

Noviembre, 2013

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia. (SAIEP)
PATA.BA/BCBA

Continuando cobertura: "Las expectativas del mercado distorsionan las buenas proyecciones de la compañía, sobrevaluando el precio de la acción"

Recomendación: Maket Underperform

Precio: AR\$ 7,72 Merval Bs. As.: 5.347,26 Merval25: 5.349,54

- Incremento en ventas: Apertura de nuevos locales
- Márgenes brutos constantes: Traslado de inflación de costos de compras a precios de venta
- Flujo de caja: La proyección de flujos positivos, permitirá continuar con la política de dividendos actual y financiar nuevas inversiones
- El precio objetivo para los próximos 12 meses es AR\$ 6,03

Valuación	2013a	2014e	2015e	2016e
EPS AR\$	0,39	0,74	1,07	1,48
P/E	10,15x	5,41x	3,72x	2,71
EV (AR\$ M)	2.519,29	3.174,40	4.041,11	4.783,11
EV/EBITDA	5,76x	3,28x	2,38x	1,78x

Capitalización de Mercado		Datos Estadísticos	
Capitalización Bursátil (AR\$ '000)	3,93	Rango precio 52 semanas(AR\$):	4,40 – 7,74
Valor de la Empresa (AR\$ '000)	2.519.294,50	Performance últimos 12 meses:	
Acciones emitidas ('000)	500.000	Valor de libros por acción (AR\$):	
Free float	23%	Beta	0,64
Cantidad prom. diario (3 meses)	34.207		

Información de la Organización

Ubicación: Patagonia, Argentina

Industria: Retail

Descripción: Comercialización minorista de productos de consumo masivo.

Principales Productos: Artículos de consumo masivo en general

Company web site: www.laanonima.com.ar

Analistas:

Bank, Leonardo
 Coronado Moreno, Daniel
 De Francisci, Agustina

Tutor del reporte:

De Luisa, Verónica

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.

DE LA ACCIÓN

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



Fuente: Yahoo Finance

*Gráfico 2: Imp. Y Exp. De la Patagonia (PATA.BA) - Merval
Evolución del
precio y el
volumen en los
últimos 5 años vs.
Merval.*



Fuente: Yahoo Finance

RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Por medio del presente reporte, habiendo valuado la compañía y analizado sus estados contables, proyecciones, contexto y mercado, otorgamos la calificación “Market Underperform” a las acciones de S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia.

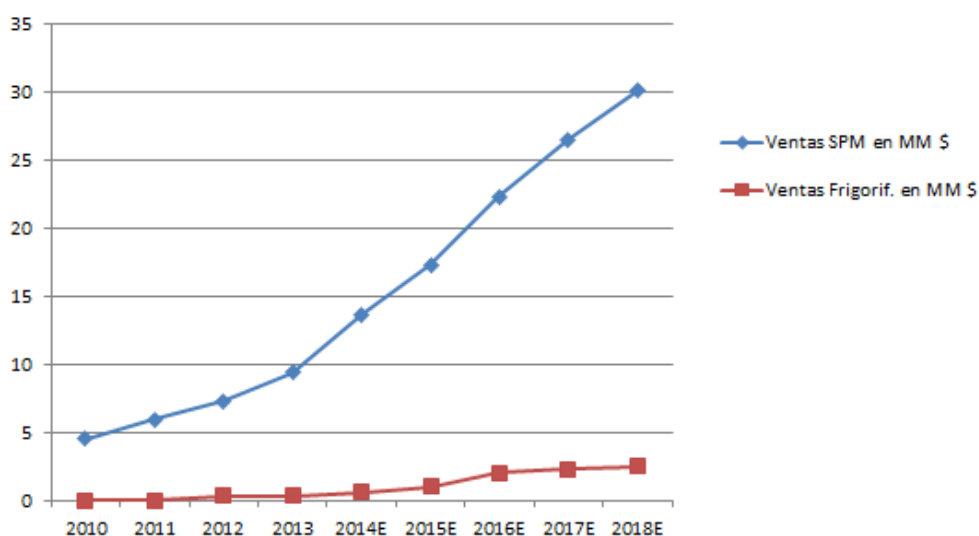
Los resultados obtenidos evidencian una diferencia entre el precio proyectado de la acción de la compañía en AR\$ 4,68 y el valor de mercado al día (Ref. pag. 24). No obstante de ello, los indicadores y prospectos de la compañía son sólidos y consistentes, con lo cual, el alza del precio de la acción es injustificada y se atribuye a una reacción en el mercado, observable a partir del mes de Agosto del presente año, impulsada por las excesivas expectativas positivas de cambios en la regulación del sector, hasta hoy intervenido indirectamente por el gobierno cuya imagen se vio profundamente debilitada tras la primera derrota electoral en las elecciones legislativas del 11 de Agosto. Adicionalmente destacamos las expectativas de crecimiento generadas por el

	<p>anuncio de adquisición del frigorífico Pampa Natural S.A. en el mismo mes, la cual se dio por concluida la última semana del mes de Octubre.</p> <p>La valuación está realizada por el método DCF tomando un periodo de análisis histórico de 2009 a 2013, y proyectando los años consecutivos a 2018, en los cuales se puede observar el precio de la acción en crecimiento constante, consistente con las premisas en nuestra tesis.</p> <p>Se proyecta un crecimiento en ventas apalancado por la inflación en precios y el aumento de operaciones con la apertura de nuevas sucursales en distintos puntos del país, manteniendo márgenes brutos constantes gracias al poder de negociación con proveedores y posibilidad del traslado de aumentos de costos a precios finales, a pesar de los controles coyunturales del gobierno argentino actual.</p> <p>Considerando que el sector supermercadista, por el tipo de negocio del cual se trata, se caracteriza por buscar optimizar la rotación del mix de stocks, obtener importante masa de facturación asociada a elevados gastos de estructura, lo cual resulta en márgenes netos de resultados muy bajos. En este caso la proyección realizada para los años 2014-2018 estima pasar de un promedio de 4% de Ebitda a superar el 5% en ese periodo, lo cual se encuentra dentro de la media del mercado valorando las premisas utilizadas para realizar la presente valuación.</p> <p>Cabe aclarar que en las proyecciones realizadas para el periodo de referencia se evidencia un aumento del 1,1% del Ebitda para el primer año estimado (manteniéndose la proyección para el resto de los años), siendo esto la tendencia verificada en los balances de los primeros trimestres en comparación con los años de anteriores sumado a una significativa incidencia en el margen bruto, en términos absolutos, del aumento de precios pronosticado para el 2014 (un 4% por encima de la inflación macro proyectada).</p>
<p>TESIS DE INVERSION</p>	<ul style="list-style-type: none"> • <u>Incrementos en ventas</u> <p>Se estima para el periodo 2014 a 2018 un incremento en las ventas como consecuencia de la apertura de nuevos locales y la adquisición del frigorífico Pampa Natural S.A., realizada en octubre de 2013.</p> <p>Se proyecta la apertura de 5 nuevas sucursales por año de una superficie promedio de 1.200 mts² tanto en la zona de la Patagónica, como en la región Pampeana extendiéndose hacia el NOA.</p> <p>El incremento en ventas también se encuentra impulsado por las facilidades de financiación y beneficios ofrecidos al consumidor a través de la Tarjeta La</p>

Anónima y el desarrollo de infraestructura adyacente a los supermercados, como el Paseo de la Patagonia (shopping, cines y patio de comidas) y Paseo de compras La Anónima en Goya, Corrientes (shopping y patio de comidas).

En relación a la actividad frigorífica, se estima una actividad constante del frigorífico La Anónima y un crecimiento de la producción de Pampa Natural de 200 cabezas de ganado actuales a su plena capacidad de 1.000 cabezas.

Gráfico 3:
Crecimiento
histórico y
proyectado en
Ventas por rubro



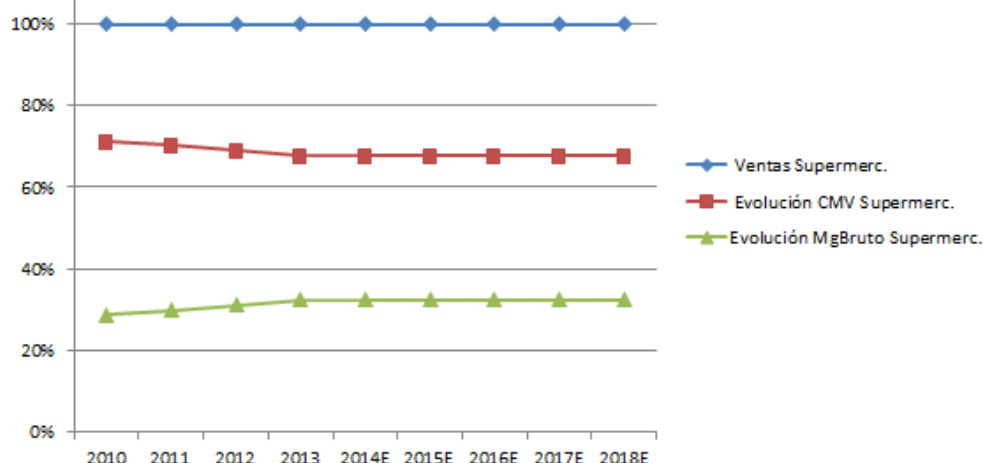
Fuente: Elaboración propia

En los periodos analizados se observa una política fuertemente expansiva con la apertura de 11 sucursales en 2012 y 10 al 2013 e incrementos en ventas superiores a la inflación. No obstante de ello, durante el año 2013 la política gubernamental de control de precios y pautas publicitarias en medios gráficos, incidió negativamente en el contexto del mercado.

