

Valuación de oferta pública inicial PyME: el caso de DACSA

Valuación de oferta pública inicial PyME: el caso de DACSA

Valuation of initial public offering SME: the case of DACS

Anahí Briozzo

Universidad Nacional del Sur (Argentina)

abriozzo@uns.edu.ar

Resumen

Desarrollo de Acuerdos Comerciales (DACSA) es una PyME argentina que a fines de noviembre de 2006 abrió su capital en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, siendo la primera empresa de este tipo en realizar oferta pública de acciones. En mayo del 2007, se suspende la cotización de la empresa, y sus directivos son posteriormente sancionados por manipulación del mercado e incumplimiento del deber de informar. El objetivo principal de este trabajo consiste en estimar, a través de diferentes modelos, cuál era el valor teórico de la acción de DACSA al momento de su oferta pública inicial. Como objetivo secundario, se comparan estos resultados con el valor de mercado de la acción, buscando identificar qué supuestos de valuación subyacían tras los precios observados, tanto al inicio como al final de la breve historia de la oferta pública de esta empresa. Se obtiene un valor por acción más cercano al primer día de cotización mediante el índice precio-ventas, y el modelo de descuento de flujos de fondos sin descuento por tamaño. En cambio, el valor de la acción al momento final de la oferta pública es mejor explicado por el múltiplo precio-ganancias, y el descuento de flujos con descuento por tamaño. Se discute la utilidad de los modelos de valuación en un entorno de alteración de los precios de mercado.

Palabras clave: modelos de valuación, oferta pública inicial, PyME, manipulación del mercado

Abstract

Desarrollo de Acuerdos Comerciales (DACSA) is a small Argentinean firm (SME) that went public in November 2006. It was the first firm of this type that used the special regime of the Bolsa de Comercio de Buenos Aires. In May 2007, the listing of its shares was suspended, and later its managers were punished for manipulating the market and miss fulfilling the duty to inform. The main objective of this paper is to estimate the theoretical value of DACSA shares at the moment of the initial public offering, using different valuation models. A secondary objective is to compare these results to the market value, and to try to identify which valuation assumptions underlie the observed market value, both at the beginning and at the end of the short history of public listing of this firm. The value of first days of the stock is better explained by the price-sales index, and discounted cash flow (DCF) without size discount. However, the price earnings ratio and the DCF with size discount are better predictors of the price of the stock during the last days of listing. The conclusions discuss the utility of valuation models in a context of market price manipulation.

Key words: valuation models, inicial public offerrin, small and medium firm, market manipulation

INTRODUCCIÓN

En la Argentina las pequeñas y medianas empresas (PyMEs) pueden emitir acciones bajo un régimen simplificado de oferta pública y cotización, instituido por normas

complementarias de la Comisión Nacional de Valores (CNV) y resoluciones de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA) - Decretos del Poder Ejecutivo Nacional 1087/93 y 319/2008, Res. CNV 295/93, Res. CNV 10259/93, Res. Gral. CNV 527/2008 y Res. Gral. CNV 582/2010. Este sistema fue creado a efectos de que estas firmas puedan acceder al financiamiento necesario para el desarrollo de sus actividades y proyectos, y beneficia a las PyMEs con procedimientos más sencillos y aranceles bonificados (Las acciones PyMEs sólo pueden ser adquiridas por inversores calificados, según lo regulan las normas de la CNV [Resolución General 506/2007]). Sin embargo, hasta el momento sólo dos empresas han empleado esta fuente de financiamiento: Desarrollo de Acuerdos Comerciales (DACSA) e Insumos Agroquímicos (INSUAGRO). En todo el trabajo las cifras monetarias se expresan en pesos argentinos (\$).

El 16/11/2006 DACSA ingresó al régimen de cotización de acciones PyME de la BCBA. El 30/11/2006 las acciones de DACSA cotizaron por primera vez, siendo el precio de cierre de \$16,40. En mayo del 2007 la empresa comunica formalmente sus dificultades financieras, que finalizan en un concurso de acreedores. El 23/05/2007, cuando la BCBA suspende la cotización de esta empresa, el precio de la acción era de \$ 7,60. La CNV inicia una investigación que determinó que el precio de la acción se sostenía por medio de un grupo de compradores vinculados a DACSA. Casi el 48% del monto negociado durante el 2007 correspondió a compras realizadas por personas vinculadas con la sociedad, y tendía a la suba del precio. En cambio, en las compras realizadas por el hacedor de mercado (34% del monto), generalmente el precio tendía a la baja. Por lo tanto, la CNV resuelve, el 14/07/2010, sancionar a los directivos de la empresa por manipulación del mercado e incumplimiento del deber de informar (Res. CNV 3638/10).

El objetivo principal de este trabajo es estimar, a través de diferentes modelos, cuál era el valor teórico de la acción de DACSA al momento de su oferta pública inicial. Como objetivo secundario, se propone comparar estos resultados con el valor de mercado de la acción, buscando identificar qué supuestos de valuación subyacían tras los precios observados, tanto al inicio como al final de la breve historia de la oferta pública de esta empresa.

