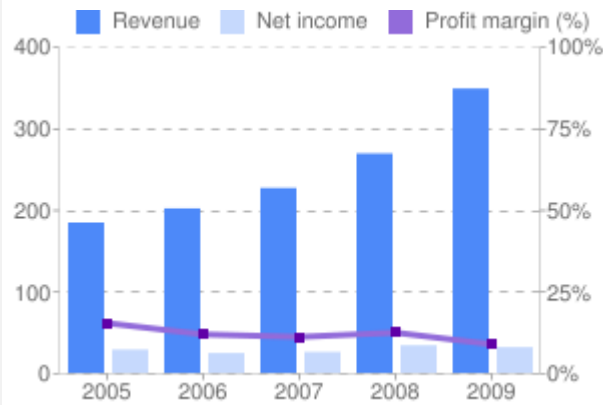
STOCK PRICE PERFORMANCE

Figure 1: 5-year Stock price performance



Fuente: Yahoo finance

INVESTMENT SUMMARY



Fuente: Google finance

El panorama del país para el 2011 continúa en recuperación, con crecimiento del PBI del 5,1% aunque con una inflación lejos de estar controlada del orden del 27%.

El consumo de bebidas alcohólicas (cervezas, aperitivos y espirituosas) tiene un crecimiento proyectado según fuente del INDEC del 3,9%, sumado a la posibilidad de trasladar la inflación y a la relación con el PBI, se proyectó un crecimiento de las ventas de la empresa en un 37%. Se espera que en el año 2011, un EBITDA del 26%,

INVESTMENT THESIS	<p>Las variables económicas del país son el motor del mercado, las ventas están relacionadas al crecimiento del PBI, se proyecta un crecimiento del 5,1% para el 2011 y un 3,9% para el 2012.</p> <p>Las ganancias futuras de Rigolleau dependerán en gran medida de su capacidad de recuperación de precios en términos reales, siendo del 1% en el 2010 y proyectado para 2011 del 3%, durante los últimos años la empresa estuvo perdiendo rentabilidad, la que recuperó en este año. Estimamos es que la misma mantendrá un nivel de precios real sin perder posiciones frente a la inflación.</p> <p>Un dato importante es que la empresa tiene aproximadamente el 9% del market share de toda la industria del vidrio, lo que hace suponer que al segmentar el mercado y al centrarse en el de envases de vidrio se trata de un market share mucho más alto.</p> <p>Por otro lado el control del capital de trabajo toma especial importancia en este tipo de industrias, durante la proyección se mantuvieron controlados el stock y los días de cobro frente a los días de pago.</p> <p>La acción está “<i>Hold</i>”: aunque presenta gran iliquidez en el mercado, sus balances y las proyecciones reflejan un valor estimado similar al que percibe el mercado. Es una empresa líder en la industria de envases de vidrios para cervezas, permitiéndolo trasladar el aumento de los precios y acompañar el crecimiento del PBI esperado.</p>
<i>Opportunities</i>	<p>Es una empresa muy innovadora dentro del rubro, posee un alto market share. La industria del vidrio tiene una amplia ventaja en el reciclado de material, lo que debería ser explotado a futuro y sería un factor que la afiance como un material ecológico.</p>
<i>Threats</i>	<p>En la industria del packaging siempre hay un riesgo latente de ser sustituido, aunque notamos un mercado muy firme, hubo un gran aumento en los precios del PET y del aluminio, lo que allana el camino para el vidrio.</p> <p>Años atrás se reflejaba un bajo poder de negociación por lo que los precios no mantenían relación con la inflación, no estaba transfiriendo los costos al precio del producto, para este periodo ya se experimentan evidentes mejorías las que suponemos se mantendrán.</p>
VALUATION	<p>Se proyecta un precio de \$32,00 para el año 2011 calculado con el discounted cash flow al 100% como método de valuación.</p>