- Margen bruto constante

Se proyecta para SAIEP en los periodos 2014 - 2018, un margen bruto constante estimado del 30% en función de los datos analizados de los ejercicios 2010 a 2013 en los cuales se observa que el margen se mantuvo entre 29% y 32% en virtud de la capacidad de la compañía de trasladar el aumento de los costos a los precios de ventas finales, a través de negociaciones efectivas con los proveedores (concentración de la compra y proveedores sustitutos).

*Gráfico 4:
Evolución
histórica y
proyectada de
CMV y Margen
Bruto*



Fuente: Elaboración propia

- Flujo de caja

La proyección de flujos positivos, permitirá continuar con la política de dividendos la cual se ha definido en un tope del 10% del EBITDA, desde los ejercicios finalizados en el 2009 hasta la fecha. Es por ello que se presume que a futuro dicho porcentaje continuara.

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia

Flujo de Fondos Proyectado en AR\$ '000

Concept	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	641,360.3	917,075.6	1,252,131.2	1,512,367.8	1,784,930.6
(+) Amortization/ depreciation	93,132.7	96,034.6	100,566.9	105,489.3	63,192.0
(+/-) Δ Working Capital	(27,522.5)	(147,905.7)	(20,815.3)	(105,183.3)	(88,437.3)
(-) CAPEX	(75,534.8)	(81,284.5)	(103,074.1)	(124,877.4)	(145,984.6)
(-) Tax on EBIT	(223,934.0)	(320,379.9)	(437,370.9)	(528,343.0)	(623,581.3)
(+/-) Other income / expenses	(1,548.9)	(1,704.3)	(2,499.9)	(2,816.5)	(3,269.6)
Free Cash Flow	405,952.9	461,835.8	788,937.9	856,637.0	986,849.6
(+) Tax shield	24,721.5	31,149.9	39,654.8	46,936.0	52,062.0
Capitl Cash Flow	430,674.3	492,985.7	828,592.7	903,573.0	1,038,911.7
(+/-) Δ Financial Debt	135,052.0	178,674.1	152,965.6	107,690.5	54,687.0
(-) Interests	(70,632.7)	(88,999.8)	(113,299.5)	(134,102.8)	(148,748.7)
Equity Cash Flow	495,093.6	582,660.0	868,258.8	877,160.7	944,850.0
Initial Cash	40.5	495,134.1	1,077,794.1	1,946,052.9	2,823,213.6
Accumulated Cash	495,134.1	1,077,794.1	1,946,052.9	2,823,213.6	3,768,063.6
Distribución Divid. Estimada (10%)	73,449	101,311	135,270	161,786	184,812
Accumulated Cash After Divid.	421,684.8	976,483.1	1,810,783.1	2,661,427.9	3,583,251.4

Oportunidades

- Remodelación del Paseo de la Patagonia (shopping, cine, juegos y patio de comidas) y Paseo de Compras La Anónima

	<p>(shopping, juegos y patio de comidas)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Expansión de la actividad frigorífica con la adquisición del Frigorífico Pampa Natural (Agosto 2013) • Alianzas estratégicas con supermercados locales (Hipertehuelche en Viedma) • Transferencia de recursos del sector público al privado a partir de la modificación en las escalas del impuesto a las ganancias. • Potencial de aumento de la participación de las grandes cadenas en la industria. Actualmente las grandes cadenas concentran el 70% de la industria. En los países de Europa y USA pueden llegar al 80% u 85%
<i>Amenazas</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Control de precios por parte de la Secretaría de Comercio. • Restricción por parte de la Secretaría de Comercio a la publicación de precios y ofertas en periódicos • Importante aumento de la competencia por apertura de sucursales de las cadenas Cencosud, Carrefour y Wall Mart. • Súper de cercanía: Se denomina así a los supermercados / autoservicios que tienen entre 1 y 3 cajas. Según el estudio CatMan de Kantar Worldpanel, este es el sector con mayor crecimiento y competencia potencialmente más fuerte. Supermercados La Anónima no cuenta con establecimientos de estas características mientras que algunos de sus principales competidores (Carrefour / Dia) desarrollaron estos formatos exitosos.
<i>Fortalezas</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Logística propia con 10 centros de distribución. • Capacidad de trasladar la inflación en costos a precios. • Financiamiento a clientes a través de Tarjeta La Anónima con sistema de otorgamiento rápido y simple. • Fuerte posicionamiento de marca y fidelización de clientes. • Centros comerciales y de entretenimientos junto a las sucursales más importantes.

	<ul style="list-style-type: none"> • Poder negociación con los proveedores como consecuencia de la concentración de los volúmenes de compras y la existencia de una política de diversificación de proveedores. 																														
<i>Debilidades</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Compras online: Supermercados La Anónima no cuenta con servicio de compras a través de internet. Esta nueva modalidad es utilizada por algunos de sus competidores más importantes (Cencosud). • Lista de precios en línea: Siguiendo con el punto anterior, hay una fuerte tendencia de los consumidores a comparar precios. Supermercados La Anónima no publica sus precios en medios masivos ni tiene servicio de compras por internet donde el consumidor puede ingresar a ver los precios, aunque no utilice el servicio. 																														
VALUACION	<p>La compañía se valúa por el método de Flujos de fondos descontados (DCF) utilizando datos históricos obtenidos de los estados contables de los años (2010 a 2013) para la proyección de los periodos 2014 a 2018 y asumiendo un crecimiento constante para estimar el valor terminal.</p> <p>En función de los analizado, la compañía se encuentra valuada en AR\$ 2.519.294.488,82- y se estima que el precio de la acción en los próximos 12 meses es de AR\$ 6,03</p> <p>A continuación se detallan los datos utilizados:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">Datos asumidos en la valuación</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Tasa Libre de Riesgo</td> <td>2,29%</td> </tr> <tr> <td>Prima de Mercado</td> <td>5,90%</td> </tr> <tr> <td>Riesgo País</td> <td>7,72%</td> </tr> <tr> <td>Riesgo por Tamaño</td> <td>2,85%</td> </tr> <tr> <td>Beta de la Industria</td> <td>0,64</td> </tr> </tbody> </table> <table border="1"> <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>1.260.721,71</td> </tr> <tr> <td>Valor de la deuda</td> <td>AR\$ '000</td> <td>519.358,28</td> </tr> <tr> <td>Total valor equity</td> <td>AR\$ '000</td> <td>1.999.976,75</td> </tr> <tr> <td>Cantidad de acciones</td> <td></td> <td>500.000.000</td> </tr> <tr> <td>Precio objetivo próximos 12 meses</td> <td>AR\$</td> <td>6,03</td> </tr> </tbody> </table>	Datos asumidos en la valuación		Tasa Libre de Riesgo	2,29%	Prima de Mercado	5,90%	Riesgo País	7,72%	Riesgo por Tamaño	2,85%	Beta de la Industria	0,64	Resultado de la Valuación			Valor presente de los flujos futuros	AR\$ '000	1.260.721,71	Valor de la deuda	AR\$ '000	519.358,28	Total valor equity	AR\$ '000	1.999.976,75	Cantidad de acciones		500.000.000	Precio objetivo próximos 12 meses	AR\$	6,03
Datos asumidos en la valuación																															
Tasa Libre de Riesgo	2,29%																														
Prima de Mercado	5,90%																														
Riesgo País	7,72%																														
Riesgo por Tamaño	2,85%																														
Beta de la Industria	0,64																														
Resultado de la Valuación																															
Valor presente de los flujos futuros	AR\$ '000	1.260.721,71																													
Valor de la deuda	AR\$ '000	519.358,28																													
Total valor equity	AR\$ '000	1.999.976,75																													
Cantidad de acciones		500.000.000																													
Precio objetivo próximos 12 meses	AR\$	6,03																													
	<p>Adicionalmente el cálculo de la tasa de descuento WACC se ha realizado considerando un Ke de acuerdo al método de CAPM un Kd en función al costo ponderado de la deuda total de la compañía según el último balance (13,6%)</p>																														

A continuación se explicitan los componentes de la tasa WACC usados:

$$WACC_{AT} = Ke * E / (D+E) + Kd * (1-t) * D / (D+E)$$

$$WACC_{BT} = Ke * E / (D+E) + Kd * D / (D+E)$$

	2014	2015	2016	2017	2018	VT
D/E	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%
Equity	79.4%	79%	79%	79%	79%	79%
Debt	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%	20.6%
Rf	2.29%	2.29%	2.29%	2.29%	2.29%	2.29%
Rp = (Rm-Rf)	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.88%
β_L	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64	0.64
Bu	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55	0.55
Bd	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22	0.22
Rc (Country Risk)	7.72%	7.72%	7.72%	7.72%	7.72%	7.72%
Size Premium	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%	2.85%
Tax Rate	35%	35%	35%	35%	35%	35%
Tax Shield	4%	4%	4%	4%	4%	4%
inflation adjustment	1.252	1.250	1.213	1.129	1.081	1.081
Ke in US\$	16.63%	16.63%	16.63%	16.63%	16.63%	16.63%
Ke in AR\$	50.76%	50.42%	45.43%	34.02%	27.43%	27.43%

Valuación por Múltiplos:

Los siguientes datos que se presentan corresponden a la valuación por metodología del múltiplos, analizando las compañías más importantes de sector:

Cencosud (Chile)

Pão de Açúcar (Brasil)

Chedraui (México)

A continuación observamos la relación de los múltiplos de La Anónima con los comparables elegidos.

