

20 de Marzo de 2009

Instituto Rosenbusch

ROSE/Merval

Reporte Inicial: resultados fundamentados en la innovación y en la experimentación

Recomendación: Outperforming

Precio: \$1,25
MERVAL: 1.082,36
MERVAL 25: 1.062,00
BURCAP 3.815,95

- La carne trazada es su principal ventaja competitiva.
- Apertura de nuevos mercados por diferenciación de productos.
- Falta de inversión en I&D, fuerza competitiva de la industria Veterinaria.
- Alto riesgo por las decisiones del Gobierno Nacional. Mercado regulado.
- Nuestro precio objetivo en los próximos 12 meses es \$0,68

Valuación	2007 A	2008 E	2009 E	2010 E	2011 E	2012 E	2013 E
EPS	0.06	-0.05	-0.08	-0.03	0.03	0.08	0.11
P/E	41.64	-13.68	-8.65	-22.82	25.14	8.67	6.44
CFPS	0.16	0.04	-0.05	-0.01	0.02	0.06	0.12
P/CFPS	16.05	16.04	-14.80	-66.30	28.35	10.70	5.64

Capitalización de Mercado	Datos de la Bolsa
Patrimonio Neto Cap.	71.158.531
Valor de la Empresa	90.668.101
Acciones Emitidas	37.007.388
Acciones Negociables	8.400.000
Promedio Movil Diario del Volumen:	ND
Free Float	12,40 MM
	Rango de 52 semanas
	Performance últimos 12 meses
	Tasa de Dividendos (último ejercicio)
	Valor Libro de La Acción
	Beta / Merval

Datos de la compañía: Instituto Rosenbusch SA

Ubicación: San José 1481 Buenos Aires, Argentina

Industria: Primaria, Sanidad Animal y Agricultura.

Descripción: Instituto Rosenbusch SA es una compañía Argentina dedicada a la **producción y venta de productos veterinarios**, así como **abastecedor de carne**. La compañía se **estructura** en tres áreas: **producción, comercialización, y administración y finanzas**. El instituto tiene también un **departamento de diagnóstico y departamento de la carne vacuna trazada**.

Entre **los productos veterinarios**, desarrolla y comercializa productos farmacológicos para grandes y pequeños animales (entre ellos productos antibióticos, antisépticos, antimicóticos, antiparasitarios, vitamínicos, mineralizantes y demás), y **productos biológicos** para grandes y pequeños animales (entre ellos vacunas antitetánicas, antirrábicas, etc.). Además, el Instituto **fabrica virutas electrónicas** para la identificación para ayudar en la supervisión de animales y **carnes trazadas**.

Principales productos y/o servicios: - Producción y Comercialización de Productos Veterinarios; - Matarife y abastecedor de carnes.

Analistas:

Astrid Quaglia

Alex Aizenberg

Daniel Falkowski

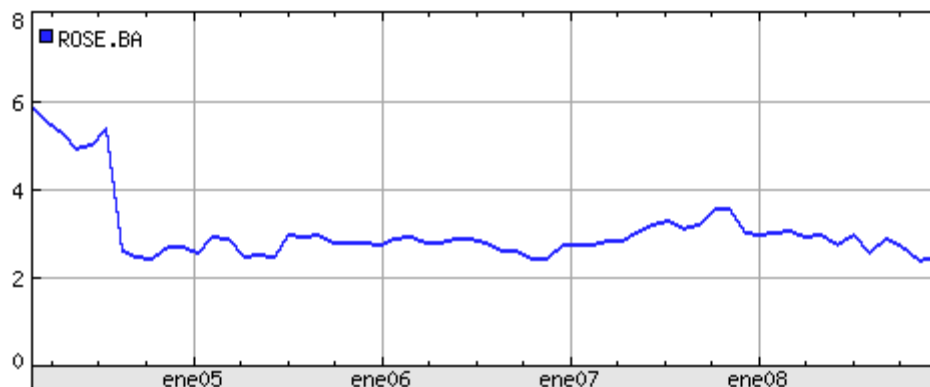
Rubén Kriskovich

Tutor de la Investigación

Mariano Merlo

EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN.

Figura 1: Evolución del precio y el volumen en los últimos 5 años



RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Creemos que la **acción de Instituto Rosenbusch no se encuentra bien valuada** por el mercado a causa de la poca liquidez que tiene la misma y las pocas operaciones en monto y cantidad se encontraría implícitamente protegida por los tenedores de las mismas. Debido al contexto nacional e internacional, el valor de la acción debería de mantenerse o caer aún más. **Determinamos el valor de \$0,68 la acción utilizando el método de DCF.** Para las previsiones de las ventas se analizó el negocio del Instituto, ya que posee dos productos bien diferenciados, el cárnico y el de productos veterinarios. Para los **productos cárnicos se trabajó con un escenario de crecimiento** a partir del año 2009, mientras que para los **productos veterinarios** la tasa de crecimiento fue menor debido a **falta de ventajas competitivas sostenibles en el mediano plazo.**

TESIS DE INVERSIÓN

Nuestro precio objetivo de \$0,68 es sustentable por los siguientes factores:

Con un consumo en franco declive, en un mundo que marcadamente ha ingresado en épocas de recesión, es **esperable reducciones significativas en las ventas de la empresa**, tanto locales como hacia el exterior. En relación con las ventas del año 2008, se han estimado valores en función del avance conocido al mes de septiembre de 2008. A partir del año 2009, y considerando la intención de la empresa de dar un impulso a sus mercados de Uruguay y Brasil, consideramos una venta en dólares similar a la del año 2008. En **cuanto al mercado local de carnes, y en función de la fuerte reducción registrada en 2008** (hasta Septiembre), **consideramos poco probable una reducción adicional** de dicha venta, aunque con un precio superior en la cifra prevista por algunos analistas para la **inflación de dicho año (14%)**. En cuanto al **tipo de cambio promedio de 2009**, adoptamos para un promedio de \$4 por dólar. **A partir del año 2010, supondremos un aumento de la venta, similar a la ocurrida en 2003 respecto del 2002**, en función de ser el año del Bicentenario, en el que es esperable una mejora en el

nivel de la actividad, motivado por acuerdos sectoriales y generales que seguramente impulsará el gobierno (22%). **Al mismo tiempo, la salida de la crisis mundial, que esperamos se empiece a vislumbrar a partir de 2010, mejorará el nivel de ventas al exterior, en divisas.** Consideramos **un aumento en divisas del orden del 20% para el año 2010.** Entre **2011 y 2013, suponemos posible un aumento promedio del 2% en las ventas del mercado interno.** En relación con el externo, se suponen aumentos mayores de la venta en unidades al mercado externo, para el último de esos años (5% anual). El tipo de cambio supuesto, se ajusta para este cálculo en un 12% anual. La inflación interna se calcula a esa misma tasa (12%). En cuanto a la venta de los demás productos de la empresa, se supone un crecimiento a igual tasa que la considerada para el mercadeo de carnes, a partir de 2008. La ventaja que supone poseer la carne trazada es de vital importancia, ya que permite penetrar en mercados selectos en los cuales hoy solo puede ingresar a través de la cuota Hilton.