<p><i>Relative Multiple Method: Price/Earnings Per Share</i></p>	<p>El price/earning per share es de 9,56x, en el caso de empresas comparables como Vidrala (compañía española) por su semejanza a Rigolleau en su estructura patrimonial y tamaño, a pesar de desarrollarse en un mercado geográfico distinto, arroja un valor de 9,3x, Por este método el precio de la acción al 2011 es de \$29,53</p>																																																																																								
<p><i>Discounted Cash Flow Method</i></p>	<p>Para llegar al precio objetivo de \$ 32,00 se proyectó el free cash flow descontado a su tasa respectiva.</p> <p>Para el cálculo del WACC, se utilizó el Beta de la industria del packaging (Damodaran), que tiene un valor de 0,8, teniendo en cuenta también el riesgo por tamaño (4%) y del país (5%). El valor de costo promedio de capital es del 44%, se llegan a estos valores debido al riesgo país y a la inflación de precios principalmente.</p> <p>Para el cálculo del valor terminal se estimó una perpetuidad nominal del 6%, incluyendo en este valor el crecimiento y la inflación.</p> <table border="1" data-bbox="638 936 1449 1323"> <thead> <tr> <th colspan="8">SENSIBILIDAD DEL VAN TOTAL AL WACC Y AL g</th> </tr> <tr> <th>\$ 32,00</th> <th>0%</th> <th>1%</th> <th>2%</th> <th>3%</th> <th>4%</th> <th>5%</th> <th>6%</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>-20%</td> <td>36,5</td> <td>37,9</td> <td>39,5</td> <td>41,3</td> <td>43,3</td> <td>45,8</td> <td>48,7</td> </tr> <tr> <td>-15%</td> <td>33,5</td> <td>34,7</td> <td>35,9</td> <td>37,4</td> <td>39,1</td> <td>41,0</td> <td>43,3</td> </tr> <tr> <td>-10%</td> <td>30,9</td> <td>31,8</td> <td>32,9</td> <td>34,1</td> <td>35,5</td> <td>37,0</td> <td>38,8</td> </tr> <tr> <td>-5%</td> <td>28,6</td> <td>29,4</td> <td>30,3</td> <td>31,3</td> <td>32,4</td> <td>33,7</td> <td>35,1</td> </tr> <tr> <td>0%</td> <td>26,6</td> <td>27,2</td> <td>28,0</td> <td>28,8</td> <td>29,8</td> <td>30,8</td> <td>32,0</td> </tr> <tr> <td>5%</td> <td>24,8</td> <td>25,3</td> <td>26,0</td> <td>26,7</td> <td>27,5</td> <td>28,3</td> <td>29,3</td> </tr> <tr> <td>10%</td> <td>23,2</td> <td>23,7</td> <td>24,2</td> <td>24,8</td> <td>25,5</td> <td>26,2</td> <td>27,0</td> </tr> <tr> <td>15%</td> <td>21,8</td> <td>22,2</td> <td>22,6</td> <td>23,2</td> <td>23,7</td> <td>24,3</td> <td>25,0</td> </tr> <tr> <td>20%</td> <td>20,5</td> <td>20,8</td> <td>21,2</td> <td>21,7</td> <td>22,2</td> <td>22,7</td> <td>23,3</td> </tr> </tbody> </table>	SENSIBILIDAD DEL VAN TOTAL AL WACC Y AL g								\$ 32,00	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	-20%	36,5	37,9	39,5	41,3	43,3	45,8	48,7	-15%	33,5	34,7	35,9	37,4	39,1	41,0	43,3	-10%	30,9	31,8	32,9	34,1	35,5	37,0	38,8	-5%	28,6	29,4	30,3	31,3	32,4	33,7	35,1	0%	26,6	27,2	28,0	28,8	29,8	30,8	32,0	5%	24,8	25,3	26,0	26,7	27,5	28,3	29,3	10%	23,2	23,7	24,2	24,8	25,5	26,2	27,0	15%	21,8	22,2	22,6	23,2	23,7	24,3	25,0	20%	20,5	20,8	21,2	21,7	22,2	22,7	23,3
SENSIBILIDAD DEL VAN TOTAL AL WACC Y AL g																																																																																									
\$ 32,00	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%																																																																																		
-20%	36,5	37,9	39,5	41,3	43,3	45,8	48,7																																																																																		
-15%	33,5	34,7	35,9	37,4	39,1	41,0	43,3																																																																																		
-10%	30,9	31,8	32,9	34,1	35,5	37,0	38,8																																																																																		
-5%	28,6	29,4	30,3	31,3	32,4	33,7	35,1																																																																																		
0%	26,6	27,2	28,0	28,8	29,8	30,8	32,0																																																																																		
5%	24,8	25,3	26,0	26,7	27,5	28,3	29,3																																																																																		
10%	23,2	23,7	24,2	24,8	25,5	26,2	27,0																																																																																		
15%	21,8	22,2	22,6	23,2	23,7	24,3	25,0																																																																																		
20%	20,5	20,8	21,2	21,7	22,2	22,7	23,3																																																																																		
<p>INDUSTRY ANALYSIS</p>	<p>Las expectativas de ventas de la empresa están determinadas a través del PBI, debido a la relación de esta última con el consumo de bebidas. Por ser una empresa líder de mercado se supuso mantiene el market share, en sus valores históricos de alrededor del 9% de la industria del vidrio.</p> <p>Por la industria y el entorno se puso especial atención en los costos por su especial relevancia; y la energía (Gas, Electricidad), los refractarios (insumos como el silicio) y la Mano de Obra más en segundo plano.</p> <p>Dentro de la industria del vidrio, en el rubro de envases de vidrio tiene un peso importante. Analizando este subsector, el 46,8% son microempresas, 31,5% son pequeñas, el 15,3 % son medianas y el 6,5% son grandes. Estas últimas, venden el 77,4% del total del sector e ingresan el 90,6% del impuesto determinado, mientras que las microempresas en su totalidad efectúan ventas por el 0,7 % del total del</p>																																																																																								