Destacamos que el ratio P/E se calculó en base al valor de la acción resultante del estudio realizado (AR\$ 4,00)

2014	P/E	EV/EBITDA	P/BV	EV/SALES
CENCOSUD	16,30	7,90	1,50	0,60
CHEDRAUI	20,20	10,50	2,10	0,70
PAO DE AZUCAR	16,70	7,60	2,70	0,60
MAXIMO	20,20	10,50	2,70	0,70
MINIMO	16,30	7,60	1,50	0,60
PROMEDIO	17,73	8,67	2,10	0,63
LA ANONIMA	5,41	5,76	1,79	0,25

El análisis estima para los próximos 12 meses que la acción se encuentre entre AR\$ 10,32 y AR\$ 14,39.

VALUACION POR MULTIPLOS	2014E
	EV/EBITDA
CENCOSUD	7,90
CHEDRAUI	10,50
PAO DE AZUCAR	7,60
EBITDA SAIEP	734.493,04
Multiplo Máximo	10,50
EV Máximo	7.712.176,91
(+) Non operating assets	40,54
(-) Financial debt	-519.358,28
Equity Value	7.192.859,18
Precio Acción Máximo	14,39
Múltiplo Mínimo	7,60
EV Mínimo	5.582.147,10
(+) Non operating assets	40,54
(-) Financial debt	-519.358,28
Equity Value	5.062.829,36
Precio Acción Mínimo	10,13

Análisis de Sensibilidad

Se ha realizado un análisis de sensibilidad del valor de la compañía respecto a las dos variables que mayor incidencia tienen en el cálculo de la misma, y esas son la tasa de crecimiento (g) y tasa de descuento (WACC).

A continuación se expone un cuadro resumen con los resultados obtenidos, simulando una variación de más y en menos del 10% de la tasa de descuento (wacc) y una variación en la tasa de crecimiento en más y en menos un punto porcentual.

WACC	Tasa de Crecimiento g			
		4%	5%	6%
90%		5,9	5,9	5,9
100%		5,0	5,0	5,0
110%		4,4	4,4	4,4

Esto implica que considerando los diferentes escenarios de estas variables, el valor de la acción se encontraría en el rango de AR \$ 4,4 y AR \$ 5,9.

Así mismo, se ha añadido un análisis de sensibilidad de las dos variables influyentes en el árbol de ingresos, que son los M2 e inflación. Variando cada uno de ellos en un 10% con el fin analizar cómo se modifica el valor de la compañía.

En el cuadro que se ilustra a continuación, se puede observar los resultados del análisis:

		Inflación		
		90%	100%	110%
M2	90%	5,2	5,2	5,2
	100%	5,0	5,0	5,0
	110%	4,8	4,8	4,8

En este caso el rango de valor de la compañía simulado con estas variables se encuentra entre AR\$ 4,8 y AR\$ 5,2.

En conclusión se puede inferir que el valor de la compañía es mayormente más sensible a la variación a la tasa de crecimiento y tasa de descuento en primer lugar y en segundo lugar a la inflación y ampliación de superficie de M2 de ventas.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

Rol del Gobierno

En referencia al rol del gobierno dentro del sector, destacamos que en el mes de febrero del corriente año, desde la Secretaría de Comercio se sancionó una prohibición a los supermercados para publicar los precios y ofertas en diarios y canales de televisión. En el mismo mes, la compañía participó del acuerdo con la Secretaría de Comercio para no modificar los precios de 500 productos. La medida tendría efecto hasta el mes de octubre y forma parte de una estrategia del gobierno para controlar la inflación.

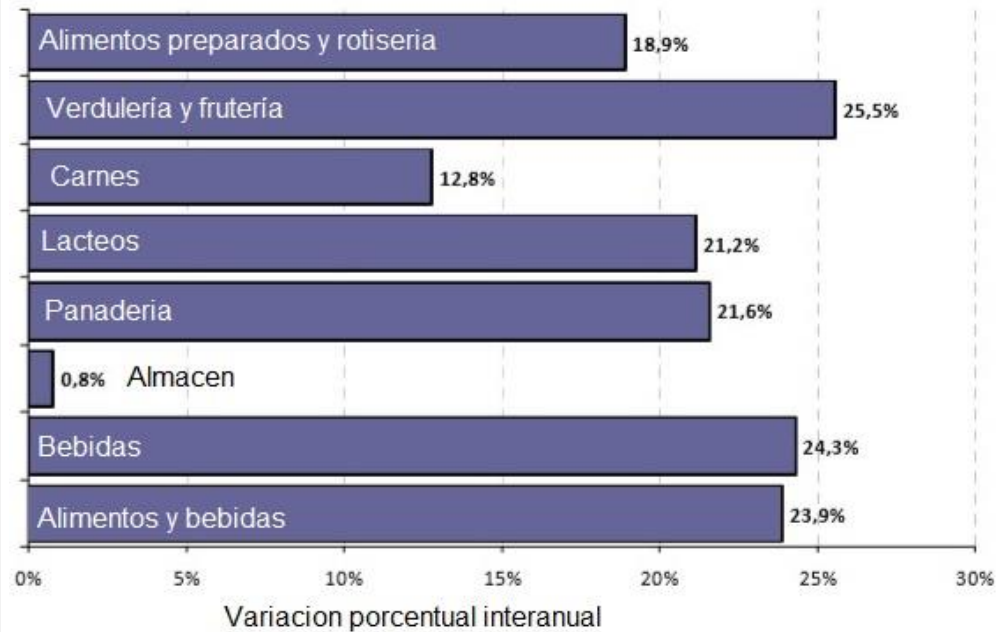
En octubre 13 se llevaron a cabo las elecciones legislativas, en las cuales se evidenció una caída en el apoyo al oficialismo, y se espera que se adopten medidas tales como la eliminación de las restricciones sobre precios y publicidad implementadas para controlar la medición de la inflación.

Proveedores

La compañía cuenta con una red diversificada de proveedores y gran capacidad de negociación para asegurar el abastecimiento de sus sucursales, las cuales no se ven significativamente afectadas por la presión que se experimenta en el sector debido al congelamiento de precios aplicado por la Secretaría de Comercio.

En el rubro carnicerías, las sucursales son abastecidas a través de actividades frigoríficas de la compañía y en los próximos meses como consecuencia de la

	<p>compra del frigorífico Pampa Natural se extenderá la capacidad de abastecimiento propia.</p>
<p><i>Potenciales competidores</i></p>	<p>En términos de empresa, impulsadas por el desarrollo productivo e incremento en el poder adquisitivo de las regiones donde la compañía tiene presencia, las grandes cadenas Wal-Mart, Carrefour y Cencosud están estableciendo nuevas sucursales.</p> <p>Referente a estructura, los potenciales competidores son los “Súper de Cercanía” cuyo crecimiento en 2013 es superior al de los formatos tradicionales.</p>
<p><i>Consumidores</i></p>	<p>El índice de confianza de consumidores, medidos por la Universidad Torcuato Di Tella, arroja los siguientes datos: Una tendencia positiva de diciembre a enero, negativa de febrero a mayo, y positiva de junio a agosto. Las fluctuaciones se relacionan principalmente con la intervención del gobierno en las actividades comerciales.</p> <p>Los datos de publicados por el INDEC de la Encuesta Anual de Supermercados a Junio 2013 refleja un incremento en el consumo del 27,2% respecto al mismo mes, del año anterior.</p> <p>Se estima un aumento del consumo en el corto plazo impulsado por las modificaciones sancionadas por el gobierno nacional sobre el impuesto a las ganancias.</p> <p>A continuación presentamos gráficamente la variación anual a Mayo 2013 de las ventas por sector:</p>
<p><i>Grafico 5: Variación de ventas por sector.</i></p>	



Fuente: Deloitte: Informe sectorial de Consumo Masivo en Argentina – Mayo 2013

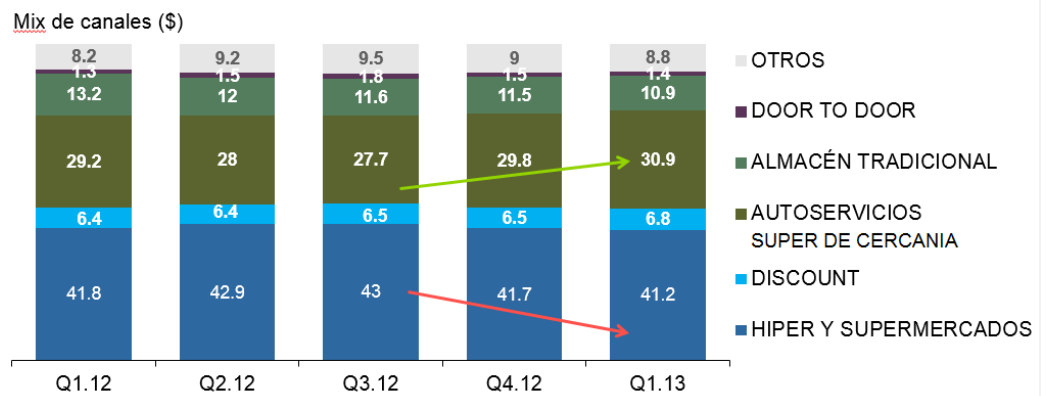
Factores Claves

- **Trayectoria:** Supermercados La Anónima implementó a fines de la década del 70 una estrategia de desarrollo y posicionamiento en la región de la Patagonia que los llevo a ser en la actualidad líderes en la industria en la región y continuar expandiéndose en el país, llegando a ser hoy la cuarta empresa del rubro en el ámbito nacional y la segunda de bandera Argentina.
- **Logística:** La estructura logística de la sociedad permite garantizar el abastecimiento permanente de las sucursales. Por medio de la red de nueve centros regionales de distribución y dos centros de transferencia estratégicamente ubicados en el país y diseñados con la flexibilidad necesaria para adaptarse a los proveedores y la geografía de la zona, la compañía logró una alta eficiencia en distribución, abastecimiento y costos de transporte, generando una ventaja competitiva de excelencia.
- **Inversión en Infraestructura:** Se considera fundamental ofrecer al cliente un ambiente cómodo y atractivo para captar su atención, brindar una experiencia satisfactoria y generar la intención de vuelta al establecimiento. Para ello se realizan constantes tareas de remodelación de las tiendas, zonas complementarias para cafetería y locales, y desarrollos de gran envergadura como los paseos de compras y entretenimientos.