VALUACIÓN DE LA EMPRESA

El valor de la acción objetivo dentro de los próximos 12 meses lo hallamos utilizando el descuento de flujos de fondos

Ponderaciones de los Métodos de Valuación			
Ponderación	Método	Target Price	Pond. X T.P.
80%	DCF	0.68	0.5440
20%	P/E	2.60	0.5200
			1.0640

Discounting Cash Flow

Calculamos el valor de la empresa utilizando el descuento de flujos de fondos libres, con la WACC compuesta y adaptada al CAPM. El valor de la WACC si bien es alto, refleja de manera contundente los riesgos de operar en la Argentina. El resultado obtenido con el DCF es de un valor de la acción cercano a los \$0.68, que consideremos normal teniendo en cuenta que el mismo se encuentra dentro del rango de cotización de las últimas 52 semanas. A esta valuación le asignamos una ponderación del 80% del valor objetivo para la acción en los próximos 12 meses.

Relative / Price Earnings Ratio

En la valuación relativa de la empresa a través de múltiplos, hemos optado por utilizar solo el P/E debido a la falta de datos de empresas comparables. Hemos tomado como base el último año de operaciones para poder llegar a un valor de la acción que mantenga constante al menos el EPS logrado en el 2007, cuyo año fue normal en el desenvolvimiento de las operaciones. Hay que tener en cuenta que la compañía no distribuye utilidades desde el ejercicio 2006 y que en marzo de 2008 realizó una oferta pública de 3 millones de acciones a un valor de \$1 cada una. En dicha oferta se suscribieron 2.286.355 acciones integrándose la suma de \$ 7.087.700,50.

Análisis de Escenarios Estimamos que la variable crítica de la valuación es el valor de las ventas de los productos cárnicos. Al respecto, ante un escenario pesimista de crecimiento nulo, el valor de la acción cae a \$2,26 con lo cual sostenemos que el valor objetivo de la acción es sustentable.

ANÁLISIS INDUSTRIAL

Instituto Rosenbusch S.A. tiene dos mercados claves en los que opera, el cárnico y el de productos veterinarios.

Mercado Cárnico

Respecto al sector **cárnico** podemos concluir que el **mercado interno** se encuentra influenciado por la **evolución del consumo doméstico, el desempleo, el poder adquisitivo de la población y el control de precios**. El **mercado internacional** depende del **contexto del comercio internacional, del status sanitario que detente el país y, de manera creciente, de las regulaciones vigentes en torno a la industria**. **Existiendo las medidas regulatorias tomadas por el Gobierno.**

Estructura de Costos La competitividad a nivel internacional puede determinarse a través del análisis de su estructura de costos. Estos pueden dividirse en tres rubros principales:

- materia prima (precio de los animales)
- proceso (incluyen el costo laboral, insumos y embalaje, servicios e impuestos),
- transporte

Fuerza de los proveedores Esta influencia no es significativa, ya que los establecimientos que proveen de la materia prima son los productores ganaderos de hacienda gorda, y más del 60% del mercado se realiza por colocación directa.

El rodeo promedio es de alrededor de 150 cabezas. La distribución de acuerdo a la propiedad es la siguiente: entre 1 y 100 cabezas se encuentra al 60% de los productores; entre 100 y 500 al 30% y con más de 500 al 10% restante. Si bien el rodeo promedio es de dimensiones considerables, no es demasiado en comparación al nivel de los frigoríficos. A pesar de esto los productores tienen otras formas de contrarrestar la fuerza de los frigoríficos como por ejemplo la utilización de mercados concentradores o los acuerdos cooperativos.

Sin embargo, los productores tienen más fuerza cuando el mercado de la hacienda es más competitivo en la región en la cual está situada la planta frigorífica y/o la oferta de ganado es limitada. Particularmente los frigoríficos pequeños pueden tener problemas a la hora de tener que traer ganado de regiones lejanas. El factor geográfico es esencial, tanto para los productores como para los frigoríficos ya que las grandes distancias

no sólo elevan el costo del transporte sino también la probabilidad de muerte, la pérdida de peso y el stress del animal.

Los frigoríficos, como oferentes, enfrentan al mercado como un conjunto. La fortaleza de su postura se determina en relación con la diversidad de fuentes que los compradores posean para aprovisionarse. Los vendedores minoristas están afirmando su posición como consecuencia de la concentración, centran sus estrategias de compra en la unificación como forma de aprovechar la economía de escala en el proceso de compra. La demanda de carne para productos procesados y listos para servir está en ascenso y el negocio de servicios de comida está ganando relevancia.

Productos Sustitutos La gran cantidad de sustitutos para la carne vacuna existentes en el mercado reduce el atractivo de esta industria. El consumo de carne vacuna está nivelado y ésta enfrenta la competencia de otras carnes, sobretodo en término de precios y conducta del consumidor. Aun cuando estos hechos afectan a la totalidad de la industria cárnica, las consecuencias para las empresas dedicadas a la distribución y al procesamiento final son menores en tanto utilizan diferentes tipos de carne.

Los sustitutos como el pollo, los huevos, el cerdo, etc. afectan en forma importante el negocio a nivel internacional. En Argentina, se presentan ciertas acepciones a este comportamiento, ya que los productos sustitutos son prácticamente insignificantes y si bien el consumo de alimentos a base de soja en el mercado interno se ha incrementado, claramente no es un producto sustituto. Pensando en el pollo como el más apropiado, se ve que el incremento del precio de la carne se incrementa, no se cambia o sustituye la carne vacuna por pollo. No existe correlación entre estas variables.

El mercado tradicional en Argentina, se abastece mediante la venta de productos tipo commodity. El Instituto busca estratégicamente una diferenciación enfocada a un nicho de mercado de alto valor.

Fuerza de los Compradores Las grandes cadenas tienen un alto poder de negociación, sin embargo la creación de una marca y de un sello de calidad que identifiquen los consumidores y los acuerdos comerciales lo pueden mitigar.

La rivalidad es la fuerza que más afecta los precios y el negocio; es alta por el número de competidores y sus diversas características, incluyendo la informalidad, pero se puede mitigar mediante las normas y el cumplimiento de las regulaciones por parte de las autoridades.

Barreras de Ingreso **Las barreras al ingreso de nuevos competidores tienden, en esta industria, a ser leves en los mercados existentes. La faena básica es una actividad sin muchos atractivos debido a sus bajos márgenes, a la limitada posibilidad de agregar valor y al riesgo de la sobrecapacidad.**

En consecuencia, **no existen grandes incentivos para ingresar en el negocio** teniendo en cuenta los esfuerzos requeridos: construir una planta de faena, organizar la provisión de animales y la distribución de la carne. Sin embargo, en algunos casos pueden aumentarse levemente los **márgenes con una provisión de animales segura y regular y ciertos conocimientos tecnológicos.**

En contraste, la **actividad de procesado se caracteriza por tener márgenes lo suficientemente altos como para atraer nuevos participantes**, especialmente cuando en los eslabones finales de la cadena se desea tener una logística organizada que englobe el negocio total de la carne.

El mercado internacional de carne bovina posee un alto nivel de protección, a través de barreras tarifarias y no tarifarias. Entre las primeras, se incluyen las tarifas específicas y ad-valorem. Dentro de las barreras no arancelarias deben considerarse las cuotas de importación, además de las diferentes medidas sanitarias y obstáculos técnicos al comercio (etiquetado, trazabilidad, envases).

Sin embargo, **las barreras no tarifarias**, que involucran aspectos de protección a la salud humana y animal, caracterizan el comercio internacional de carnes. La principal barrera sanitaria es la presencia de la enfermedad de fiebre aftosa. Los países libres de la enfermedad prohíben la importación de carne fresca refrigerada o congelada (no así de carne cocida o termo procesada) de países donde la misma se presenta en forma endémica o esporádica. En este contexto, USA, Canadá y Japón adoptan el criterio de riesgo cero, mientras que la UE aplica el riesgo mínimo, admitiendo bajo determinadas condiciones la entrada de carne sin hueso (enfriada y congelada) de países con aftosa.