	<p>subsector.</p> <p>Los principales sustitutos son los compuestos plásticos y en menor medida los de diseño o combinados (cartón-metal) etc.</p> <p>La rentabilidad sobre activos promedio de las empresas argentinas es de 6,9%, mientras que la rentabilidad promedio del sector del vidrio es claramente superior, 13%, a su vez el ROA de Rigolleau alcanza el valor de 16% para este mismo periodo.</p>
<i>Suppliers</i>	<ul style="list-style-type: none">-Energía, es el principal y más estratégico insumo de esta industria, por los altos grados de fundición del material.-Refractarios, son los insumos propiamente, así también el vidrio recuperado.-Mano de Obra, cobra relevancia en los costos, el poder de negociación de sindicatos y la inflación son factores que potencian el peso de este componente.- Maquinaria, alto costo de adquisición aunque la empresa se encuentra a la vanguardia por el liderazgo tecnológico.

<i>Potential competitors</i>	<p>La empresa O-I (Owens Illinois) tiene un proyecto de fabricación de botellas de vidrio en Mendoza para abastecer la industria del vino. Éste se convierte en una amenaza para la empresa dado que, a pesar de no compartir, el mercado representa el desembarco de un gigante del rubro.</p> <p>Las barreras de entrada del sector para nuevos competidores son elevadas, principalmente al alto costo de inversión inicial sumado al Know How. También se requiere de una buena relación y sinergia con el rubro de bebidas.</p> <p>La empresa está claramente posicionada con una imagen de marca muy bien reconocida. En Argentina también se encuentra la empresa Rayen Cura de Saint Gobain, que fabrica envases para vinos, las mismas coexisten históricamente en el rubro cada una en su especialidad, aunque no deja de ser una amenaza.</p>
<i>Substitute products</i>	<p>Los principales sustitutos son los compuestos plásticos, envases PET y los envases de diseño. El vidrio se ha posicionando como un inerte higiénico para alimentos y fármacos, amigable con el medio ambiente, lo que le provee sustentabilidad en el mercado.</p> <p>Los envases de aluminio representan un sustituto para tener en cuenta aunque las expectativas del sector metalúrgico no auguran que se posicionen a precios competitivos.</p>
<i>Power of buyers</i>	<p>Gran parte de sus ingresos es por ventas a compañías cerveceras, en segundo término empresas de alimentos y farmacológicas, la mayoría de gran envergadura. No se tiene conocimiento de la existencia de un contrato firmado con alguna de ellas.</p> <p>La otra porción de ventas es de productos de bazar, dirigida a mayoristas, donde la empresa está ganando integración vertical.</p>
<i>Key Success factors</i>	<p>Para introducirse a esta industria hay que contar conjuntamente con el know how en el proceso productivo del vidrio y los contactos con los clientes del sector de bebidas, alimentos y fármacos, lo que representa una alta barrera de entrada. La empresa posee una tradición de calidad y responsabilidad lo que representa al cliente una garantía para la provisión de éstos insumos. Es importante la ubicación geográfica, la incidencia de flete en el tipo de producto es alta.</p>
<i>Competitors</i>	<p>La empresa no tiene competidores directos, aunque en el mercado de envases de vidrio se encuentran las empresas, Saint- Gobain Rayen Cura que es el principal productor de envases de vidrio del país. Este grupo tiene presencia en 47 países. Es pionero e innovador dentro del mercado.</p>