Los modelos de valuación empleados son múltiples en base a comparables, y descuento del flujo de fondos libre (DCF). Para la elección de comparables se analizan tres mercados: la bolsa local, Estados Unidos, y un promedio de países emergentes. Por otra parte, la valuación mediante flujo de fondos se basa en las perspectivas presentadas por la empresa en su prospecto de emisión. De esta forma, se obtiene un valor por acción más cercano a la oferta pública inicial mediante el índice precio-ventas, y el DCF con crecimiento de 5% y sin descuento por tamaño. En cambio, el valor de la acción al momento de la suspensión de la oferta pública es mejor explicado por el múltiplo precio-ganancias, y el DCF con crecimiento y descuento por tamaño. El modelo de DCF posee la ventaja adicional de brindar información que puede resultar útil para un analista respecto a las necesidades futuras de fondos de la empresa, y el impacto en el valor de las proyecciones sobre el crecimiento futuro. La aplicación de los modelos de valuación elegidos posee una serie de limitaciones, en cuanto a la elección de comparables para la valuación por múltiplos, y respecto a la determinación del conjunto de supuestos de proyección en el DCF.

El trabajo se encuentra organizado en cuatro secciones. Primero se resumen los antecedentes conceptuales y empíricos sobre modelos de valuación y la oferta pública inicial.

Valuación de oferta pública inicial PyME: el caso de DACSA

Luego se describe la metodología del estudio de caso y la implementación de los modelos de valuación, para posteriormente presentar los resultados. Por último, se delinea la discusión de resultados y conclusiones.

1. MARCO CONCEPTUAL Y ANTECEDENTES

1.1. MODELOS DE VALUACIÓN DE EMPRESAS

Este trabajo se centra en dos modelos de valuación: por múltiplos y por descuento de flujo de fondos (*discounted cash flow*, DCF). Según una encuesta realizada por Iman, Barker y Clubb (2008), entre los analistas de inversión el modelo DCF es generalmente aceptado, pero la percepción de algunas limitaciones técnicas en su aplicación los lleva a emplear también modelos más sencillos, como la valuación por múltiplos. Demirakos, Strong y Walker (2004) también reportan que los modelos de valuación más usados por los analistas son los múltiplos y los modelos de DCF.

La valuación por múltiplos se denomina relativa porque se deriva de una comparación. El múltiplo surge de estandarizar el valor de mercado de una firma comparable, o de la industria, con respecto a una variable contable, como ganancias, ventas, EBIT (*earnings before interest and taxes*, ganancia antes de intereses e impuestos) o activos, o una medida de flujo de fondos, como los dividendos. Por ejemplo, en el caso del múltiplo más difundido, el PER (precio-ganancias), si el ratio calculado es de 5 y si la ganancia por acción de la empresa objetivo es \$1,5, entonces el valor estimado por acción para esta firma será de \$7,5.

Es importante aclarar que las firmas comparables deben poseer ciertos atributos en común con la empresa objeto de valuación. Según Damodaran (2002), éstos se resumen en las variables que guían el valor fundamental de la empresa: rendimiento, riesgo y crecimiento. Lopez Dumrauf (nd) considera factores como el mercado en el cual opera (clientes, proveedores, competidores), el tamaño, su política de inversión y financiamiento, y su estructura de rentabilidad. Las limitaciones de este enfoque de valuación se centran en la ausencia de un modelo teórico para determinar el valor fundamental o intrínseco de la empresa. En cambio, se asume que el mercado valora correctamente a las comparables (al menos en promedio, si se considera un conjunto de empresas), y que la relación entre el valor de mercado y la medida contable seleccionada puede transferirse a la firma objetivo. Surgen, además, las dificultades relacionados con la comparabilidad de las medidas contables entre distintas firmas. Por estos motivos, suelen practicarse ajustes subjetivos *ad hoc*, para contemplar las diferencias entre la firma objetivo y la comparable, y para reflejar el “humor del mercado” [Iman, Barker y Clubb, 2008].

El modelo de DCF asume que el valor fundamental o intrínseco de un activo es igual al valor actual de la corriente de flujos de fondos esperados que generará el activo, actualizados a una tasa de interés (costo de capital) que refleje el riesgo de esos flujos de fondos. Si bien la noción de actualización se remonta a varios siglos atrás [Parker (1968) indica que las primeras tablas de tasas de interés fueron desarrolladas en 1340 por Francesco Balducci Pegolotti, un político y marino florentino (citado por Damodaran, 2006)], los principios del enfoque moderno de valuación fueron desarrollados por Fisher (1930). Siguiendo a Damodaran (2006), existen cuatro enfoques de DCF: i) actualizar flujos de fondos a una tasa ajustada por riesgo, ii) ajustar los flujos de fondos a su valor equivalente

cierto, y actualizarlos a la tasa libre de riesgo, iii) calcular primero el valor operativo de la empresa, y luego sumar los efectos del endeudamiento (valor actual ajustado), y iv) actualizar la corriente de rendimientos excedentes o ganancias residuales que generará la empresa. Si bien estos cuatro enfoques se desarrollan sobre una base teórica común, en su implementación práctica suelen emplearse supuestos diferentes, lo que lleva a obtener resultados distintos en la valuación. Penman y Sougiannis (1998) marcan como supuesto clave la utilización de un horizonte finito para el análisis, y estudian como esta característica, junto con la determinación del valor terminal, impactan en la valuación mediante descuento de flujo de fondos, dividendos y ganancias residuales. Encuentran que, en general, las ganancias residuales tienen un desempeño superior a los dividendos y flujos de fondos cuando el horizonte de evaluación es finito. Petersen y Blenborg (2009) concluyen que los diferentes resultados obtenidos mediante descuento de flujos de fondos y ganancias residuales se explican en errores metodológicos de los analistas, que abarcan desde errores en las proyecciones, hasta estimaciones inconsistentes del valor terminal y del costo de capital.