Grado de concentración de la industria **La faena está caracterizada ser altamente atomizada y el de exportación conocido por su “alta concentración”.**

Por otro lado, al analizar la participación de las plantas faenadoras, 17 efectúan el 25% de la faena, 44 el 50% y el 75% lo efectúan 92 plantas habilitadas.

Formación de precios Precios Internacionales

En los mercados internacionales, no existe un mercado que se pueda tomar con el referente, sino los precios surgen en función de la oferta y demanda. La paridad teórica de exportación, se toma como se toma como indicador el valor de la tonelada equivalente res con hueso en dólares FOB.

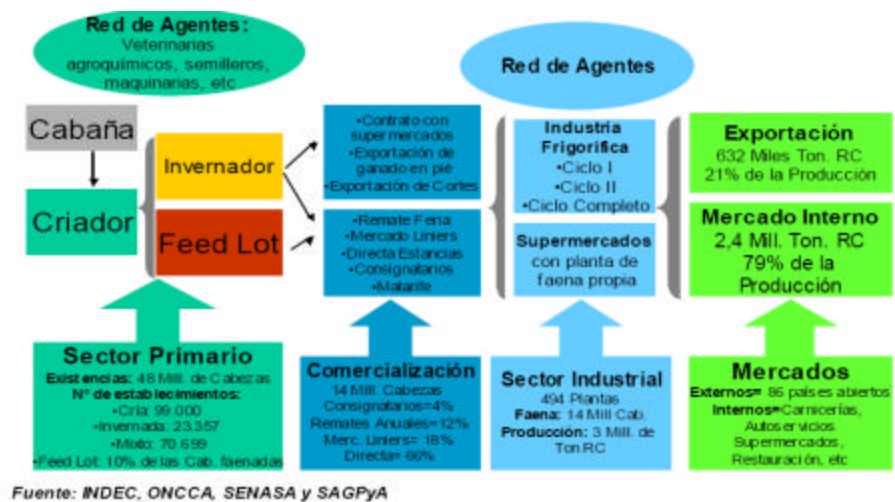
Precios internos

La Comercialización Primaria se realiza en dos sub-estadios de la producción de hacienda:

- o Venta de hacienda para engorde: de los establecimientos de cría se vende hacia el eslabón siguiente: Invernada y Feedlot. (por medio de contratos, por medio de mercado, directamente, en remates – ferias)
- o Venta de hacienda para faena: de los establecimientos de Invernada y Feedlot hacia la industria, supermercados, etc.

Los productores ganaderos de hacienda gorda con destino a faena tienen varios canales alternativos para colocar su producción, ya sea con intervención de agentes consignatarios, ventas directas a distintos destinos (frigoríficos para consumo, frigoríficos de exportación), gancheras (consignatarios directos), supermercados, matarifes-abastecedores o a mercados.

Estructura de la Cadena Cárnica



Funcionamiento del Sector Industrial La industria de la carne vacuna es considerada una industria mayoritariamente de desintegración ya que partiendo de una materia

prima básica se obtienen derivados de mayor o menor importancia relativa.

La Industria de la Carne se caracteriza por:

- la elevada heterogeneidad en el tamaño de las empresas,
- en los mercados a los que se dirigen,
- y en niveles tecnológicos asociados.

Canales de comercialización

Con relación a la comercialización de carnes, la misma se realiza en forma directa, tanto a los clientes del exterior como las ventas al mercado local.

Mercado Farmacéutico Veterinario

En el competitivo mercado veterinario argentino participan más de 100 empresas. Entre ellas se encuentran los principales laboratorios de medicina veterinaria del mundo.

Este mercado se caracteriza por una alta segmentación, donde no existen competidores con posiciones dominantes. La concentración principal se da entre los 11 primeros laboratorios, que agrupan alrededor del 85% del mercado total.

La industria está concentrada en un reducido conjunto de grandes corporaciones. Las características del producto, los esquemas de protección derivados de los regímenes de propiedad industrial y el papel determinante de las erogaciones en Investigación y Desarrollo (I&D) en la fuerza competitiva de las firmas, configuran un mercado de características oligopólicas donde la competencia se produce vía la diferenciación del producto (los esfuerzos para la imposición de la marca se llevan gran porción de los costos totales).

En los países desarrollados se concentra el grueso de los presupuestos en I&D, dando por resultado un grado igual de concentración en el número de nuevos descubrimientos o nuevas entidades químicas. Dado que la capacidad de lanzar nuevos productos al mercado, es decir, el ritmo de innovación, es determinante en la fuerza competitiva de las firmas, la concentración se reproduce en un círculo vicioso.

Por tanto no sólo las firmas más pequeñas están en desventaja en este proceso, sino que, además las firmas de mayor tamaño (inclusive con cierto grado de internacionalización) quedan rezagadas.

Factores de cambio en el mercado mundial

- Aumento del gasto en I&D para lanzamientos de nuevos productos

-
- Vencimiento de principales patentes e irrupción de genéricos
 - El gasto en I&D como motor de las fusiones y adquisiciones y sostenimiento de la dinámica de innovación, o sea ventaja tecnológica

Determinantes del mercado

- Alto nivel de madurez en los principales mercados geográficos y de productos
- Mayor presión sobre los márgenes de los principales productos impulsados principalmente por el aumento de la competencia en los mercados y la expiración de las patentes de productos clave, y el consiguiente aumento de la competencia genérica.
- Necesidad de Escala, con el fin de obtener una masa crítica suficiente para permitirse el gasto en I&D para entrar en la espiral ascendente virtuoso de más I&D de financiación y de mejores productos, mayores beneficios- más I&D de financiación, etc.
- Tecnología / producto adquisiciones - la necesidad de dinamizar las oportunidades y reducir el riesgo de dominar nichos.

Market Share por region mundial

Más de 2/3 de las ventas de productos para la sanidad animal se generan en América del Norte y Unión Europea, con los mercados en América del Sur, Sudeste Asiático y Australia.

La región de América del Norte es responsable de 34% del total de las ventas mundiales - una cifra equivalente 6.09 millones de dólares. Las tasas de crecimiento en ambos Canadá y México han sido desiguales desde el comienzo de la década, pero el mercado de Estados Unidos ha gozado de un período de fuerte crecimiento desde 2002, lo que refleja tanto la mejora de las condiciones en ese país de ganado y aves de corral y los mercados de continua expansión de producto de origen animal de compañía ventas.

El mercado de América del Sur cuenta con un 12% de participación de las ventas mundiales. La región está dominada por Brasil, que es responsable de alrededor del 50% de las ventas. El crecimiento ha sido impulsado por un período de estabilidad económica, una fuerte demanda interna para el ganado y producir un auge en el país del comercio de exportación de carne.

Empresas que lideran el Segmento

El mercado de Sanidad Animal está dominado por varios grandes y mega compañías farmacéuticas / químicas mundiales, o bien tienen distintas divisiones operativas o joint ventures que se centran en el segmento para animales. Las principales filiales de las industrias tienen sede en Estados

Unidos o Europa, como por ejemplo Pfizer, Bayer, Novartis, Schering-Plow.

En los últimos años el mercado fue impulsado por fusiones y adquisiciones de las multinacionales. El resultado neto de estas tendencias ha sido un período de rápidos cambios en la estructura y la propiedad de la industria de la salud de los animales.