	<p>A su vez O-I, que es el fabricante de envases más grande del mundo, tiene fábricas en Brasil, Colombia, Perú, Ecuador y Venezuela tiene un proyecto de una planta de fabricación en Mendoza para envases de vino.</p>
COMPANY DESCRIPTION	<p>Rigolleau SA (RIGO / Merval) fabrica y comercializa botellas de vidrios para el sector cervecero argentino. Además produce vidrios para el hogar, cosméticos, y farmacéuticas. Tiene gran presencia en el mercado nacional aunque exporta en bajo volumen a algunos de sus productos a otros destinos en América del Sur y al Medio Oriente.</p>
<i>Products</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Botellas para cerveza e industria alimenticia - Vasos y platos (Bazar) - Envases para la industria farmaceutica
<i>Strategy</i>	<p>Es notable la búsqueda de la integración vertical, para un mayor control de los costos. La empresa hizo valer el poder de negociación que debería tener de acuerdo con su market share y su liderazgo en tecnología recién en este año.</p> <p>Trabaja en la innovación permanente, incorpora tecnología lo que fortalece el liderazgo en el mercado elevando la barrera de entrada. Los productos de bazar y los envases farmacológicos van cobrando peso en la oferta de la empresa.</p>
<i>Commercialization:</i>	<p>La empresa centraliza sus ventas en grandes clientes pertenecientes a la industria cervecera. No hay información pública de la existencia de contratos de provisión con las grandes empresas de bebidas, alimentos y farmacológicas. El sector bazar y envases farmacéuticos van ganando importancia en la facturación de la empresa, los esfuerzos comerciales son reforzados con la participación en eventos y exposiciones específicas. Toda la comercialización es Business to Business, no posee tiendas comerciales propias para la línea de bazar.</p>
MANAGEMENT PERFORMANCE AND BACKGROUND	<p>La compañía es controlada por la familia fundadora (propietaria), de lo que se puede valorar el conocimiento de la empresa y del mercado en el que se desempeñan, además de la vinculación del management con otras empresas proveedoras o clientes dentro de la cadena productiva, son parte de la integración productiva lograda por el grupo.</p>
<i>Board of Directors</i>	<ul style="list-style-type: none"> - Cattorini, Humberto Omar. Presidente. Cattorini Hnos S.A. Vicepresidente La Fe S.A. Presidente Don Humberto S.A. Vicepresidente Industrias Integrales del Vidrio S.A. Presidente

	<p>Nuevas Cristalerías Avellaneda S.A. Presidente</p> <p>- Cattorini, Enrique Francisco. Vicepresidente.</p> <p>Cattorini Hnos S.A. Director Titular Albacea S.A. Vicepresidente Industrias Integrales del Vidrio S.A. Vicepresidente Nuevas Cristalerías Avellaneda S.A. Vicepresidente</p> <p>- Sturla, Eduardo</p> <p>Vitrofar S.A. Presidente Amposan S.A. Director Titular Industrias Integrales del Vidrio S.A. Director Titular</p> <p>- Gustavo Eduardo Diez</p> <p>Cattorini Hnos S.A. Sindico Suplente Albacea S.A. Sindico Suplente Industrias Integrales del Vidrio S.A. Sindico Titular La Fe S.A. Sindico Titular Casa Los Mellizos S.A. Sindico Titular Vaspia S.A. Sindico Titular Terminiello S.A. Sindico Titular</p>
<p>SHAREHOLDER ANALYSIS</p>	<p>Hay gran relación e integración del directorio de las empresas vinculadas a Rigolleau.</p> <p>Analizando el poder de negociación sindical posiblemente sean los más beneficiados con las proyecciones logradas. Los clientes son líderes en cada uno de sus mercados lo que da sustento a Rigolleau.</p> <p>La industria del vidrio se encuentra observada por el Estado desde el punto de vista tributario, por los márgenes del sector y los impuestos a las ganancias reportados por las empresas que lo comprenden.</p>
<p>INVESTMENT RISKS</p>	<p>Las perspectivas de desarrollo del país son determinantes para el crecimiento de la empresa.</p> <p>La entrada de algunos de las empresas amenazantes es un riesgo a tener en cuenta, las mismas poseen Know how y capacidad de negociación.</p> <p>Desde el punto de vista de las materias primas, aún no hay una certeza en la provisión de combustibles, el país sufrió recurrentes crisis energéticas en los últimos años, no se tiene certeza de los precios de la energía.</p> <p>La empresa está logrando superar las pérdidas de márgenes causadas por la inflación en los precios de insumos, recuperando rentabilidad, lo que da la pauta que puede trasladar eventualmente movimientos de costos futuros.</p>