La valuación por múltiplos, y la valuación por DCF, llevarán generalmente a resultados diferentes, para la misma empresa y el mismo momento del tiempo. Ambos enfoques se basan en distintas visiones del nivel de eficiencia del mercado. En el DCF se considera que los mercados cometen errores, en algunos sectores o a veces en toda la economía, los cuales se corrigen en el tiempo. En cambio, en la valuación por múltiplos se asume que, si bien el mercado puede equivocarse al valorar una empresa particular, se valúa correctamente en promedio [Damodaran, 2006]. Entonces, puede ocurrir que una acción está sobre-valorada según el DCF, pero sub-valorada siguiendo la valuación relativa, si las empresas comparables están todas siendo sobre-valoradas por el mercado.

Damodaran (2002) indica que alrededor del 90% de los análisis de inversiones en acciones, y el 50% de las valuaciones para adquisición, emplean alguna combinación de múltiplos y empresas comparables, y son por ende valuaciones relativas. El ratio PER surge como el más usado por los analistas [Demirakos, Strong y Walker, 2004; Iman, Barker y Clubb, 2008]. Fernandez (2001, apud Damodaran, 2006) presenta evidencia sobre la popularidad de diferentes múltiplos en un determinado banco de inversión (Morgan Stanley Europe), y describe que el PER y los múltiplos del EBITDA (*earnings before interests, taxes, depreciations and amortizations*, ganancias operativas antes de intereses, impuestos y amortizaciones), son los más usados.

Liu, Nissim y Thomas (2002) comparan la performance de distintos múltiplos para explicar cambios en los precios, y encuentran que los basados en ganancias pronosticadas tienen el mejor ajuste, seguidos por los múltiplos del valor de libros y el EBITDA, siendo los peores los basados en las ventas y en los flujos de fondos operativos. Liu, Thomas y Nissim (2007) extienden el estudio fuera de Estados Unidos y encuentran que los múltiplos sobre ganancias pronosticadas se desempeñan mejor que aquellos basados en dividendos o flujos de fondos operativos pronosticados. El cambio de considerar datos proyectados en lugar de históricos mejora la performance de todos los múltiplos, siendo la variación más fuerte para las ganancias. Sehgal y Pandey (2010) evalúan la eficacia de distintos múltiplos para predecir precios en los países BRICKS (Brasil, Rusia, India, China, Corea del Sur y Sudáfrica). El múltiplo precio a valor de libros tiene el mejor desempeño para las economías asiáticas, mientras que el PER resulta mejor en Brasil y Sudáfrica.

Valuación de oferta pública inicial PyME: el caso de DACSA

Kaplan y Ruback (1995, apud Domodaran, 2006) examinan las compras apalancadas (*leveraged buyout*) de 51 empresas y encuentran que el DCF (calculado como valor actual ajustado) arroja resultados muy similares a la valuación por múltiplos del EBIT y EBITDA. Berkman, Bradbury y Ferguson (2000) emplean DCF y valuación por PER para firmas de Nueva Zelanda, y reportan que ambos enfoques tiene una precisión similar: explican alrededor del 70% de las variaciones en los precios. Por el contrario, Kim y Ritter (1998) valúan un conjunto de ofertas públicas iniciales, y concluyen que el PER y los múltiplos del valor de libros tienen un bajo poder predictivo. Lee, Myers y Swaminathan (1999, apud Domodaran, 2006) comparan valuaciones relacionadas mediante múltiplos y DCF (modelo de ganancias residuales) y encuentran que este último arroja mejores resultados en el largo plazo.

Damodaran (2006) concluye que, aunque la evidencia parece contradictoria, las diferencias en los resultados pueden explicarse considerando que los múltiplos funcionan bien en estudios de tipo corte transversal, mientras que los modelos de DCF son más útiles para estudiar diferencias de precios que se corrigen en el tiempo.

1.2. LAS OFERTAS PÚBLICAS INICIALES

La literatura referida a ofertas públicas iniciales (*initial public offering*, IPO) coincide en resaltar como fenómeno recurrente a la tasación por debajo de su valor (*underpricing*) de estas nuevas emisiones. Es decir, se observa que el precio de colocación es inferior al precio del primer día de cotización. Entre las explicaciones que se proponen, se encuentran (Ritter y Welch, 2002):

- Asimetrías de información: como los inversores no poseen información completa sobre la empresa, subestiman el valor de la acción a fines de compensar el riesgo de invertir en una firma poco exitosa. [Teoh, Welch y Wong, 1998; Jog & McConomy, 2003, apud Deloof, De Maeseneire, y Inghelbrecht, 2009].
- Efectos de señalización: el suscriptor de la emisión (*underwriter*), que conoce la demanda (los potenciales inversores), establece un valor inferior al verdadero, y adquiere una porción de acciones, a fines de enviar una señal al mercado sobre la calidad de la emisión.

Bhagat y Rangan (2003) reportan que para las firmas rentables no tecnológicas, las ventas, ganancias, gastos en I&D, relación precio-ventas de la industria, y el porcentaje de retención de los *insiders*, tienen efecto positivo en el valor de la IPO, aunque la magnitud varía con el periodo considerado. Chorruck y Worthington (2009) no encuentran que en Tailandia haya sub o sobre tasación para el panel PyME. Sus resultados se contraponen con Allen y Faulhaber (1989), Aggarwal, Leal y Hernandez (1993) Ritter (1991), y Allen y Patrick (1994 apud Chorruck y Worthington, (2009), quienes reportan que el fenómeno de *underpricing* es más severo para las emisiones pequeñas.

Nam, Arthurs, Nielsen, Mousa y Liu (2008) estudian el efecto de la disponibilidad de información (*information disclosure*) en el valor de la IPO. En principio se esperan dos efectos contrapuestos: mayor información debería reducir la incertidumbre de los inversores respecto a los flujos de fondos futuros, pero por otra parte podría ser perjudicial para la posición competitiva de la firma. Encuentran una relación negativa de la disponibilidad de información con la sub-tasación.