Niveles de beneficios

- Los ingresos generados antes de impuestos de 9 de las 13 empresas más importantes fue de un poco más del 17% de las ventas. El margen operativo del sector están dentro del 13/21%.

A pesar de la tendencia al aumento de beneficios, la industria de la sanidad animal, plantea el hecho de que la falta de armonización de exigencias a nivel mundial en relación con los requisitos necesarios para el testeo y aprobación de nuevos productos puede estar frenando su expansión y, en algunos casos, hacer inviable el desarrollo de nuevos fármacos.

Estacionalidad

No se registra una estacionalidad en la utilización de la capacidad de planta instalada, dado que se compensan las mismas mediante producciones para la exportación a otras latitudes. No obstante, el vencimiento de los productos permite un acopio de los mismos sin riesgos mayores de caducidad, lo que permite una producción pareja sin sobresaltos.

Fuente y disponibilidad de materias primas

Las principales drogas se obtienen en el mercado externo a un precio y en volúmenes convenientes para nuestros niveles de producción, no existiendo en el último año, faltantes, ruptura de compromisos por parte de los proveedores, ni fluctuaciones considerables en los valores de las mismas. En el mercado local existe provisión suficiente de los restantes insumos y materiales, y a excepción de determinados rubros como los envases metálicos (los que no representan un insumo muy utilizado) no se han registrado variaciones en los precios que hagan prever una escalada en los valores.

Canales de comercialización

- La comercialización de específicos veterinarios en el mercado local, se realiza mediante vendedores que cubren distintas zonas geográficas que permite abarcar todo el país, contando con depositarios que permiten la entrega de nuestros productos en forma inmediata. Las ventas al exterior son canalizadas a través de la dirección de planta.

**DESCRIPCIÓN DE
LA EMPRESA**

El Instituto Rosenbusch S.A. es una empresa de capitales argentinos. Su historia comienza en 1917, en la Sociedad Rural Argentina (la entidad más representativa del poderío agropecuario del país). En 1924, ante un cambio de estructura en la Sociedad Rural, el Instituto quedó desvinculado, constituyéndose una sociedad comercial bajo el nombre Instituto de Biología Experimental a cuyo frente estaba el Dr. Francisco Rosenbusch, hijo de alemanes, que siendo veterinario dedicó su vida a la investigación de productos biológicos.

En 1946, el Instituto cambió su denominación por la de Instituto Rosenbusch S.A. de Biología Experimental Agropecuaria, transformándose en Sociedad Anónima.

Hoy, se encuentra dirigida por la tercera generación de su familia. La actividad comercial, dedicada a la sanidad animal y basada en la participación de médicos veterinarios radicados en todo el país. Es la única empresa del sector que cotiza en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Instituto Rosenbusch Sociedad Anónima de Biología Experimental Agropecuaria tiene dos actividades: Principal - Elaboración y venta de productos veterinarios. Secundaria - Matarife abastecedor de carnes.

El Instituto está enforcado a una estrategia de nicho en la colación de su producto carnes trazadas.

Fecha de inscripción en el Registro Público de Comercio: del contrato social: 10 de mayo de 1948. Última modificación del estatuto: 06 de febrero de 2008. Número de Registro en la Inspección General de Justicia: 63.090. Fecha de cumplimiento del plazo social: 10 de mayo de 2047.

**DESCRIPCIÓN DE
LA GERENCIA**

El Directorio está integrado de la siguiente manera:

- Presidente – Dr. Rodolfo Martín Balestrini
- Vicepresidente – Sra. Mónica Eva Lukesch Balestrini
- Director titular – Dr. Andrés Balestrini

El Directorio fue reelecto en la Asamblea General Ordinaria del 28 de Abril de 2006.

Los directores son todos dependientes. El mandato de los directores vence con la Asamblea que trate el balance al 31/12/2008.

La gerencia de primera línea de la Sociedad está integrada de la siguiente manera:

- Gerente de Producción - Fabián Iribarren
- Gerente Administrativo - Eduardo Busto
- Gerente de Ventas - Juan Bonetto

ANÁLISIS DE LA COMPOSICIÓN ACCIONARIA

Principales Accionistas

Accionista	%	% Acumulado
San Teobaldo S.A.	33,967%	33,967%
Rodolfo M. Balestrini	16,782%	50,749%
Andrés Balestrini	4,192%	54,941%
Matías Balestrini	4,178%	59,119%
Nicolás Balestrini	2,689%	61,808%
Rinder S.A.	2,061%	63,869%
Free Float	36,131%	100,000%

La acción no es muy líquida, no por su valor sino a la falta de transacciones en el mercado, lo que hace que el público objetivo de la misma tenga que ser preferentemente conocedora de los mercados en los que la empresa opera, ya que los posibles accionistas inversores no tendrán información de transacciones de la acción.

ANÁLISIS DE RIESGOS

Riesgos Regulatorios

Los factores de riesgo de las industrias que participa están relacionados con el nivel de actividad de la economía Argentina, retenciones a la exportación, tipo de cambio y precios máximos regulados.

- Creciente interferencia gubernamental en el sector, que le resta previsibilidad sobre la evolución de los negocios (retenciones, fijación de precios, etc.)
- Demanda interna de productos elaborados influenciada por el nivel de actividad económica. Parcialmente mitigado por la capacidad exportadora de la compañía.
- Ventas externas sujetas a variaciones de precios internacionales.
- Exigentes niveles de calidad: sujeta a las medidas proteccionistas y fitosanitarias de los países a los cuales exporta.

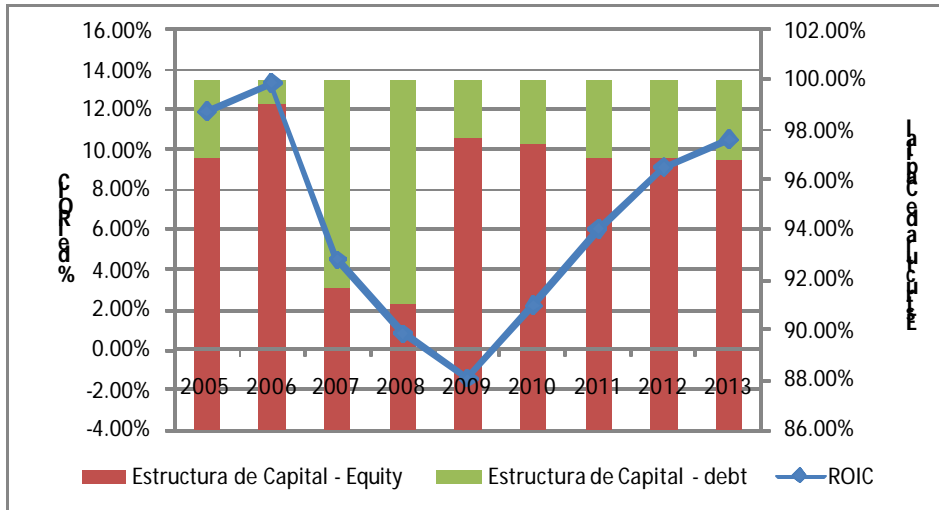
Riesgos Operacionales

Es muy difícil que la empresa pueda desvincularse de la realidad Argentina, pero uno de los mayores riesgos es que peligre su cadena de valor, para lo cual la empresa posee un acuerdo con sus proveedores que le asegura el aprovisionamiento de la carne para cumplir con sus cuotas de exportación. El riesgo argentino de precios máximos y barreras a la exportación podría hacer que la empresa deba asumir costos no considerados a la hora de mantener el control de su cadena de

producción y de valor.