<p>HISTORICAL FINANCIAL PERFORMANCE AND PROJECTIONS.</p>	<p>De acuerdo al cuadro de cotización histórica la empresa viene en una escalada desde mediados de 2006, donde tuvo crecimiento de más del 380%, el sustento de esto es la reactivación del mercado interno de bebidas además de la ampliación de la oferta de la empresa a la línea de bazar.</p>
<p><i>Operating assumptions</i></p>	<p>Estimación de Ventas: Para estimar las ventas se usó el crecimiento de mercado relacionado con PBI, la inflación y el precio real, lo que es posible por ser una empresa de alto market share.</p> <p>Costos:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Costo de Mercadería: 70,89% de las ventas, consideramos una leve mejoría, está relacionada directamente con la recuperación de precio real. • Gastos de Administración: 2,7% de las ventas, se mantiene dentro del histórico de la empresa. • Gastos de Comercialización: se mantienen con respecto a las ventas, en un 4,18%.
<p><i>Investment assumptions</i></p>	<p>Para el CAPEX, durante el año 2008 hubo una inversión de ampliación con mejora en el proceso de vidrio, en el desarrollo del modelo de valuación se mantuvo el nivel de inversión histórico.</p>
<p><i>Working Capital</i></p>	<p>Hasta el 2009 la empresa tuvo excedente de caja, en el 2010 luego del pago de deuda financiera, estimamos una caja de 150 días de gastos administrativos y comerciales. Las cuentas a cobrar se mantienen en un histórico de 65 días mientras que las cuentas a pagar fueron proyectadas en 48 días de venta. El <i>Working Capital</i> tiene una disminución con respecto a las ventas, lo que manifiesta una optimización en los stocks, días de cobro y pago.</p>

<i>Financial assumptions</i>	<p>Financial Structure: Relativamente no existe deuda financiera, D/E= 3,5%, relación que se mantiene durante la proyección.</p>  <table border="1"><thead><tr><th>Period</th><th>Total debt</th><th>Total assets</th><th>Debt to assets (%)</th></tr></thead><tbody><tr><td>2009 Q3</td><td>~10</td><td>~290</td><td>~3.5%</td></tr><tr><td>2009 Q4</td><td>~10</td><td>~310</td><td>~3.2%</td></tr><tr><td>2010 Q1</td><td>~10</td><td>~300</td><td>~3.3%</td></tr><tr><td>2010 Q2</td><td>~10</td><td>~320</td><td>~3.1%</td></tr><tr><td>2010 Q3</td><td>~10</td><td>~320</td><td>~3.1%</td></tr></tbody></table>	Period	Total debt	Total assets	Debt to assets (%)	2009 Q3	~10	~290	~3.5%	2009 Q4	~10	~310	~3.2%	2010 Q1	~10	~300	~3.3%	2010 Q2	~10	~320	~3.1%	2010 Q3	~10	~320	~3.1%
Period	Total debt	Total assets	Debt to assets (%)																						
2009 Q3	~10	~290	~3.5%																						
2009 Q4	~10	~310	~3.2%																						
2010 Q1	~10	~300	~3.3%																						
2010 Q2	~10	~320	~3.1%																						
2010 Q3	~10	~320	~3.1%																						
<i>Taxes</i>	Impuesto a las ganancias 35%.																								

**SOURCES OF
INFORMATION**

www.ar.yahoo.finance.com

www.bolsar.com

www.rigolleau.com.ar

Para PBI, Inflación y premisas macroeconómicas: FMI, REM (BCRA), Economist intelligence unit, Buenos aires city.

www.consejo.org.ar/publicaciones/consejo/consejo1/bolsa.htm

www.glassglobal.com/news/el_vidrio_es_historia_y_produccion-7654.html

www.afip.gov.ar/genericos/informeSectorial/documentos/Vidrio.pdf (1)

http://www.lanacion.com.ar/nota.asp?nota_id=1245526

<http://cashflow88.com/decisiones/cige-II-2008.xls>

<http://papers.ssrn.com/abstract=1374104>

PROJECTED BALANCE SHEET IN AR\$ million
--

Rigolleau S.A.