Roosenboom (2007) investiga la elección de modelos de valuación para IPOs en un conjunto de *underwriters* franceses. Encuentra que la elección del modelo depende de las

características de la firma a valorar, y de los rendimientos y volatilidad del mercado en el periodo previo a la IPO. El modelo de descuento de dividendos es preferido cuando los rendimientos pasados del mercado han sido bajos, y la empresa planifica pagar gran parte de sus ganancias como dividendos. También reporta que se aplica un descuento promedio de 18,2% sobre la estimación del valor teórico a fines de determinar el precio de oferta; este descuento es menor para empresas que se espera sean más rentables y menos riesgosas.

Deloof, De Maeseneire y Inghelbrecht (2009) estudian el proceso de valuación usado por bancos de inversión en Bélgica. Reportan que el DCF (basado en flujos de fondos libres) es el modelo más usado, aunque se aplica un descuento sobre el resultado de la valuación. Cuando se emplean múltiplos, los evaluadores confían más en las ganancias y flujos proyectados.

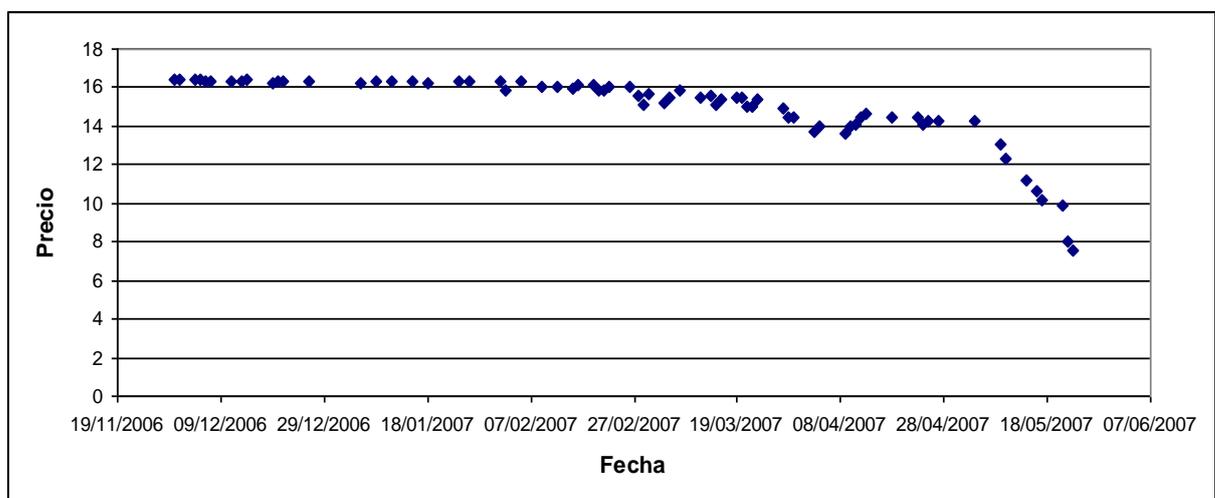
2. METODOLOGÍA

2.1. PRESENTACIÓN DEL CASO

El objetivo principal de este trabajo es estimar, a través de diferentes modelos, cuál es el valor teórico de la acción de DACSA al momento de su oferta pública inicial. Como objetivo secundario, se propone comparar estos resultados con el valor de mercado de la acción, buscando identificar qué supuestos de valuación subyacían tras los precios observados, tanto al inicio como al final de la breve historia de la oferta pública de esta empresa.

DACSA es una PyME argentina que a fines de noviembre de 2006 abrió su capital en la BCBA, siendo la primera empresa de este tipo en realizar oferta pública de acciones. Fue creada en septiembre de 2003 y su actividad principal es la comercialización de artículos de deportes. Al momento de la IPO, DACSA se encontraba conformada por cuatro unidades de negocio: comercial, inmobiliario, gerenciamiento de puntos de venta e importaciones. Las dos primeras divisiones generaban el 71% y 28% de los ingresos de la firma, respectivamente.

Figura 1. Evolución del precio por acción de DACSA desde la IPO hasta su retiro de la oferta pública



Fuente: Elaboración propia sobre datos de la BCBA

Valuación de oferta pública inicial PyME: el caso de DACSA

Bajo la estrategia de posicionar su marca en importantes centros comerciales, se firmaron contratos de locación con diferentes centros comerciales. Según se indica en el prospecto de emisión “Esta estrategia de posicionamiento generó como resultado una importante mejora en ventas y márgenes operativos, permitiendo a la Sociedad escalar posiciones y establecerse entre las diez principales comercializadoras del sector deportivo en el mercado local”.

El capital social de la empresa está inicialmente representado por 12.489.834 acciones ordinarias, emitiéndose 3.122.459 nuevas acciones. El número de acciones final es de 15.612.293 con un valor nominal de \$0,10 por acción.

Nota: Los cálculos en este trabajo se realizan siguiendo la metodología de la BCBA, que considera el valor nominal de las acciones a fines de calcular la capitalización de la empresa, de la siguiente forma: Capitalización bursátil = Número de acciones x Valor nominal x Precio por acción. Por lo tanto, se utiliza el número de 1.561.229 acciones a fines de valorar DACSA. De esta forma se obtienen resultados consistentes con los datos publicados por la BCBA y el IAMC.