Riesgos Financieros

La compañía posee una estructura de capital sana, los niveles de pasivo son bajos e inclusive podría lograr una mejor palanca financiera tomando más deuda en el mercado local y de ser posible de largo plazo.



No se prevé riesgos financieros asociados ni a tipos de cambio ni a problemas de deuda.

ANÁLISIS HISTÓRICO Y PROYECCIONES ECONÓMICO FINANCIERAS.

La proyección se elaboró en base a balances trimestrales presentados por la empresa. Se contrastaron ratios y cifras con modelos similares a fin de trabajar con números homogéneos.

Supuestos operativos

Hemos supuesto que la participación en la facturación total seguiría comportándose como hasta ahora, con mayor participación de los productos veterinarios (53,70%) que los productos cárnicos (46,30%) para todo el periodo de la valuación. En estudios de mercado para los productos veterinarios concluimos que el crecimiento no puede superar la media nominal de los últimos 10 años (4,90%) y que para el sector cárnico el crecimiento será moderado y contemplará incluso una inflación del 14%. Para ambos productos se prevé una caída en los niveles de facturación del año 2008 y se supone que la empresa no ha realizado inversiones importantes en I&D que permitan dar un “salto” sostenido en los montos a facturar, tanto en mercados internos como externos.

Suponemos que no habrá eficiencia técnica ni aumentos de productividad significativos que permitan aumentar el margen bruto, pero si suponemos que el negocio global de la compañía permitirá, al ir escalando en volumen, disminuir la participación de los gastos en administración y comercialización.

A fin de presentar lo más limpio posible el flujo y por no considerarlo necesario, hemos procedido a suponer que no habrá resultados de inversiones permanentes ni por participación en otras sociedades.

Los rubros de otros ingresos, resultados financieros y por tenencia y participación de terceros en sociedades controladas se las mantuvo constante en todo el periodo de la valuación.

Respecto al escudo fiscal, se consideró plantear como tasa de tributación la vigente en Argentina para todo el periodo (35%), pero a los fines de erogaciones se proyectaron los balances impositivos necesarios que reducen finalmente el monto a ingresar en cada periodo.

El *non cash working capital* se lo considera constante (38%) en niveles de los últimos dos años, ya que no prevé inversión en el mismo debido a penetración a nuevos mercados o desarrollos de nuevos productos.

Supuestos financieros No se considera necesario que la empresa contraiga deuda de largo plazo por no haber plan de inversión que así lo requiera. Para el cálculo del valor terminal se consideró un g del 3% como media normal para la Argentina.

Supuestos de inversión Acerca de las inversiones y depreciaciones más amortizaciones, se mantuvieron en niveles normales, de manera que la inversión en *capex* solo será para reponer capital amortizado y/o depreciado.

FUENTES DE INFORMACIÓN

Cámara Argentina de la Industria Cárnica.

Cámara Argentina de Productos Veterinarios.

SEPYME.

Bolsar. Instituto Rosenbusch.

Análisis económicos sobre la Argentina. Miguel Bein.

BURKENROAD. 2008
EMPRESA: INSTITUTO ROSENBUSCH

BALANCE	2005	2006	2007	Estimado					
				2008	2009	2010	2011	2012	2013
ACTIVO									
ACTIVO CORRIENTE									
Caja y bancos	3,602,723	918,055	2,766,374	6,224,411	4,299,425	4,333,108	1,497,571	2,548,963	2,165,403
Inversiones	954,994	2,744,136	1,852,349	0	0	0	0	0	0
Créditos por Ventas	12,939,914	16,456,427	17,028,859	15,049,078	15,801,532	18,961,839	22,185,351	24,403,887	26,844,275
Otros Créditos	5,570,902	6,154,236	7,525,472	6,898,343	7,243,260	7,967,586	8,764,344	9,640,779	10,604,857
Bienes de cambio	14,187,617	12,993,124	15,361,371	19,039,802	19,230,200	19,422,502	19,616,727	19,812,894	20,011,023
Otros Activos Corrientes	769,27€	169,278	169,278	1,567,805	627,122	313,561	0	0	0
Total Activo Corriente	38,025,428	39,435,256	44,703,703	48,779,439	47,201,539	50,998,596	52,063,993	56,406,523	59,625,558
ACTIVO NO CORRIENTE									
Crédito por Ventas	0	0	0	0					
Otros Créditos	123,003	98,964	78,738	0					
Inversiones	180,811	291,530	174	0					
Bienes de uso	6,805,770	8,242,064	8,972,708	8,153,702	8,969,072	10,045,361	11,552,165	13,284,990	14,214,939
Ativos Intangibles	434,34€	451,934	74,535	0					
Otros Activos No Corrientes	0	0	0	0					
Total Activo No Corriente	7,543,932	9,084,492	9,126,155	8,153,702	8,969,072	10,045,361	11,552,165	13,284,990	14,214,939
TOTAL DEL ACTIVO	45,569,360	48,519,748	53,829,858	56,933,141	56,170,611	61,043,957	63,616,158	69,691,512	73,840,497
PASIVO									
PASIVO CORRIENTE									
Cuentas por Pagar (comerciales)	4,410,030	5,379,327	7,603,795	9,142,081	9,830,264	12,347,637	13,120,503	14,757,476	15,198,007
Préstamos (bancarios y financieros)	1,114,77€	350,312	3,448,524	850,914	914,968	1,149,276	1,221,212	1,373,576	1,414,579
Remuneraciones y Cargas Sociales	0	617,615	795,658	2,623,453	2,820,937	3,543,334	3,765,119	4,234,872	4,361,289
Cargas Fiscales	2,887,915	3,409,088	2,683,400	2,672,705	2,873,896	3,609,855	3,835,804	4,314,376	4,443,166
Otros Pasivos Corrientes	2,026,98€	1,807,951	1,256,207	4,038,750	4,342,773	5,454,887	5,796,321	6,519,496	6,714,111
Total Pasivo Corriente	10,439,712	11,564,293	15,787,584	19,327,903	20,782,837	26,104,989	27,738,958	31,199,796	32,131,152
PASIVO NO CORRIENTE									
Previsiones	994,090	986,911	589,519	1,587,491	1,706,991	2,144,124	2,278,330	2,562,584	2,639,081
Otros Pasivos No Corrientes	30	30	30	0					
Total Pasivo No Corriente	994,120	986,941	589,549	1,587,491	1,706,991	2,144,124	2,278,330	2,562,584	2,639,081
Total Pasivo	11,433,832	12,551,234	16,377,133	20,915,394	22,489,829	28,249,114	30,017,288	33,762,380	34,770,232
Minority Interest	332	324	374,541	374,541	374,541	374,541	374,541	374,541	374,541
PATRIMONIO NETO									
Capital	22,212,863	22,212,863	26,655,436	37,120,425	35,643,206	33,306,242	32,420,302	33,224,330	35,554,591
Ajuste del Capital	0	0	0	0					
Reserva Legal	3,329,117	3,536,963	3,741,963	0					
Resultados No Asignados	8,593,216	10,218,364	6,723,026	-1,477,219	-2,336,964	-885,940	804,027	2,330,261	3,141,133
Revaluos Técnicos	0	0	0	0					
TOTAL PATRIMONIO NETO	34,135,528	35,968,514	37,494,966	36,017,747	33,680,783	32,794,843	33,598,871	35,929,132	39,070,265
TOTAL DEL PASIVO + PN = ACTIVO	45,569,360	48,519,748	53,872,099	56,933,141	56,170,611	61,043,957	63,616,158	69,691,512	73,840,497