	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
Total Asset	266	313	398	533	707	926	1.185
Current Assets	146	199	284	419	593	812	1.071
Cash and equivalents ST	22	40	87	149	246	383	565
Commercial receivable	52	89	107	147	189	234	276
Stocks	72	71	89	123	158	195	230
Non Current Assets	119	114	114	114	114	114	114
Fixed assets	119	114	114	114	114	114	114
Total Liabilities	67	90	111	148	187	227	262
Current Liabilities	55	73	86	118	151	185	217
Accounts Payable	28	44	53	71	90	110	127
Fiscal liabilities	9	13	19	28	38	49	60
Social liabilities	9	11	13	17	20	23	26
Non Current Liabilities	12	17	25	30	36	42	46
Financial debt and Corporate							
Bonds	4	8	16	21	27	32	37
Provisions	1	3	3	3	3	3	3
Other liabilities	6	6	6	6	6	6	6
Equity	199	223	287	385	520	700	923
Social Capital	24	24	24	24	24	24	24
Capital adjustment	29	29	29	29	29	29	29
Legal Reserve	11	11	11	11	11	11	11
Other Reserve	5	31	31	31	31	31	31
Retained earnings	130	128	128	191	289	425	604
Income /loss			64	98	136	180	223
Liabilites + Equity	266	313	398	533	707	926	1.185

PROJECTED INCOME STATEMENT IN ARS' million

Period	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
Sales income	269	348	485	667	857	1.061
COGS	-189	-262	-333	-448	-566	-689
Gross Income	79	86	152	219	291	372
Gross Income Margin	30%	25%	31%	33%	34%	35%
Operating Expenses	-19	-26	-34	-46	-58	-72
Administration Expenses	-8	-10	-13	-18	-23	-28
Commercialization Expenses	-11	-16	-21	-28	-36	-44
EBITDA	60	61	118	173	232	300
EBITDA margin	22%	17%	24%	26%	27%	28%
Fixed assets amortization	-16	-16	-16	-17	-17	-18
EBIT	44	44	102	156	215	283
EBIT margin	16%	13%	21%	23%	25%	27%
Financial effects	9	7	-4	-6	-6	-7
Generated by Assets	12	11				
Generated by Liabilities	-3	-3	-4	-6	-6	-7
Other income/expenses		-2				
EBT	54	50	98	150	209	276
Income Tax	-20	-18	-34	-53	-73	-97
Net Income / Lose	34	31	64	98	136	180

PROJECTED CASH FLOW IN AR\$ million
--

Concept	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
EBIT	102	156	215	283	349	420	487
(+) Amortization/ depreciation	16	17	17	18	18	19	19
(+/-) Δ Working Capital	10	-43	-45	-49	-47	-49	-47
(-) CAPEX	-16	-17	-17	-18	-18	-19	-19
(-) Tax on EBIT	-36	-55	-75	-99	-122	-147	-171
Free Cash Flow	77	59	95	135	180	224	270
(+) Tax shield	2	2	2	2	2	2	2
Capitl Cash Flow	78	61	97	137	182	226	272
(+/-) ΔFinancial Debt	3	6	6	5	4	4	2
(-) Interests	-4	-6	-6	-7	-6	-6	-6
Equity Cash Flow	77	61	96	136	180	223	269
Initial Cash	7	84	145	241	377	557	781
Accumulated Cash	84	145	241	377	557	781	1.049

COMPANY VALUATION IN AR\$ million AS OF (28 Noviembre 2011)
--

Concepto	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	
VL	542	705	968	1.230	1.477	1.671	1.831	1.941
D/(D+E)	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%	2,2%
Debt (mq)	12	16	21	27	32	37	40	43
(+) Non operating assets	7	84	145	241	377	557	781	1.049
Equity Value	536	774	1.091	1.444	1.822	2.191	2.571	2.947

Cantidad de Acciones

24

Valor por acción	22,2	32,0	45,1	59,7	75,3	90,6	106,3	121,9
-------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	--------------	--------------