Con respecto al valor de mercado, el 30/11/2006 las acciones de DACSA cotizaron por primera vez, siendo el precio de cierre de \$16,40. En mayo del 2007 la empresa comunica formalmente sus dificultades financieras, que finalizan en un concurso de acreedores. El 23/05/2007, cuando la BCBA suspende la cotización de esta empresa, el precio de la acción era de \$ 7,60. La evolución del precio por acción se describe en la Figura 1, donde puede observarse que el precio se mantuvo en un intervalo entre \$16,4 y \$13,6 hasta el 04/05/2007, para luego descender en un 47% en los días restantes hasta el 23/05/2007.

En el caso de DACSA se observa el citado fenómeno de *underpricing*, el precio de colocación fue de tan solo \$1,63 por acción.

2.2. FUENTES DE INFORMACIÓN

La principal fuente de datos para el análisis de este caso es el prospecto de emisión de acciones de la empresa, donde se informan sus últimos tres balances y estados de resultados (años 2004 a 2006), y las perspectivas para los próximos cinco años. La información sobre empresas comparables y rendimientos de mercado para la Argentina fue extraída de la página de la BCBA y del Instituto Argentino de Mercado de Capitales (IAMC). La información referente a mercados internacionales proviene de Damodaran [2010].

2.3. MODELOS DE VALUACIÓN

2.3.1. Valuación por múltiplos

Los múltiplos seleccionados son:

- Precio/ganancias (PER).
- Precio /valor de libros de la acción (*price – book value*, PBV).
- Precio /ventas (*price – sales*, PS).

Para cada múltiplo se estiman dos valores: i) a fines de noviembre de 2006 publicado por el IAMC; en el caso del ratio PS se calcula empleando la última cotización del 2006 y las ventas anuales de la empresa, y ii) el promedio de los años 2004-2006 considerando como momento de medición fines de diciembre de cada año (Como al momento de la emisión restaba solo un mes para diciembre, se realiza el supuesto de que esta información ya era esperada por el mercado). Como DACSA opera en dos sectores principales, se estiman un

promedio ponderado en función de i) la participación actual en las ventas de cada sector (comercio 71%), y ii) la participación promedio proyectada según el prospecto de emisión (comercio 88%).

Para la elección de empresas comparables se consideraron tres alternativas: i) comparables locales, ii) comparables de Estados Unidos, y iii) comparables de países emergentes. Las comparables locales fueron seleccionadas a partir de la clasificación del IAMC para las firmas de capital abierto de la BCBA. Los promedios industriales para Estados Unidos y para países emergentes (Incluye las bolsas de Rusia, China, India, Brasil, Taiwan, y Hong Kong, entre otros), se tomaron a enero 2007, de Damodaran [2010]. En la Tabla 1 se presentan las firmas de capital abierto existentes en los sectores Comercio e Inmobiliario en la BCBA. Puede apreciarse una de las principales limitaciones al empleo de métodos de valuación relativa en la Argentina: el reducido número de empresas cotizantes.

Teniendo en cuenta las actividades de estas empresas, Grimoldi y García Reguera pueden seleccionarse en principio como comparables del sector comercio, e IRSA con respecto al sector inmobiliario.

Tabla 1. Selección de empresas comparables en la BCBA

Sector comercio		Sector inmobiliario	
Empresa	Actividad principal	Empresa	Actividad principal
García Reguera	Tienda en General. Importadores, Mayoristas y Minoristas	Alto Palermo	Inversiones Inmobiliarias y Mobiliarias, Industrialización y Comercialización de Materias Primas
Goffre, Carbone y Cia	Importación de Repuestos, y Herramientas relacionados con automotores. Máquinas	Continental Urbana	Sociedad de inversión
Grimoldi	Fábrica y Comercialización de Calzado, Carteras y Artículos Afines.	Cresud	Explotación Agropecuaria e Inmobiliaria.
Importadora y Exportadora de la Patagonia	Cadena de supermercados La Anónima	Irsa	Adquisición desarrollo y operación de edificios de oficinas, centros comerciales, propiedades residenciales, terrenos

Fuente: IAMC y BCBA

Damodaran (2002) descompone estos múltiplos a partir de un modelo de descuento de flujos de fondos, y concluye que los conductores fundamentales del valor detrás de estos ratios son el rendimiento (ROE) y el crecimiento de las ganancias, en forma positiva, y el costo de capital, en forma inversa. Por lo tanto, el enfoque relativo será válido siempre que estas variables fundamentales sean similares entre las comparables y la firma objetivo. De lo contrario, se recurren a ajustes *ad hoc* para reflejar estas diferencias.

En la Tabla 2 se presentan las principales características de Grimoldi y García Reguera, en comparación con DACSA. La empresa objetivo es notablemente más pequeña que las comparables disponibles, siendo García Reguera más similar en tamaño. Como es de

Valuación de oferta pública inicial PyME: el caso de DACSA

esperarse, debido al mayor riesgo en función de su tamaño, también es más rentable.

En la Tabla 3 se presentan los promedios industriales de los sectores de interés para los Estados Unidos (EEUU) y países emergentes. Puede observarse que en estos últimos los valores de todos los múltiplos son superiores, así como el crecimiento esperado y las betas. Sin embargo, para el sector comercio la rentabilidad es superior en los Estados Unidos. La relación entre los sectores comercio e inmobiliario presenta algunos patrones diferentes: en los Estados Unidos el sector comercio tiene menor PER y mayor beta, situación que se invierte en los países emergentes.

Las relaciones esperadas entre los ratios y los conductores del valor se cumplen solo parcialmente, y varían entre ambos grupos. Por ejemplo, el sector con mayor PER tiene menor beta y menor crecimiento (esto último al revés de lo esperado), pero la relación con el ROE es positiva para los emergentes y negativa para EEUU. El sector con mayor PBV tiene mayor rendimiento, pero beta y crecimiento tienen una relación positiva en EEUU, e inversa para los emergentes.