BURKENROAD. 2008
EMPRESA: INSTITUTO ROSENBUSCH
Estado de Resultados Projectado

	2005	2006	2007	Estimado					
				2008	2009	2010	2011	2012	2013
VENTAS NETAS	54,298,530	67,047,697	75,358,258	55,995,440	62,254,715	72,365,915	80,162,256	89,004,962	99,050,306
COSTO DE LAS MERCADERIAS VENDIDAS	-40,429,046	-49,823,815	-58,269,043	-41,278,064	-46,915,153	-54,534,954	-60,410,276	-67,074,139	-74,644,311
Ganancia bruta	13,869,484	17,223,882	17,089,215	14,717,376	15,339,562	17,830,962	19,751,980	21,930,823	24,405,995
GASTOS DE ADMINISTRACION	-2,367,362	-2,692,525	-3,562,439	-3,918,724	-4,357,830	-4,341,955	-4,312,729	-4,788,467	-5,328,906
GASTOS DE COMERCIALIZACION	-4,933,674	-6,973,299	-10,670,287	-9,454,355	-11,616,726	-12,065,135	-11,751,707	-11,257,119	-11,798,190
EBITDA	6,568,448	7,558,058	2,856,489	1,344,296	-634,994	1,423,872	3,687,543	5,885,236	7,278,899
AMORTIZACIONES Y DEPRECIACIONES	-857,917	-1,059,354	-1,190,660	-901,333	-211,670	-237,071	-272,631	-313,526	-335,473
EBIT	5,710,531	6,498,704	1,665,829	442,963	-846,664	1,186,801	3,414,912	5,571,711	6,943,426
OTROS INGRESOS NETO	1,181,218	820,496	925,149	-971,171	-1,139,261	-1,013,123	-801,623	-720,940	-802,307
RESULTADOS FINANCIEROS Y POR TENENCIA	-300,953	-1,018,836	-301,859	-1,172,472	-933,821	-1,085,489	-1,202,434	-1,335,074	-1,485,755
PARTICIPACIÓN DE TERCEROS EN SOCIEDADES CONTROLADAS	86	74,188	-203,083	-302,328	-249,019	-289,464	-320,649	-356,020	-396,201
EBT	6,590,882	6,374,552	2,086,036	-2,003,009	-3,168,765	-1,201,274	1,090,207	3,159,676	4,259,163
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-2,433,972	-2,275,059	-306,101	525,790	831,801	315,334	-286,179	-829,415	-1,118,030
Ganancia neta del ejercicio	4,156,910	4,099,493	1,779,935	-1,477,219	-2,336,964	-885,940	804,027	2,330,261	3,141,133
Net Margin	7.66%	6.11%	2.36%	-2.64%	-3.75%	-1.22%	1.00%	2.62%	3.17%
	-36.93%	-35.69%	-14.67%	-26.25%	-26.25%	-26.25%	-26.25%	-26.25%	-26.25%

	2005	2006	2007	Estimado					
				2008	2009	2010	2011	2012	2013
VENTAS NETAS	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
COSTO DE LAS MERCADERIAS VENDIDAS	-74.46%	-74.31%	-77.32%	-73.72%	-75.36%	-75.36%	-75.36%	-75.36%	-75.36%
Ganancia bruta	25.54%	25.69%	22.68%	26.28%	24.64%	24.64%	24.64%	24.64%	24.64%
GASTOS DE ADMINISTRACION	-4.36%	-4.02%	-4.73%	-7.00%	-7.00%	-6.00%	-5.38%	-5.38%	-5.38%
GASTOS DE COMERCIALIZACION	-9.09%	-10.40%	-14.16%	-16.88%	-18.66%	-16.67%	-14.66%	-12.65%	-11.91%
EBITDA	12.10%	11.27%	3.79%	2.40%	-1.02%	1.97%	4.60%	6.61%	7.35%
AMORTIZACIONES Y DEPRECIACIONES	-1.58%	-1.58%	-1.58%	-1.61%	-0.34%	-0.33%	-0.34%	-0.35%	-0.34%
EBIT	10.52%	9.69%	2.21%	0.79%	-1.36%	1.64%	4.26%	6.26%	7.01%
OTROS INGRESOS NETO	2.18%	1.22%	1.23%	-1.73%	-1.83%	-1.40%	-1.00%	-0.81%	-0.81%
RESULTADOS FINANCIEROS Y POR TENENCIA	-0.55%	-1.52%	-0.40%	-2.09%	-1.50%	-1.50%	-1.50%	-1.50%	-1.50%
PARTICIPACIÓN DE TERCEROS EN SOCIEDADES CONTROLADAS	0.00%	0.11%	-0.27%	-0.54%	-0.40%	-0.40%	-0.40%	-0.40%	-0.40%
EBT	12.14%	9.51%	2.77%	-3.58%	-5.09%	-1.66%	1.36%	3.55%	4.30%
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	-4.48%	-3.39%	-0.41%	0.94%	1.34%	0.44%	-0.36%	-0.93%	-1.13%
Ganancia neta del ejercicio	7.66%	6.11%	2.36%	-2.64%	-3.75%	-1.22%	1.00%	2.62%	3.17%