Competidores

- Competencia en Canales: Al primer trimestre de 2013 se observa una caída en la facturación de los supermercados e hipermercados y un leve aumento en los canales de autoservicio. Dentro del segmento de formatos modernos, se destaca el Súper de Cercanía (entre 1 y 3 cajas) los cuales registraron un ticket promedio de \$100, el cual se encuentra más cercano al ticket promedio de los super/hiper mercados, que de los autoservicios y almacenes. El formato de súper de cercanía se perfila como el canal con mayor impulso de desarrollo entre las grandes cadenas (Ej. Carrefour Express) para el 2013/2014.

Gráfico 6:
Evolución de
ingresos por
trimestre y canal



Fuente: Kantar Worldpanel: Consume Insights 2013 Argentina

- Market Share

Los datos brindados por el INDEC en la Encuesta Anual de Supermercados indican una variación en las ventas del sector del 24,8%, si comparamos este dato con el incremento interanual en las ventas (ajustado a NIIF) el cual es del 27,67%, observamos una mejora en el market share.

La competencia se incrementó en el último periodo y se pronostica que continúe el próximo periodo. En pos de conservar e incrementar la posición de la compañía en el mercado, se continúan desarrollando técnicas de penetración y fidelización de mercado a través de la expansión geográfica, ampliaciones y remodelaciones, simplificación en el sistema de otorgamiento de Tarjeta La Anónima y beneficios para el personal.

Las grandes cadenas con mayor competencia en el mercado son Carrefour. Día, Jumbo/Vea/Disco, WalMart y Coto. No obstante de ello, en los últimos años se ha observado un aumento en la cantidad de supermercados nucleados en la Cámara de Autoservicios y Supermercados de Residentes Chinos de Argentina (CASRECH). Los supermercados chinos, representan el 54% del total de autoservicios del país, el 11% de ellos se encuentran en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 57% en el Gran Buenos Aires y el 32% en el interior del país.

Las ventas de la compañía se concentran principalmente en la Patagonia, siendo Carrefour (que incluye las cadenas Dia y Super Eki) es el competidor más importante de la región por volumen de venta como así también por cantidad de locales. No obstante de ello, en los últimos aumento su presencia en la región los supermercados Vea y Disco (propiedad de Cencosud “Jumbo”) y Changomas (Wal-Mart).

De acuerdo a un último ranking de consumo difundido en el mes de abril, las grandes cadenas concentran el 70% de la facturación de la industria, dentro de la cual el mercado se distribuye de la siguiente manera:

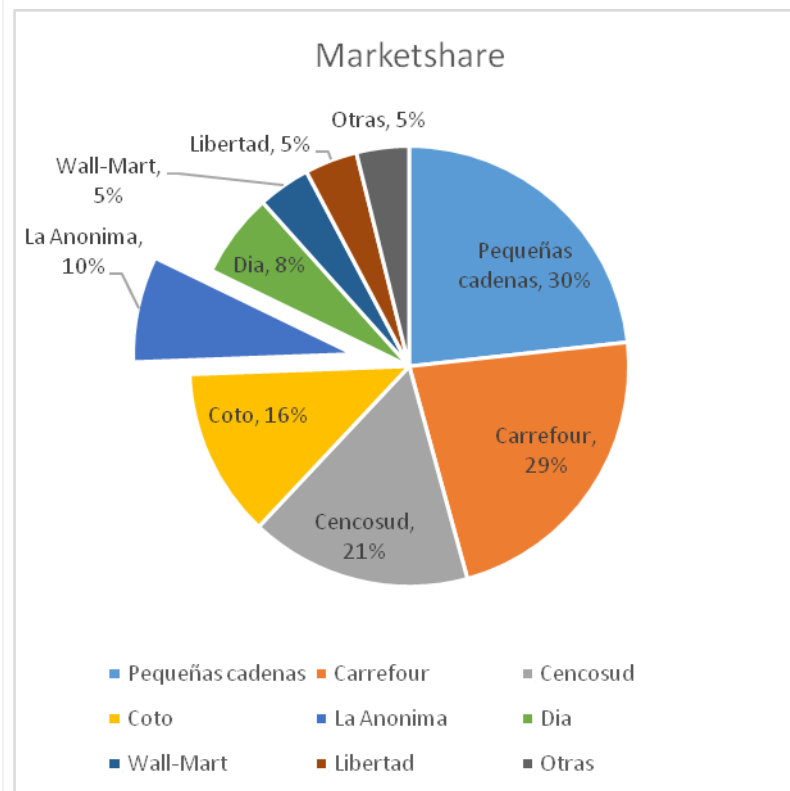


Gráfico 7: Distribución de mercado por sociedades / grupo

DESCRIPCIÓN DE LA COMPAÑÍA

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia (La Anónima) es una empresa con más de 100 años de existencia que actualmente lidera el supermercadismo en la región patagónica de la República Argentina.

La compañía opera a través de 140 sucursales distribuidas en 77 ciudades de las provincias de Buenos Aires, Corrientes, Rio Negro, Tierra del Fuego, Chubut, La Pampa, Santa Cruz, Córdoba, Neuquén y Santa Fe, y cuenta con 11 centros de logística estratégicamente ubicados para optimizar sus operaciones.

Productos

SAIEP comercializa productos de consumo masivo a través de Supermercados La Anónima y carnes por su frigorífico homónimo.

Comercialización de productos por proveedores

	<ul style="list-style-type: none"> • Supermercados La Anónima cuenta con una extensa variedad de productos de consumo masivo (alimentos, bebidas, limpieza, textiles, bazar) cuidando el abastecimiento constante de las sucursales a través de una ambiciosa red de logística para que los clientes siempre encuentren en las góndolas los productos que deseen consumir <p>Comercialización de productos de marca propia:</p> <ul style="list-style-type: none"> • La Anónima: Compuesta por más de 400 productos en los sectores de Almacén, Perfumería, Limpieza, Lácteos y Fiambres, Panadería, Librería y Útiles escolares. Los productos alimenticios incluyen aptos para celíacos. • La Anónima Elaboración Propia: Panificados, repostería, pasta y pizzas elaborados en la sucursal. • Best: Alimentos en conservas. • La Anónima Disney / Kids: Línea de productos alimenticios y nutricionales para niños. • Textiles: Swan Lake Textil (blancos), Izzi Indumentaria (adultos) y Blue Bear (indumentaria de niños) <p>Comercialización de productos derivados de la actividad frigorífica:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Frigorífico La Anónima: Planta de aproximadamente 600 empleados, con capacidad frigorífica de condensado para 4.000.000 kcal/h y capacidad de Faena de 16.000 cabezas por mes. Su principal mercado de exportación es Alemania (65%) e Israel (22%). Al finales de periodo 2013 se exportaron 7.677 tn, de las cuales 1.353 corresponden a la cuota Hilton, la cual ya ha sido reasignada para el periodo 2013/14. El establecimiento cumple con el certificado de Gestión de Calidad ISO 9001-2008. • Frigorífico Pampa Natural S.A: En el mes de Septiembre se concretó la compra del frigorífico de referencia, ubicado en la provincia de La Pampa. En el periodo 2013/14 se trabajara en la puesta en marcha de la planta y se invertirá en infraestructura, permitiendo a la sociedad expandir su capacidad de abastecimiento local y de exportación.
<i>Estrategias</i>	<p>Fidelización del cliente: La compañía apuesta al sistema de financiamiento propio y otorgamiento de beneficios a través de la tarjeta La Anónima para atraer nuevos clientes y fidelizar a los actuales. Actualmente hay más de 85.000 cuentas activas a clientes y 6.000 a colaboradores internos de la compañía, y alrededor de 1.000 empleados de las empresas proveedoras de La Anónima.</p>