Comparando los datos de las Tablas 2 y 3, surgen algunos aspectos en común entre los mercados internacionales y la Argentina: el rendimiento del sector inmobiliario es inferior al obtenido en el comercio, mientras que el índice precio/ventas es mayor para el sector inmobiliario.

Tabla 2: Principales características de DACSA y sus comparables locales

	Grimoldi	García Reguera	IRSA	DACSA
Valor libros activos en \$	96.129.498	14.747.624	1.827.873.000	6.370.455
Ventas anuales en \$	124.274.962	27.192.889	109.498.000	11.523.647
ROE	7,16%	10,8%	6,5%	33%
Beta	0,37	0,07	0,37	-
PER 2006	6,93	7,17	22,97	-
PER (promedio 2004-2006)	8,57	14,82	14,81	-
PBV 2006	0,51	0,78	1,43	-
PBV (promedio 2004-2006)	0,51	0,67	1,14	-
Precio/Ventas 2006	0,16	0,30	21,02	-
Precio/ventas (promedio 2004/06)	0,19	0,31	38,91	-

Fuente: Estados contables de las empresas correspondientes a cierre del ejercicio 2006.

Nota: Los valores de beta, PER y PBV 2006 corresponden a los publicados en el informe diario del IAMC correspondiente a noviembre 2006.

Tabla 3. Promedios industriales para Estados Unidos y países emergentes

Ratio	Estados Unidos		Emergentes	
	Comercio minorista	Inmobiliario	Comercio minorista	Inmobiliario
PER actual	31,28	34,38	49,05	40,83
PER (Gcia. Pronosticada)	22,75	nd	nd	nd
Tasa de crecimiento esperado	14%	8%	15%	24%

Beta	0,94	0,77	1,11	1,48
PBV	3,43	3,14	4,33	3,25
ROE	16,26%	9,76%	12,33%	10,67%
Precio/Ventas	0,74	4,57	2,42	7,36

Fuente: Damodaran [2010]

Para el proceso de valuación de DACSA por comparables se emplean los siguientes datos de la firma objetivo (Datos correspondientes al ejercicio 2006. El número de acciones es el posterior a la emisión): Ventas anuales \$11.523.647, Patrimonio neto \$1.248.983, Ganancia del ejercicio 2006 \$414.000, número de acciones 1.561.229.

2.3.2. Valuación por DCF

El modelo elegido para la valuación por descuento de flujo de fondos es denominado método WACC (*weighted average capital cost*, costo promedio ponderado de capital), que consiste en actualizar los flujos de fondos libres, no apalancados, a la tasa WACC que refleja la estructura de capital. De esta forma se obtiene una estimación del valor de los activos operativos netos de pasivos operativos de la firma.

La proyección del flujo de fondos libres se realiza sobre la base de la información proyectada por la empresa en su prospecto de emisión (ver extracto en el Anexo), para los siguientes cuatro años (2007-2010). En función del análisis histórico de la información de la empresa, y de las comparables locales del sector comercio, se proyecta el crecimiento de la inversión en activos corrientes (AC) y no corrientes (ANC) para acompañar el crecimiento de las ventas. El crecimiento de estas inversiones se proyecta de forma tal que la rotación del activo total se mantenga alrededor de los parámetros del sector (entre 1,4 y 1,5). Se asume que los rendimientos de la inversión son decrecientes.

A fines de estimar el costo de capital propio (k_e) se emplea el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). La tasa libre de riesgo se estima como el promedio de diciembre 2005 y diciembre 2006 del rendimiento anual al vencimiento de los bonos Discount en pesos, emitidos por el gobierno argentino post re-estructuración de la deuda, obteniéndose una tasa de 6,2%. El rendimiento de mercado, de 16,07%, se calcula como la tasa nominal anual sobre el rendimiento mensual (media geométrica) del índice Burcap de la BCBA para el periodo enero 1994 – noviembre 2006. Las betas de los sectores comercio e inmobiliario son el promedio para cada sector (se obtienen de la Tabla 3 [Teniendo en cuenta las limitaciones prácticas de estimar betas en el mercado argentino, se emplea el promedio de las betas para Estados Unidos y mercados emergentes]), se toma este valor para el último año de proyección (2010). Como DACSA es una empresa joven de alto crecimiento esperado, se considera que se parte de un riesgo operativo y de negocios superior a la media industrial, para luego converger a éste.

El costo de la deuda antes de impuestos, de 11%, se asume igual al promedio enero 2004-diciembre 2006 de la tasa nominal anual por préstamos al sector privado no financiero (Préstamos de moneda nacional a tasa fija y repactable - Documentos a sola firma) publicado por el Banco Central de la República Argentina. La estructura de capital se proyecta en función del pasivo financiero necesario para cubrir las nuevas necesidades de fondos y del valor teórico del capital propio, obtenido por el modelo de descuento de flujo de fondos.

Valuación de oferta pública inicial PyME: el caso de DACSA

El valor terminal se calcula por el método económico de continuación, asumiendo que en el año 2010 la empresa alcanza un estado de crecimiento sostenible estable. De esta forma, se supone que el flujo de fondos y el costo promedio ponderado del capital permanecen constantes y son iguales a los del último año de proyección, y que la tasa de crecimiento a perpetuidad puede tomar dos valores: 0% y 5%. También se evalúa el caso con valor terminal nulo.

Los supuestos que se toman como base para la proyección se resumen en la Tabla 4.