BURKENROAD. 2008
EMPRESA: INSTITUTO ROSENBUSCH
RATIOS

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Situación Financiera de Corto Plazo - Análisis de la Liqueidez									
Activo Corriente	38,025,428	39,435,256	44,703,703	48,779,439	47,201,539	50,998,596	52,063,993	56,406,523	59,625,558
(-) Pasivo Corriente	10,439,712	11,564,293	15,787,584	19,327,903	20,782,837	26,104,989	27,738,958	31,199,796	32,131,152
Capital de Trabajo	27,585,716	27,870,963	28,916,119	29,451,536	26,418,702	24,893,607	24,325,035	25,206,726	27,494,407
Ventas	54,298,530	67,047,697	75,358,258	55,995,440	62,254,715	72,365,915	80,162,256	89,004,962	99,050,306
Capital de Trabajo / Ventas	0.508	0.416	0.384	0.526	0.424	0.344	0.303	0.283	0.278
Total de Activos	45,569,360	48,519,748	53,829,858	56,933,141	56,170,611	61,043,957	63,616,158	69,691,512	73,840,497
Capital de Trabajo / Activos	60.54%	57.44%	53.72%	51.73%	47.03%	40.78%	38.24%	36.17%	37.23%
Activo Corriente / Pasivo Corriente= Ratio de Liqueidez	3.642	3.410	2.832	2.524	2.271	1.954	1.877	1.808	1.856
Inventarios	14,187,617	12,993,124	15,361,371	19,039,802	19,230,200	19,422,502	19,616,727	19,812,894	20,011,023
AC - Inventarios / Pasivo Corriente= Prueba Acida	2.283	2.287	1.859	1.539	1.346	1.210	1.170	1.173	1.233
Disponibilidades	3,602,723	918,055	2,766,374	6,224,411	4,299,425	4,333,108	1,497,571	2,548,963	2,165,403
Inversiones Transtorias	954,994	2,744,136	1,852,349	0	0	0	0	0	0
Prueba Defensiva	43.66%	31.67%	29.26%	32.20%	20.69%	16.60%	5.40%	8.17%	6.74%
Cash	4,557,717	3,662,191	4,618,723	6,224,411	4,299,425	4,333,108	1,497,571	2,548,963	2,165,403
Accounts receivable	12,939,914	16,456,427	17,028,859	6,898,343	7,243,260	7,967,586	8,764,344	9,640,779	10,604,857
Inventory	14,187,617	12,993,124	15,361,371	19,039,802	19,230,200	19,422,502	19,616,727	19,812,894	20,011,023
Other Current assets	6,340,180	6,323,514	7,694,750	8,466,148	7,870,382	8,281,147	8,764,344	9,640,779	10,604,857
Current Assets of discontinued operations	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Current Assets	38,025,428	39,435,256	44,703,703	40,628,703	38,643,267	40,004,343	38,642,986	41,643,415	43,386,140
Accounts payable	4,410,030	5,379,327	7,603,795	9,142,081	9,830,264	12,347,637	13,120,503	14,757,476	15,198,007
Accrued Liabilities	1,114,778	350,312	3,448,524	850,914	914,968	1,149,276	1,221,212	1,373,576	1,414,579
Income Taxes payable	2,887,915	3,409,088	2,683,400	2,672,705	2,873,896	3,609,855	3,835,804	4,314,376	4,443,166
Other Liabilities assets	2,026,989	2,425,566	2,051,865	6,662,203	7,163,710	8,998,221	9,561,439	10,754,368	11,075,400
Current Liabilities of discontinued operations	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Total Current Liabilities	10,439,712	11,564,293	15,787,584	19,327,903	20,782,837	26,104,989	27,738,958	31,199,796	32,131,152
Working Capital	27,585,716	27,870,963	28,916,119	21,300,800	17,860,429	13,899,354	10,904,028	10,443,619	11,254,988
Noncash Current Assets	33,467,711	35,773,065	40,084,980	34,404,292	34,343,842	35,671,235	37,145,416	39,094,452	41,220,737
Nondebt Current Liabilities	7,297,945	8,788,415	10,287,195	11,814,786	12,704,160	15,957,492	16,956,307	19,071,852	19,641,172
Noncash Working Capital	26,169,766	26,984,650	29,797,785	22,589,507	21,639,682	19,713,743	20,189,109	20,022,600	21,579,564
Sales	54,298,530	67,047,697	75,358,258	55,995,440	62,254,715	72,365,915	80,162,256	89,004,962	99,050,306
NWC / Sales	48.20%	40.25%	39.54%	40.34%	34.76%	27.24%	25.19%	22.50%	21.79%
% N Sales	24.58%	23.48%	12.39%	-25.69%	11.18%	16.24%	10.77%	11.03%	11.29%
% N NWC	7.09%	3.11%	10.42%	-24.19%	-4.20%	-8.90%	2.41%	-0.82%	7.78%
Elasticity	28.83%	13.26%	84.11%	94.15%	-37.62%	-54.80%	22.38%	-7.48%	68.90%



BURKENROAD REPORTS LATIN
AMERICA

20 de marzo de 2009

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Eficiencia en la Gestión de Recursos - Ratios de Actividad									
Ingresos Por Ventas	54,298,530	67,047,697	75,358,258	55,995,440	62,254,715	72,365,915	80,162,256	89,004,962	99,050,306
Activos Totales	45,569,360	48,519,748	53,829,858	56,933,141	56,170,611	61,043,957	63,616,158	69,691,512	73,840,497
Rotación de Activos	1.192	1.382	1.400	0.984	1.108	1.185	1.260	1.277	1.341
Activos Fijos	7,240,118	8,693,998	9,047,243	8,153,702	8,969,072	10,045,361	11,552,165	13,284,990	14,214,939
Rotación de Activos Fijos	7.500	7.712	8.329	6.867	6.941	7.204	6.939	6.700	6.968
Pasivo Total	11,433,832	12,551,234	16,377,133	20,915,394	22,489,829	28,249,114	30,017,288	33,762,380	34,770,232
PN Total	34,135,528	35,968,514	37,494,966	35,643,206	33,306,242	32,420,302	33,224,330	35,554,591	38,695,724
Estructura de Capital	0.335	0.349	0.437	0.587	0.675	0.871	0.903	0.950	0.899
Pasivo Total	11,433,832	12,551,234	16,377,133	20,915,394	22,489,829	28,249,114	30,017,288	33,762,380	34,770,232
Activos Totales	45,569,360	48,519,748	53,829,858	56,933,141	56,170,611	61,043,957	63,616,158	69,691,512	73,840,497
Razón de Endeudamiento	0.251	0.259	0.304	0.367	0.400	0.463	0.472	0.484	0.471
Utilidad Bruta	13,869,484	17,223,882	17,089,215	14,717,376	15,339,562	17,830,962	19,751,980	21,930,823	24,405,995
EBIT	6,568,448	7,558,058	2,856,489	442,963	-846,664	1,186,801	3,414,912	5,571,711	6,943,426
Leverage Operativo	2.112	2.279	5.983	33.225	-18.118	15.024	5.784	3.936	3.515
EBIT	6,568,448	7,558,058	2,856,489	442,963	-846,664	1,186,801	3,414,912	5,571,711	6,943,426
EBT	6,590,882	6,374,552	2,086,036	-2,003,009	-3,168,765	-1,201,274	1,090,207	3,159,676	4,259,163
Leverage Financiero	0.997	1.186	1.369	-0.221	0.267	-0.988	3.132	1.763	1.630
Leverage Combinado	2.104	2.702	8.192	-7.348	-4.841	-14.843	18.118	6.941	5.730
ROE	12.18%	11.40%	4.75%	-4.14%	-7.02%	-2.73%	2.42%	6.55%	8.12%
ROIC	11.88%	13.31%	4.48%	0.75%	-1.52%	2.14%	5.98%	9.08%	10.47%
Grado de Apalancamiento Financiero	1.025	0.856	1.059	-5.535	4.629	-1.278	0.404	0.721	0.776