	<p>Desarrollo de logística: Supermercados La Anónima cuenta con una red de centros de distribución y bases de transferencia ubicadas estratégicamente para el abastecimiento de las sucursales de forma eficiente, contribuyendo a la optimización de costos. La red logística está en continua expansión en pos de adoptarse a la estrategia de diversificación geográfica de la compañía. Adicionalmente se brindan servicios de logística a terceros, los cuales tendrán mayor participación en los ingresos a medida que la red se expanda y desarrolle.</p> <p>Desarrollo de autoabastecimiento: SAIEP es propietaria del frigorífico La Anónima, el cual abastece los supermercados de la compañía, además de exportar al exterior. En el próximo ejercicio, se proyecta la adquisición del frigorífico Pampa Natural, con el objetivo de aumentar la capacidad de autoabastecimiento e impulsar el crecimiento de la unidad de negocio de exportación de carne.</p>
<i>Comercialización:</i>	<p>SAIEP comercializa sus productos a través de Supermercados La Anónima, el cual cuenta con 140 sucursales en 172.081 mts² de área de ventas en las provincias de Buenos Aires, Corrientes, Rio Negro, Tierra del Fuego, Chubut, La Pampa, Santa Cruz, Córdoba, Neuquén y Santa Fe, abastecidas a través de 10 centros de distribución estratégicamente localizados a lo largo del país. Sus actividades secundarias son la frigorífica, que se comercializa a través de las sucursales de Supermercados La Anónima y al mercado extranjero, y la actividad logística que brinda servicios a la misma cadena de supermercados y a terceros.</p>
<i>Logística</i>	<p>La compañía cuenta con 9 centros de distribución ubicados en Chacabuco, Viedma, Cipoletti, Bariloche, Trelew, Comodoro Rivadavia, Rio Gallegos, Ushuaia y Rafaela, y dos bases de transferencia de cargas en Buenos Aires y Mendoza, equipadas con la última tecnología del sistema "Cross-Docking" que acelera el flujo de los productos.</p>
DESCRIPCIÓN DE LA GERENCIA	<p>SAIEP se encuentra presidida por el Ingeniero Federico Braun (65) desde el año 1980, ex director de Banco Galicia (1984-2001) y actual director del Grupo Financiero Galicia (2002-presente). En 2011 fue reconocido con el premio Endeavor al Empresario Modelo del Año.</p> <p>La distribución de cargos de la compañía se detalla a continuación.</p> <p>Presidente y Director Delegado: Ing. Federico Braun Vice Presidente: Ing. Santiago Braun</p>

Director: Cr. Alfonso Mario Lago
 Director: Sr. Juan José Badano
 Director: Lic. Federico Mauricio Braun
 Director: Cr. Pablo Ernesto Dusserre
 Director: Lic. Nicolás Bonofiglio

COMPOSICIÓN ACCIONARIA

A continuación se detalla la composición accionaria de la compañía cuyo free float es de 23,05%.

NUMERO DE ORDEN	FECHA AÑO 2013		ACCIONISTA NOMBRE Y APELLIDO COMPLETO DOCUMENTO DE IDENTIDAD DOMICILIO	CANTIDAD DE ACCIONES O CERTIFICADOS		CAPITAL \$	CANTIDAD DE VOTOS
	DIA	MES		CLASE "A" 5 VOTOS	CLASE "B" 1 VOTO		
1	13	09	JUAN JOSE BADANO L.E. N° 4.381.647 MONTEVIDEO 1722 – 8° A – C.A.B.A. (real)	---	8.000	8.000	8.000
2	13	09	ERNESTO OSCAR ALVAREZ D.N.I. N° 8.274.776 DRAGO 2656 – CASTELAR – BS. AS. (real)	---	1.315.000	1.315.000	1.315.000
3	13	09	MARIA LAURA FERRARI HERRERO D.N.I. N° 20.695.362 HOYO 5 N° 645 – GARIN – BS. AS. (real)	---	12.000	12.000	12.000
4	13	09	RICARDO RAUL BLANCO Y/O OTRA D.N.I. N° 13.364.105 VICENTE LOPEZ 1854 – 2° A – C.A.B.A. (real)	---	198.580	198.580	198.580
5	16	09	RICARDO L. MASCARETTI Y/O D.N.I. N° 4.070.976 25 DE MAYO 277 – 4° – C.A.B.A. (const.)	---	120.000	120.000	120.000
6	16	09	RICARDO L. MASCARETTI Y/O EMILCE C. DE D.N.I. N° 4.070.976 25 DE MAYO 277 – 4° – C.A.B.A. (const.)	---	3.570.000	3.570.000	3.570.000
7	16	09	TERESA E D. MASCARETTI Y/O MAURI, MIRTA B. D.N.I. N° 4.352.901 25 DE MAYO 277 – 4° – C.A.B.A. (const.)	---	1.065.000	1.065.000	1.065.000
8	19	09	ANSES FGS LEY 26.425 TUCUMAN 500 CIUDAD AUT. DE BUENOS AIRES	---	101.197.740	101.197.740	101.197.740
9	23	09	FEDERICO BRAUN L.E. N° 4.754.991 R. DE ELIZALDE 2848 – 4° A – C.A.B.A. (real)	537.341	196.405.258	196.942.599	199.091.963
10	23	09	SANTIAGO BRAUN L.E. N° 4.394.868 ESPAÑA 965 – SAN ISIDRO – BS. AS. (real)	124.137	5.147.262	5.271.399	5.767.947
11	23	09	PABLO BRAUN D.N.I. N° 25.097.889 HONDURAS 5582 – C.A.B.A. (real)	262.865	88.596.404	88.859.269	89.910.729
12	23	09	INES BRAUN Y LEDESMA D.N.I. N° 25.745.400 AV. CALLAO 1455 – 11° – C.A.B.A. (real)	262.865	89.896.434	90.159.299	91.210.759
13	24	09	DECHENEUX, ARMANDO F.M. Y/O CANAL, A.P. D.N.I. N° 4.213.300 – D.N.I. N° 17.821.744 RIVADAVIA 4687 – 4° A – C.A.B.A. (real)	---	5.000	5.000	5.000
14	26	09	KRUPNIK, GLADYS N. Y/O GARCIA R.A. Y/O H.G. L.C. N° 3.203.264 PASO 760 – 9° B – C.A.B.A. (real)	---	2.000	2.000	2.000
				1.178.208	487.538.678	488.725.886	493.474.718

Fuente: Comisión Nacional de Valores

ANÁLISIS DE RIESGOS

- Liquidez de la acción: Se observa por medio de los datos obtenidos en Yahoo Finance en referencia a la acción de PATA al día de la fecha, un promedio diario de AR\$ 34.207 (considerados los últimos 3 meses), lo cual se considera bajo y genera un riesgo ante la decisión de operar la acción (compra/venta)

MATRIZ DE CALIFICACION DE LA LIQUIDEZ

Rotación	Liquidez de mercado		
	Alta	Media	Baja
Nivel 1	Alta	Alta	Media
Nivel 2	Alta	Media	Baja
Nivel 3	Media	Baja	<u>Baja</u>

Fuente: Evaluadora Latinoamericana S.A. Mayo 2013

- Estrategia de gestión del riesgo financiero: Basada en estructura de gobierno corporativo, segregación de funciones, ambiente de control, metodologías de apoyo para la toma de decisiones, sistemas de información y procedimientos formales documentados.
- Riesgo de mercado: Involucra las variaciones de tasas de interés y tipo de cambio, pudiendo afectar la posición financiera, resultados y flujo de caja. La sociedad cuenta con activos en USD, CLP y EUR mientras que actualmente no cuenta con pasivos en moneda extranjera. Los riesgos asociados a la tasa de interés se refieren a los préstamos tomados en el periodo 2013/14 a tasa variable. A junio de 2013 el total de la deuda financiera estaba tomada a tasa fija que puede afectar a la sociedad en una variación de su valor razonable. La política de SAIEP es mantener un equilibrio entre instrumentos a tasa fija y variable.
- Riesgo de crédito: Se refiere al efectivo y equivalentes depositados en instituciones financieras, crédito a clientes y otros créditos existentes. El 53% de las operaciones con clientes se realizan en tarjetas de crédito / débito administradas por empresas de amplia trayectoria y bajo un acuerdo con Tarjetas del Mar SA para la gestión de la tarjeta propia de La Anónima. La compañía minimiza los riesgos a través de seguros de caución, carta de crédito y otros instrumentos y provisiones para potenciales pérdidas por créditos.
- Riesgo de liquidez: La compañía cuenta con variadas alternativas de financiamiento para potenciales déficits de caja tanto en bancos como en otros mercados de deuda. Al cierre de periodo la sociedad cuenta con líneas de créditos disponibles no utilizadas por AR\$ 878.000.000,-

**ANÁLISIS
HISTÓRICO Y
PROYECCIONES
ECONÓMICO
FINANCIEROS.**

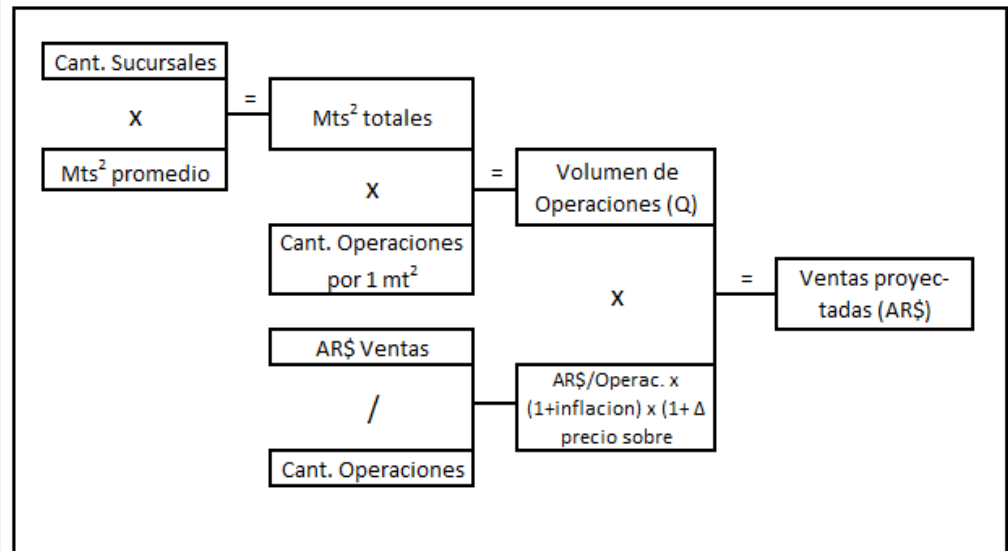
*Supuestos
operativos*

Ingresos por mercadería (Supermercados):

Nuestro trabajo de estimación de los ingresos para los periodos 2014 a 2018 se realizó por medio del estudio de datos históricos desde el año 2008.