Al valor obtenido por el método DCF se le descuenta el pasivo financiero de la firma a cierre del ejercicio 2006, a fines de obtener la estimación del valor del capital propio. Siguiendo a Pereiro (2001) se aplica sobre el valor obtenido un descuento de 51,3% por ser una firma de tamaño pequeño.

Tabla 4. Supuestos para la proyección del flujo de fondos libre

	2007	2008	2009	2010
Var. proy AC	75%	50%	25%	10%
Var. proy ANC	7%	5%	3%	2%
Beta Comercio	1,30	1,20	1,10	1,03
Beta Inmobiliario	1,40	1,30	1,20	1,13
Beta ponderado	1,31	1,21	1,11	1,03
ro	19,16%	18,14%	17,14%	16,39%
B/S	0,39	0,49	0,54	0,54
ke	21,23%	20,40%	19,28%	18,29%
WACC	17,27%	16,06%	15,04%	14,37%

Fuente: Datos de la búsqueda

Nota: De la aplicación del CAPM se obtiene el costo del capital de la empresa sin deuda (ro), el cual se apalanca considerando la estructura B/S de cada año para obtener ke. La beta ponderada considera la participación en las ventas de cada sector para el año correspondiente.

3. RESULTADOS

3.1. VALUACIÓN POR MÚLTIPLOS

En la Tabla 5 se presentan los resultados para las comparables locales, estimando el ratio promedio de dos formas distintas: participación actual en las ventas de cada sector, y participación proyectada. Los valores mínimos se obtienen para el ratio Precio – Valor de libros, y los máximos para Precio – Ventas. Considerando que esta última estimación se encuentra fuertemente influenciada por el elevado múltiplo de IRSA, unas 70 veces mayor al otro sector considerado, se realiza también el cálculo para el sector comercio únicamente. Dejando de lado las estimaciones extremas del ratio Precio- Ventas, el rango de valores estimados se sitúa entre \$0,52 y \$3,34.

Tabla 5: Valor de la acción de DACSA estimado por comparables locales

Ratio	Comercio: 71%		Comercio: 88%	
	Ratio Prom.	Valor acción	Ratio Prom.	Valor acción
PER 2006	5,42	\$1,44	6,38	\$1,69
PER (promedio 2004-2006)	12,60	\$3,34	12,07	\$3,20
PBV 2006	0,87	\$0,70	0,74	\$0,59
PBV (promedio 2004-2006)	0,75	\$0,60	0,65	\$0,52

Anahí Briozzo

Precio/Ventas 2006	6,26	\$46,21	2,71	\$20,00
Precio/ventas (promedio 2004-2006)	11,46	\$84,58	4,85	\$35,83
Precio/Ventas 2006 (solo comercio)	0,232	\$1,71		
Precio/ventas (promedio 2004-2006, solo comercio)	0,25	\$1,82		

Fuente: Datos de la busqueda

En la Tabla 6 se describen los resultados para la estimación con comparables de los Estados Unidos. Se repite lo observado en la Tabla 5: los valores mínimos se obtienen para el ratio PBV, y los máximos para Precio – Ventas. En este caso el rango de valores oscila entre \$2,68 y \$13,66 por acción. De la misma forma, la Tabla 7 resume las estimaciones para comparables de países emergentes. Los resultados son mayores a los obtenidos para EEUU, y para las comparables locales (excepto para Precio- Ventas incluyendo a IRSA). El intervalo de valores estimados varía entre \$3,21 y \$28,44.

Tabla 6: Valor de la acción de DACSA estimado por comparables de Estados Unidos

Ratio	Comercio: 71%		Comercio: 88%	
	Ratio. Prom	Valor acción	Ratio. Prom	Valor acción
PER actual	32,18	\$ 8,53	31,65	\$ 8,39
PBV	3,35	\$ 2,68	3,40	\$ 2,72
Precio/Ventas	1,85	\$ 13,66	1,20	\$ 8,83

Fuente: Datos de la búsqueda

Tabla 7: Valor de la acción de DACSA estimado por comparables de países emergentes

Ratio	Comercio: 71%		Comercio: 88%	
	Ratio. Prom	Valor acción	Ratio. Prom	Valor acción
PER actual	46,67	\$ 12,37	48,07	\$ 12,75
PBV	4,02	\$ 3,21	4,20	\$ 3,36
Precio/Ventas	3,85	\$ 28,44	3,01	\$ 22,21

Fuente: Datos de la busqueda

Finalmente, en la Tabla 8 se presentan las estimaciones promediadas de las Tablas 5, 6 y 7 del valor de la acción de DACSA para cada ratio, que varía de \$1,80 a \$29,40. Sin embargo, probablemente el rango 1,80- \$15,07 sea más representativo del futuro de la empresa, ya que la misma planifica disminuir la participación del sector inmobiliario en el tiempo. Si se consideran los conductores de valor de DACSA en relación a las comparables, la tasa de crecimiento esperado (El crecimiento promedio proyectado en el EBITDA, según proyecciones de DACSA en su prospecto de emisión, es de 50%), y el ROE son mayores, pero es de esperar que el riesgo también sea mayor, ya que se trata de una empresa pequeña y joven, que proyecta fuertes cambios en su futuro. Por lo tanto, no se considera la posibilidad de realizar ajustes *ad hoc* a las estimaciones obtenidas (a fines de incorporar estas diferencias en los conductores de valor), ya que resulta difícil estimar a priori qué tendrá mayor impacto: si el mayor rendimiento y crecimiento, que tienen un efecto positivo, o el mayor riesgo, que tiene un efecto negativo en el valor.