**BURKENROAD REPORTS LATIN
AMERICA**

20 de marzo de 2009

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Excedente Económico - Análisis de Rentabilidad									
Utilidad Bruta	13,869,484	17,223,882	17,089,215	14,717,376	15,339,562	17,830,962	19,751,980	21,930,823	24,405,995
Ingresos Por Ventas	54,298,530	67,047,697	75,358,258	55,995,440	62,254,715	72,365,915	80,162,256	89,004,962	99,050,306
Margen Bruto	25.54%	25.69%	22.68%	26.28%	24.64%	24.64%	24.64%	24.64%	24.64%
EBIT	6,568,448	7,558,058	2,856,489	442,963	-846,664	1,186,801	3,414,912	5,571,711	6,943,426
Ingreso Por Ventas	54,298,530	67,047,697	75,358,258	55,995,440	62,254,715	72,365,915	80,162,256	89,004,962	99,050,306
Margen Operativo	12.10%	11.27%	3.79%	0.79%	-1.36%	1.64%	4.26%	6.26%	7.01%
EBITDA	6,568,448	7,558,058	2,856,489	1,344,296	-634,994	1,423,872	3,687,543	5,885,236	7,278,899
Ingreso Por Ventas	54,298,530	67,047,697	75,358,258	55,995,440	62,254,715	72,365,915	80,162,256	89,004,962	99,050,306
Margen Operativo	12.10%	11.27%	3.79%	2.40%	-1.02%	1.97%	4.60%	6.61%	7.35%
Net Income	4,156,910	4,099,493	1,779,935	-1,477,219	-2,336,964	-885,940	804,027	2,330,261	3,141,133
Ingreso Por Ventas	54,298,530	67,047,697	75,358,258	55,995,440	62,254,715	72,365,915	80,162,256	89,004,962	99,050,306
Margen Neto	7.66%	6.11%	2.36%	-2.64%	-3.75%	-1.22%	1.00%	2.62%	3.17%
Net Income	4,156,910	4,099,493	1,779,935	-1,477,219	-2,336,964	-885,940	804,027	2,330,261	3,141,133
Activos Totales	45,569,360	48,519,748	53,829,858	56,933,141	56,170,611	61,043,957	63,616,158	69,691,512	73,840,497
ROA	9.12%	8.45%	3.31%	-2.59%	-4.16%	-1.45%	1.26%	3.34%	4.25%
Net Income	4,156,910	4,099,493	1,779,935	-1,477,219	-2,336,964	-885,940	804,027	2,330,261	3,141,133
PN	34,135,528	35,968,514	37,494,966	35,643,206	33,306,242	32,420,302	33,224,330	35,554,591	38,695,724
ROE	12.18%	11.40%	4.75%	-4.14%	-7.02%	-2.73%	2.42%	6.55%	8.12%
Disponibilidades e Inversiones Transitorias	4,557,717	3,662,191	4,618,723	6,224,411	4,299,425	4,333,108	1,497,571	2,548,963	2,165,403
Activo Corriente	38,025,428	39,435,256	44,703,703	48,779,439	47,201,539	50,998,596	52,063,993	56,406,523	59,625,558
(-) Disponibilidades e Inversiones Transitorias	-4,557,717	-3,662,191	-4,618,723	-6,224,411	-4,299,425	-4,333,108	-1,497,571	-2,548,963	-2,165,403
Pasivo Corriente	10,439,712	11,564,293	15,787,584	19,327,903	20,782,837	26,104,989	27,738,958	31,199,796	32,131,152
(-) Deudas Bancarias y Financieras CP	-1,114,778	-350,312	-3,448,524	-850,914	-914,968	-1,149,276	-1,221,212	-1,373,576	-1,414,579
NOF	24,142,777	24,559,084	27,745,920	24,078,039	23,034,245	21,709,775	24,048,677	24,031,340	26,743,583
Activo No Corriente	7,240,118	8,693,998	9,047,243	8,153,702	8,969,072	10,045,361	11,552,165	13,284,990	14,214,939
Capital Invertido CP+LP	35,940,612	36,915,273	41,411,886	38,456,152	36,302,742	36,088,244	37,098,412	39,865,292	43,123,925
Tasa Efectiva de Impuestos (t)	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%	35.00%
NOPAT = EBIT*(1-T)	4,269,491	4,912,738	1,856,718	287,926	-550,332	771,421	2,219,693	3,621,612	4,513,227
ROIC	11.88%	13.31%	4.48%	0.75%	-1.52%	2.14%	5.98%	9.08%	10.47%
Capital	35,940,612	36,915,273	41,411,886	38,456,152	36,302,742	36,088,244	37,098,412	39,865,292	43,123,925
Debt	1,114,778	350,312	3,448,524	850,914	914,968	1,149,276	1,221,212	1,373,576	1,414,579
Equity	34,825,834	36,564,961	37,963,362	37,605,238	35,387,774	34,938,967	35,877,200	38,491,716	41,709,346
D / (D + E)	3.10%	0.95%	8.33%	8.97%	2.34%	2.54%	3.10%	3.06%	3.19%
E / (D + E)	96.90%	99.05%	91.67%	91.03%	97.66%	97.46%	96.90%	96.94%	96.81%

BURKENROAD. 2008

EMPRESA: INSTITUTO ROSENBUSCH

Valor de la Empresa - Free Cash Flow

Items	2008	2009	2010	2011	2012	2013
EBIT	442.963	-846.664	1.186.801	3.414.912	5.571.711	6.943.426
Depreciation + Amortization	901.333	211.670	237.071	272.631	313.526	335.473
Tax profit _{EBIT}	-155.037	296.332	-415.380	-1.195.219	-1.950.099	-2.430.199
Δ Working Capital	3.667.881	1.043.795	1.324.470	-2.338.902	17.337	-2.712.243
Δ Capex	71.120	-1.027.040	-1.313.359	-1.779.435	-2.046.350	-1.265.422
FREE CASH FLOW	4.928.260	-321.907	1.019.602	-1.626.013	1.906.124	871.035
Valor terminal						25.252.739
VA	20.213.462	21.655.968	21.899.584	24.854.582	24.517.222	25.252.739

Valor de la Empresa - Capital Cash Flow

Items	2008	2009	2010	2011	2012	2013
FREE CASH FLOW	4.928.260	-321.907	1.019.602	-1.626.013	1.906.124	871.035
Ahorro Impositivo	14.757	15.075	19.931	22.062	25.807	27.599
Capital Cash Flow	4.943.017	-306.833	1.039.533	-1.603.952	1.931.931	898.634
Valor terminal						25.252.739
VA	20.268.472	21.704.824	21.938.516	24.883.024	24.532.393	25.252.739

Valor de la Empresa - Equity Cash Flow

Items	2008	2009	2010	2011	2012	2013
FREE CASH FLOW	4.928.260	-321.907	1.019.602	-1.626.013	1.906.124	871.035
Ahorro Impositivo	14.757	15.075	19.931	22.062	25.807	27.599
Intereses	-42.163	-43.070	-56.947	-63.033	-73.733	-78.855
Variación deuda financiera	-2.597.610	64.054	234.309	71.936	152.364	41.003
Equity Cash Flow	2.303.244	-285.849	1.216.895	-1.595.049	2.010.562	860.782
Valor terminal						23.838.159
VA	19.411.451	20.783.092	20.790.278	23.662.028	23.162.552	23.838.159
V_L	20.262.365	21.698.060	21.939.554	24.883.240	24.536.128	25.252.739

Valor de la Empresa - Capital Cash Flow Approach

Items	2008	2009	2010	2011	2012	2013
FREE CASH FLOW	4.928.260	-321.907	1.019.602	-1.626.013	1.906.124	871.035
Valor terminal						24.925.739
V_U	20.071.115	21.570.412	21.752.884	24.654.942	24.255.361	24.925.739
Ahorro Impositivo	14.757	15.075	19.931	22.062	25.807	27.599
Valor Terminal Ahorro Impositivo						789.783
V_L	20.071.115	21.570.412	21.752.884	24.654.942	24.255.361	25.715.522

Cantidad de Acciones	29.649.388
Valor de la Acción	0,68

SENSIBILIZACION g							
	1,5%	2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%	4,5%
25.252.739	17.497.421	19.514.714	22.029.768	25.252.739	29.531.471	35.486.331	44.342.114
Δ Valor Terminal	-30,7%	-22,7%	-12,8%	0,0%	16,9%	40,5%	75,6%
Δ g	-50,0%	-33,3%	-16,7%	0,0%	16,7%	33,3%	50,0%
D VT / D g	0,61	0,68	0,77	0,00	1,02	1,22	1,51
Valor de La Empresa	14.434.995	15.938.075	17.812.034	20.213.462	23.401.533	27.838.484	34.436.904
Δ Valor Empresa	-28,6%	-21,2%	-11,9%	0,0%	15,8%	37,7%	70,4%
D VE / D g	0,57	0,63	0,71	0,00	0,95	1,13	1,41