A continuación se presenta el diagrama “Árbol de Ingresos” para el rubro Supermercados de SAIEP.

Gráfico 8: Arbol de Ingresos SAIEP: Supermercados La Anónima



Fuente: Elaboración propia

Cant. Sucursales: Se estima por promedio histórico que se abrirían 5 sucursales por año. En los últimos dos años se hizo una inversión extraordinaria en expansión geográfica, pero no se proyecta esta tendencia para los próximos años.

Operaciones por mts2: Se estima un aumento de 0,4 operaciones por mts2 de inversión en función de los datos históricos. El declive en los últimos 3 años se explica por la apertura de nuevos locales en áreas donde no se es líder, y se está en proceso de penetración de mercado.

Mts² promedio: 1.230 mts2 provenientes de los metros cuadrados totales destinados a ventas al cierre del periodo 2013 sobre la cantidad de sucursales.

Ventas / Cant. De Operaciones: Se toman los datos del último cierre junio 2013.

Ingresos por actividad frigorífica:

Se estimó para el frigorífico La Anónima operaciones constantes, mientras que para Pampa Natural se estimaron los ingresos en función de las cabezas de ganado que procesan actualmente y se proyectó un aumento hasta alcanzar la plena capacidad de 1.000 cabezas de ganado. Los costos y gastos se estimaron como constantes en función de los costos y gastos del frigorífico La Anónima.

Costos y Gastos:

- Costo de Mercadería Vendida: La proyección se hizo manteniendo constantes los porcentajes del año 2013 de Costo sobre Ingresos para los periodos 2014 a 2018.
- Gastos de Administración y Comercialización:

	RUBROS	GASTOS ADMINISTRATIVOS	GASTOS COMERCIALES																																																																																				
	Otros Gastos de Funcionamiento	Inflacion * Tasa Inversion mts ²	%Ventas (constante 2013)																																																																																				
	Impuestos, patentes y tasas varias	%Ventas (constante 2013)	%Ventas (constante 2013)																																																																																				
	Impuesto sobre los Ingresos Brutos		%Ventas (constante 2013)																																																																																				
	Publicidad y Propaganda		Inflacion																																																																																				
	Calefacción, luz y fuerza motriz	%Ventas (promedio 2009/13)	%Ventas (promedio 2009/13)																																																																																				
	Honorarios y Retribuciones por servicio	Inflacion	%Ventas (promedio 2009/13)																																																																																				
	Honorarios y Retribuciones a Directores	Inflacion																																																																																					
	Gastos Generales	Inflacion	Inflacion																																																																																				
	Gastos Teléfono	%Ventas (promedio 2009/13)	%Ventas (promedio 2009/13)																																																																																				
	Alquileres Perdidos	Inflacion	Inflacion																																																																																				
	Remuneraciones Personal	Inflacion * Tasa Inversion mts ²	%Ventas (constante 2013)																																																																																				
	Cargas Sociales	%Sueldos (constante 2013)	%Ventas (constante 2013)																																																																																				
	Mantenimiento de Bienes de Uso	Inflacion	Inflacion																																																																																				
	Comisiones e Intereses a favor de 3ros	Inflacion	Inflacion																																																																																				
	Comisiones e Intereses Bancarios		Inflacion																																																																																				
<i>Supuestos de inversión</i>	Se estima una inversión en infraestructura de área de ventas de 4 sucursales por año de dimensiones promedio 1.200 mts ² a un valor de USD 1.200,- por mts ² .																																																																																						
<i>Supuestos de capital de trabajo</i>	<p>Los supuestos asumidos en el capital de trabajo fueron:</p> <p>Mantener constante los días de efectivo.</p> <p>Proyectar bajo promedio histórico los días de cuentas y otros por cobrar.</p> <p>Se estima una disminución en los días de stock debido a una tendencia descendente del índice inflacionario a partir del año 2015 con lo cual la compañía mantendrá una política de stock menores que le permitirá optimizar sus costos de almacenamiento y operativos.</p> <p>Los conceptos en pasivos, se estiman por promedio histórico.</p> <p>Days of Working Capital</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>Concept</th> <th>2013</th> <th>2014E</th> <th>2015E</th> <th>2016E</th> <th>2017E</th> <th>2018E</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td colspan="7">Current Assets</td> </tr> <tr> <td>Cash</td> <td>6</td> <td>6</td> <td>6</td> <td>6</td> <td>6</td> <td>6</td> </tr> <tr> <td>Accounts receivable</td> <td>16</td> <td>16</td> <td>16</td> <td>16</td> <td>16</td> <td>16</td> </tr> <tr> <td>Other receivable</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> <td>3</td> </tr> <tr> <td>Stocks</td> <td>50</td> <td>50</td> <td>50</td> <td>46</td> <td>46</td> <td>46</td> </tr> <tr> <td>Other Assets</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td colspan="7">Current Liabilities</td> </tr> <tr> <td>Accounts Payable</td> <td>43</td> <td>43</td> <td>43</td> <td>43</td> <td>43</td> <td>43</td> </tr> <tr> <td>Provisions</td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> <td></td> </tr> <tr> <td>Fiscal liabilities</td> <td>61</td> <td>61</td> <td>61</td> <td>61</td> <td>61</td> <td>61</td> </tr> <tr> <td>Social liabilities</td> <td>60</td> <td>60</td> <td>60</td> <td>60</td> <td>60</td> <td>60</td> </tr> </tbody> </table>			Concept	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	Current Assets							Cash	6	6	6	6	6	6	Accounts receivable	16	16	16	16	16	16	Other receivable	3	3	3	3	3	3	Stocks	50	50	50	46	46	46	Other Assets							Current Liabilities							Accounts Payable	43	43	43	43	43	43	Provisions							Fiscal liabilities	61	61	61	61	61	61	Social liabilities	60	60	60	60	60	60
Concept	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E																																																																																	
Current Assets																																																																																							
Cash	6	6	6	6	6	6																																																																																	
Accounts receivable	16	16	16	16	16	16																																																																																	
Other receivable	3	3	3	3	3	3																																																																																	
Stocks	50	50	50	46	46	46																																																																																	
Other Assets																																																																																							
Current Liabilities																																																																																							
Accounts Payable	43	43	43	43	43	43																																																																																	
Provisions																																																																																							
Fiscal liabilities	61	61	61	61	61	61																																																																																	
Social liabilities	60	60	60	60	60	60																																																																																	
<i>Supuestos Macroeconómicos</i>	A continuación se exponen los supuestos macroeconómicos utilizados para la valuación.																																																																																						

Concept	2013A	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Argentina						
GDP real increase (%)	1.0%	2.2%	2.0%	2.5%	3.0%	3.0%
Average annual inflation (Dic-Dic)	27.1%	27.0%	27.0%	23.5%	15.0%	10.0%
Average monthly inflation	2.0%	2.0%	2.0%	1.8%	1.2%	0.8%
Nominal exchange rate AR\$/US\$ (Ene-Dic)	5.76	6.98	8.86	11.20	13.42	15.43
Devaluation	-16.1%	-17.5%	-21.2%	-20.9%	-16.5%	-13.1%
USA						
Average annual inflation (Dic-Dic)	1.7%	1.4%	1.6%	1.8%	1.9%	1.8%
Average monthly inflation	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.2%	0.1%

*Supuestos
Financieros*

Estructura Financiera: La compañía finaliza el periodo 2013 con una posición negativa de deuda financiera en AR\$ 46.010.345, lo que representa un 0,47% de los ingresos por venta y en relación al periodo anterior, registra una variación negativa justificada por el aumento en intereses perdidos debido a un mayor nivel de endeudamiento y tasas de interés, y a intereses pagados por descuentos de cobranzas de tarjeta propia.

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.

Los Egresos Financieros se estiman a la tasa del costo de la deuda considerando el 100% de deuda en pesos. 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 1,3% calculado en función del ratio Deuda Financiera/EBITDA.

Impuestos

La tasa del Impuesto a las Ganancias se considera del 35% sobre el resultado antes de impuestos para todo el período proyectado.

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.

**FUENTES DE
INFORMACIÓN**

- Yahoo Finance
- Bolsa de Comercio de Buenos Aires
- Comisión Nacional de Valores
- INDEC “Encuesta Anual de Supermercados” Junio 2013
- Damodaran.

-
- | | |
|--|--|
| | <ul style="list-style-type: none">• 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 2012. www.macrosintesis.com.ar• Evaluadora Latinoamericana S.A. Calificadora de riesgo “S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia” Mayo 2013• Área de Sectores Alimentarios - Dirección de Agroalimentos - Secretaria de Agricultura, Ganadería y Pesca “El supermercadismo Argentino, Informe de Coyuntura del Sector Nro. 2” Febrero 2013• Deloitte “Informe Sectorial de Consumo Masivo” Mayo 2013 |
|--|--|

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia**Estado de Situación Patrimonial Histórico y Projectado AR\$ MM**

	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Activo									
Activo Total	1.416,2	1.737,5	2.324,0	3.028,9	4.109,0	5.454,1	7.157,5	8.768,0	10.399,8
Activo Corriente	647,3	890,4	1.174,4	1.675,4	2.773,2	4.133,0	5.833,9	7.425,0	8.974,0
Caja y Bancos	48,6	73,6	93,6	112,2	652,5	1.289,2	2.229,0	3.158,0	4.146,6
Efectivo	31,9	34,9	93,5	112,1	157,4	211,4	282,9	334,8	378,6
Inversiones Transitorias	16,7	38,6	0,0	0,0	495,1	1.077,8	1.946,1	2.823,2	3.768,1
Créditos por Ventas	170,0	237,7	402,7	655,0	833,4	1.115,2	1.476,3	1.748,4	1.979,1
Accounts receivable	146,9	203,9	336,2	532,4	745,4	998,5	1.325,8	1.569,8	1.776,4
Otros Créditos	23,1	33,7	66,5	122,5	88,0	116,7	150,5	178,6	202,6
Stocks	428,6	579,2	678,2	908,3	1.287,2	1.728,6	2.128,6	2.518,6	2.848,3
	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Non Current Assets	768,9	847,1	1.149,6	1.353,4	1.335,8	1.321,1	1.323,6	1.343,0	1.425,8
Accounts receivable	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Stocks	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other receivable	7,8	11,4	59,2	66,3	66,3	66,3	66,3	66,3	66,3
Part. Perm. En Soc.	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Fixed Asset	761,1	835,7	1.090,4	1.287,1	1.269,5	1.254,8	1.257,3	1.276,7	1.359,5
Investments	14,9	20,2	22,7	22,7	22,5	22,3	22,1	21,8	21,6
Intangible Assets	1,0	0,4	0,3	0,7	-	0,0	0,0	0,0	0,0
Goodwill	5,0	-	-	-	-	-	-	-	-
Fixed assets	740,3	815,1	1.067,4	1.263,7	1.247,0	1.232,5	1.235,2	1.254,8	1.337,9
LIABILITIES									
Total Liabilities	738,9	948,4	1.371,0	1.910,7	2.620,9	3.428,9	4.393,6	5.110,1	5.680,5
Current Liabilities	699,6	891,9	1.225,8	1.606,5	2.334,9	3.089,0	4.007,6	4.691,6	5.245,4
Accounts Payable	410,6	541,7	767,7	953,8	1.338,7	1.797,7	2.406,1	2.847,0	3.219,7
Financial debt and Corporate Bonds	132,9	169,8	198,6	303,7	457,0	581,7	688,5	763,7	801,9
Financial debt	132,9	169,8	198,6	303,7	457,0	581,7	688,5	763,7	801,9
Corporate Bonds	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisions	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Social and Fiscal liabilities	152,5	176,2	247,6	336,9	527,1	697,3	900,7	1.068,6	1.211,7
Fiscal liabilities	48,8	30,3	50,4	74,5	186,0	249,2	328,8	389,8	441,6
Social liabilities	103,6	145,9	197,2	262,4	341,1	448,1	571,9	678,9	770,1
	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other liabilities	3,7	4,2	11,9	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2	12,2
Non Current Liabilities	39,3	56,5	145,2	304,2	286,0	339,9	386,0	418,5	435,0
Accounts Payable	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Financial debt and Corporate Bonds	24,0	40,5	55,7	215,7	197,4	251,3	297,5	330,0	346,5
Financial debt	24,0	40,5	55,7	215,7	197,4	251,3	297,5	330,0	346,5
Corporate Bonds	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisions	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Social and Fiscal liabilities	-	-	75,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0
Fiscal liabilities	-	-	75,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0	67,0
Social liabilities	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Other liabilities	15,2	16,0	14,5	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6	21,6
	-	-	-	-	-	-	-	-	-
EQUITY	677,3	789,1	953,0	1.118,1	1.488,1	2.025,2	2.763,9	3.657,9	4.719,3
Social Capital	50,0	50,0	50,0	500,0	500,0	500,0	500,0	500,0	500,0
Capital adjustment	0,6	0,6	0,6	-	-	-	-	-	-
Prima de emision	65,7	65,7	65,7	-	-	-	-	-	-
Revaluation reserves	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Sobreprecio Venta Acc	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aportes Irrevocables	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Revaluation reserves	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Legal Reserve	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1	10,1
Other Reserve	0,0	0,0	108,3	384,3	384,3	384,3	384,3	384,3	384,3
Conversion differences	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Retained earnings	432,5	528,6	561,3	26,6	223,7	593,7	1.130,8	1.869,4	2.763,5
Income /loss	118,4	134,2	156,9	197,1	370,0	537,1	738,6	894,0	1.061,4
Liabilites + Equity	1.416,2	1.737,5	2.324,0	3.028,9	4.109,0	5.454,1	7.157,5	8.768,0	10.399,8

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia

Estado de Resultados Histórico y Proyectado en AR\$ MM

Periodo	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Ingresos por Venta	4.739,0	6.173,6	7.671,4	9.794,2	13.712,9	18.367,9	24.390,1	28.878,7	32.679,6
Costo Mercaderías Vendidas	-3.313,0	-4.296,4	-5.349,8	-6.695,0	-9.396,9	-12.619,1	-16.890,0	-19.984,8	-22.600,6
Gross Income	1.426,0	1.877,2	2.321,6	3.099,3	4.316,0	5.748,8	7.500,1	8.894,0	10.079,0
Margen Bruto	30,1%	30,4%	30,3%	31,6%	31,5%	31,3%	30,8%	30,8%	30,8%
Gastos Operativos	-1.196,7	-1.617,9	-2.015,6	-2.696,0	-3.599,7	-4.758,8	-6.176,0	-7.309,0	-8.267,1
Gastos de Administración	-63,6	-81,2	-104,9	-138,8	-187,3	-251,7	-346,9	-407,7	-458,2
Gastos de Comercialización	-1.133,0	-1.536,7	-1.910,8	-2.557,2	-3.412,4	-4.507,1	-5.829,2	-6.901,2	-7.808,8
Otros Ingresos/Egresos	-	-	12,3	14,4	18,2	23,2	28,6	32,9	36,2
EBITDA	229,3	259,3	318,3	417,6	734,5	1.013,1	1.352,7	1.617,9	1.848,1
Margen EBITDA	4,8%	4,2%	4,1%	4,3%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%
Amortización Activos Fijos	-50,1	-59,1	-64,9	-78,6	-93,1	-96,0	-100,6	-105,5	-63,2
EBIT	179,3	200,2	253,4	339,0	641,4	917,1	1.252,1	1.512,4	1.784,9
Margen EBIT	3,8%	3,2%	3,3%	3,5%	4,7%	5,0%	5,1%	5,2%	5,5%
Efectos Financieros	-12,0	-17,8	-33,9	-48,8	-72,2	-90,7	-115,8	-136,9	-152,0
Generados por Activos	1,1	-6,3	2,8	3,9	-1,5	-1,7	-2,5	-2,8	-3,3
Generados por Pasivos	-13,1	-11,6	-36,7	-52,6	-70,6	-89,0	-113,3	-134,1	-148,7
Otros Ingresos/Egresos	7,7	13,4	0,8	2,7	-	-	-	-	-
EBT	175,0	195,7	220,3	293,0	569,2	826,4	1.136,3	1.375,4	1.632,9
Margen EBT	3,7%	3,2%	2,9%	3,0%	4,2%	4,5%	4,7%	4,8%	5,0%
Impuesto a las Ganancias	-56,6	-61,5	-63,3	-95,9	-199,2	-289,2	-397,7	-481,4	-571,5
Resultado Neto	118,4	134,2	156,9	197,1	370,0	537,1	738,6	894,0	1.061,4
Margen Neto	2,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,7%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia

Flujo de Fondos Proyectado en AR\$ MM

Concept	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	641,4	917,1	1.252,1	1.512,4	1.784,9
(+) Amortization/ depreciation	93,1	96,0	100,6	105,5	63,2
(+/-) D Working Capital	(27,5)	(147,9)	(20,8)	(105,2)	(88,4)
(-) CAPEX	(75,5)	(81,3)	(103,1)	(124,9)	(146,0)
(-) Tax on EBIT	(223,9)	(320,4)	(437,4)	(528,3)	(623,6)
(+/-) Other income / expenses	(1,5)	(1,7)	(2,5)	(2,8)	(3,3)
Free Cash Flow	406,0	461,8	788,9	856,6	986,8
(+) Tax shield	24,7	31,1	39,7	46,9	52,1
Capitl Cash Flow	430,7	493,0	828,6	903,6	1.038,9
(+/-) D Financial Debt	135,1	178,7	153,0	107,7	54,7
(-) Interests	(70,6)	(89,0)	(113,3)	(134,1)	(148,7)
Equity Cash Flow	495,1	582,7	868,3	877,2	944,8
Initial Cash	0,0	495,1	1.077,8	1.946,1	2.823,2
Accumulated Cash	495,1	1.077,8	1.946,1	2.823,2	3.768,1
<i>Distribución Divid. Estimada (10%)</i>	<i>73,4</i>	<i>101,3</i>	<i>135,3</i>	<i>161,8</i>	<i>184,8</i>
Accumulated Cash After Divid.	421,7	976,5	1.810,8	2.661,4	3.583,3

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

Concepto	2014	2015	2016	2017	2018
FCF (Nominal)	405.952,9	461.835,8	788.937,9	856.637,0	986.849,6
FF (discounted)	1.260.721,7	285.646,2	229.089,6	283.822,2	222.953,3
g =	5%				
TV					5.570.772,8
Discounted TV	1.258.572,8				1.258.572,8
FCF + TV	2.519.294,5				
Enterprise Value	2.519.294,5				

(+) Non operating assets 40,5

(-) Financial debt -519.358,28

Equity Value 1.999.976,75

VL	2.519.294,5	3.174.402,3	4.041.111,8	4.783.114,6	5.305.497,9	5.570.772,8
D/(D+E)	21%	21%	21%	21%	21%	21%
Debt (mq)	519.358,28	654.410,25	833.084,37	986.049,93	1.093.740,43	1.148.427,45
(+) Non operating assets	40,54	495.134,13	1.077.794,14	1.946.052,91	2.823.213,64	3.768.063,62
Equity Value	1.999.976,75	3.015.126,23	4.285.821,57	5.743.117,56	7.034.971,08	8.190.408,93

Cantidad de Acciones 500.000,00

en miles

Valor por acción AR\$ 4,00 6,03 8,57 11,49 14,07 16,38

Múltiplo Implícito

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
EV	2.519.294,5	3.174.402,3	4.041.111,8	4.783.114,6	5.305.497,9	5.570.772,8
EBITDA 2013	417.598,3	734.493,0	1.013.110,2	1.352.698,1	1.617.857,1	1.848.122,5
EV/EBITDA	6,03	4,32	3,99	3,54	3,28	3,01

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
Concepto		2014	2015	2016	2017	2018
CCF (Nominal)		430.674,3	492.985,7	828.592,7	903.573,0	1.038.911,7
FF (discounted)	1.305.664,1	300.963,2	241.195,9	291.932,5	245.238,6	226.333,9
g =	5%					
TV						5.570.772,76
Discounted TV	1.213.630,4					1.213.630,36
FFC + TV	2.519.294,5					
Enterprise Value	2.519.294,5					
(+) Activos No operativos	40,5					
(-) Deuda Financiera	-519.358,28					
Equity Value	1.999.976,75					
VL	2.519.294,5	3.174.402,3	4.041.111,8	4.783.114,6	5.305.497,9	5.570.772,8

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
Concepto		2014	2015	2016	2017	2018
ECF (Nominal)		495.093,6	582.660,0	868.258,8	877.160,7	944.850,0
FF (discounted)	1.214.799,8	328.400,5	256.928,9	263.271,1	198.452,1	167.747,2
g =	5%					
TV						4.422.345,31
Discounted TV	785.136,4					785.136,44
FFC + TV	1.999.936,2					
Equity Value	1.999.936,2					
(+) Non operating Assets	40,5					
Equity Value	1.999.976,75					
(-) Non operating Assets	(40,5)					
(+) Financial Debt	519.358,3					
Enterprise Value	2.519.294,5					
Equity	1.999.936,2	2.519.992,1	3.208.027,4	3.797.064,6	4.211.757,4	4.422.345,3
Debt	519.358,28	654.410,25	833.084,37	986.049,93	1.093.740,43	1.148.427,45
VL	2.519.294,5	3.174.402,3	4.041.111,8	4.783.114,6	5.305.497,9	5.570.772,8
VL	2.519.294,5	3.174.402,3	4.041.111,8	4.783.114,6	5.305.497,9	5.570.772,8

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
Concepto		2014	2015	2016	2017	2018
FCF (Nominal)		405.952,9	461.835,8	788.937,9	856.637,0	986.849,6
FF (discounted)	1.185.637,3	279.211,5	218.906,5	265.532,8	219.967,7	202.018,7
g =	5%					
TV						5.070.478,60
Discounted TV	1.037.981,4					1.037.981,37
FFC + TV	2.223.618,6					
Enterprise Value (u)	2.223.618,6					

Vu	2.223.618,6	2.827.024,1	3.640.357,0	4.337.783,4	4.829.027,2	5.070.478,6
----	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Tax Shield (Nominal)		82.512,6	103.313,3	119.052,4	107.238,5	97.370,5
Tax Shield (discounted)	193.260,3	56.751,6	48.969,7	40.069,5	27.536,7	19.932,8
Terminal Value						500.294,16
Discounted TV	102.415,6					102.415,58
TS + TV	295.675,9					
Tax Shield Value	295.675,9					

Enterprise Value (levered) 2.519.294,5

(+) Non operating Assets 40,5

(-) Financial Debt -519.358,28

Equity Value 1.999.976,75

S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia

Historical and Projected Ratios

Período	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
Profitability Ratios									
Gross Margin	30,1%	30,4%	30,3%	31,6%	31,5%	31,3%	30,8%	30,8%	30,8%
EBITDA Margin	4,8%	4,2%	4,1%	4,3%	5,4%	5,5%	5,5%	5,6%	5,7%
EBIT Margin (operating margin)	3,8%	3,2%	3,3%	3,5%	4,7%	5,0%	5,1%	5,2%	5,5%
Net Margin	2,5%	2,2%	2,0%	2,0%	2,7%	2,9%	3,0%	3,1%	3,2%
ROA	12,7%	11,5%	10,9%	11,2%	15,6%	16,8%	17,5%	17,2%	17,2%
ROE	17,5%	17,0%	16,5%	17,6%	24,9%	26,5%	26,7%	24,4%	22,5%
Equity Turnover	7,00x	7,82x	8,05x	8,76x	9,22x	9,07x	8,82x	7,89x	6,92x
Efficiency Ratios									
Assets Turnover	3,35x	3,55x	3,30x	3,23x	3,34x	3,37x	3,41x	3,29x	3,14x
Inventory turnover	7,73x	7,42x	7,89x	7,37x	7,30x	7,30x	7,93x	7,93x	7,93x
Receivables turnover	27,87x	25,98x	22,82x	14,95x	16,45x	16,47x	16,52x	16,52x	16,51x
# of days Sales in Receivables	11	12	13	20	18	18	18	18	18
# of days Cost of Sales in Inventory	47	49	46	50	50	50	46	46	46
# of days cash-based expenses in pay:	37	38	43	43	43	43	43	43	43
Liquidity Ratios									
Current Ratio	0,93x	1,00x	0,96x	1,04x	1,19x	1,34x	1,46x	1,58x	1,71x
Quick Ratio	0,31x	0,35x	0,40x	0,48x	0,64x	0,78x	0,92x	1,05x	1,17x
working Capital / Sales	1,3%	2,1%	1,9%	3,8%	2,9%	3,0%	2,3%	2,3%	2,3%
Working capital turnover	74,26x	47,60x	52,11x	26,29x	34,28x	33,52x	42,88x	42,85x	42,86x
Financial Ratios (leverage)									
Total Debt / Equity	23,2%	26,6%	26,7%	46,4%	44,0%	41,1%	35,7%	29,9%	24,3%
Total Debt / Asssets	11,1%	12,1%	10,9%	17,1%	15,9%	15,3%	13,8%	12,5%	11,0%
Interest Cover ratio	12,7x	13,5x	8,7x	7,9x	10,4x	11,4x	11,9x	12,1x	12,4x
Total coverage Ratio	0,20x	0,17x	0,37x	0,22x	0,24x	0,25x	0,29x	0,31x	0,33x
Deuda/Deuda+Equity	18,81%	21,04%	21,07%	31,72%	30,54%	29,15%	26,30%	23,02%	19,57%
Deuda/EBITDA	0,68x	0,81x	0,80x	1,24x	0,89x	0,82x	0,73x	0,68x	0,62x
Historical and Projected CAPEX									
Capex	108454,7	130978,9	73110,0	90253,6	75534,8	81284,5	103074,1	124877,4	145984,6
	1000								
Other Measures									
Average interest rate	<u>11,54%</u>	<u>9,12%</u>	<u>14,43%</u>	<u>10,13%</u>	<u>10,79%</u>	<u>10,68%</u>	<u>11,49%</u>	<u>12,26%</u>	<u>12,95%</u>
Interest expense	18.100,4	19.177,0	36.710,2	52.615,0	70.632,7	88.999,8	113.299,5	134.102,8	148.748,7
Total interest-bearing debt ending last y	156.883,3	210.282,3	254.374,2	519.358,3	654.410,2	833.084,4	986.049,9	1.093.740,4	1.148.427,4
Average tax rate	32%	31%	29%	33%	35%	35%	35%	35%	35%
Income tax expense	56.586,3	61.527,6	63.327,9	95.885,1	199.212,6	289.230,0	397.716,1	481.407,0	571.519,3
Earnings before taxes	175.012,0	195.732,9	220.251,3	292.991,4	569.178,7	826.371,5	1.136.331,8	1.375.448,6	1.632.912,2