Valuación de oferta pública inicial PyME: el caso de DACSA

Tabla 8. Promedio de estimaciones del valor de la acción de DACSA

Ratio	Comercio: 71%	Comercio: 88%
PER	\$ 6,42	\$ 6,51
PBV	\$ 1,80	\$ 1,80
Precio/Ventas	\$ 29,40	\$ 15,07

Fuente: Datos de la búsqueda

3.2. VALUACIÓN POR DESCUENTO DE FLUJO DE FONDOS LIBRES (DCF)

En la Tabla 9 se presenta la proyección de los flujos de fondos libres para DACSA a partir de los supuestos detallados en el punto 2.3.b, mientras que la Tabla 10 resume el valor estimado de la acción bajo distintos supuestos respecto al valor terminal. Puede observarse que la mayor parte del valor proviene del crecimiento posterior al horizonte de evaluación, aún considerando un valor terminal con crecimiento nulo, el 82% del valor de la acción es explicado por el valor residual del año 2010. Sin descuento por tamaño el intervalo de valores varía entre \$2,06 y \$15,43, en cambio, al incorporar dicho descuento, el intervalo se reduce a \$1 - \$7,52.

Tabla 9. Proyección del flujo de fondos libre de DACSA

En \$	2007	2008	2009	2010
EBITDA	4.337.686	6.547.563	8.270.179	9.856.168
Ganancia op. dp. imp.	2.819.496	4.255.916	5.375.616	6.406.509
Var. AC Neto	2.676.218	3.122.255	2.341.691	1.170.845
Var. ANC	79.800	60.990	38.424	26.384
Valor terminal				39.192.910
FFL	63.478	1.072.671	2.995.502	44.402.190

Fuente: Datos de la búsqueda

Nota: Se presenta el valor terminal con una tasa de crecimiento a perpetuidad de 5%.

Tabla 10. El valor de la acción de DACSA por DCF

Variable	VT con g =5%	VT con g =0%	Con VT=0
Valor actual FFL	27.550.389	20.931.048	6.668.496
PF 2006	3.459.720	3.459.720	3.459.720
Valor teórico de S	24.090.670	17.471.329	3.208.777
Valor por acción	\$15,431	\$11,191	\$2,055
Descuento por tamaño	7,916	5,741	1,054
Valor por acción neto	\$7,515	\$5,450	\$1,001

Fuente: Datos de la búsqueda

4. DISCUSIÓN DE RESULTADOS Y CONCLUSIONES

El objetivo principal de este trabajo es estimar, a través de diferentes modelos, cuál era el valor teórico de la acción de DACSA al momento de su oferta pública inicial. Como objetivo secundario, se propone comparar estos resultados con el valor de mercado de la acción, buscando identificar qué supuestos de valuación subyacían tras los precios observados, tanto al inicio como al final de la breve historia de oferta pública de esta empresa.

Los resultados obtenidos a través de la valuación por múltiplos arrojan el menor valor para el precio-valor de libros (\$1,80), y el mayor valor para el precio-ventas (\$15,07), mientras que el valor obtenido a través del PER es intermedio (\$6,51). De esta forma, el índice precio-ventas brinda un resultado muy cercano al del primer día de cotización (explica el 92% del valor), mientras que el PER muestra una estimación relativamente precisa del precio al suspenderse la oferta pública (86% del valor de la acción). Siguiendo la evidencia presentada en la sección 1, el PER surge como el múltiplo con mayor apoyo empírico, lo cual podría interpretarse como que al inicio de la oferta pública la acción estaba sobrevalorada en alrededor de un 100%.

Por otra parte, al aplicar el modelo descuento de flujo de fondos, se obtiene una estimación cercana al valor de la IPO al considerar un crecimiento a perpetuidad de 5% y sin realizar ajuste por tamaño (el valor de \$15,43 en la Tabla 10 explica el 94% del precio de mercado). Sin embargo, al aplicar el ajuste por tamaño, el valor obtenido resulta más cercano al precio de suspensión de la oferta pública (el valor de \$7,52 en la Tabla 10 explica el 99% del precio de mercado en este caso). Se observa que la estimación del PER es cercana a la obtenida con DCF aplicando el descuento por tamaño, resultado que coincide con antecedentes como los de Kaplan y Ruback (1995) y Berkamn, Bradbury y Ferguson (2000). Nuevamente, este resultado podría interpretarse como un indicio de sobrevaloración en la IPO.

El modelo de DCF arroja información adicional que puede resultar útil para un analista. En primer lugar, explicita las necesidades de financiamiento que enfrentará la empresa si desea sostener el esquema de crecimiento que propone en su prospecto de emisión. Mientras que el ratio Deuda financiera a Capital propio (B/S) a valor de mercado era de 0,14 en diciembre del 2006 (toda deuda a corto plazo), el crecimiento proyectado requería que DACSA triplicara su ratio de deuda en cuatro años, a un valor de 0,54 (ver Tabla 4). Este es un punto importante, ya que permite vislumbrar los potenciales problemas financieros que podría enfrentar la firma. Segundo, indica que el valor de la IPO se fundamenta en gran parte en el crecimiento proyectado por la empresa, que es de 50% promedio en cuatro años, lo cual puede considerarse como un escenario optimista. Probablemente sería apropiado realizar un análisis de sensibilidad sobre estas proyecciones. Por último, pone de manifiesto la relevancia del supuesto del valor terminal en la estimación del valor actual, lo cual se traduce en cuáles se esperan que sean las perspectivas de la firma en el largo plazo.

Cabe mencionar las limitaciones en la aplicación de los modelos de valuación elegidos, lo cual condiciona la validez de los resultados. La elección de comparables, fundamental en la valuación por múltiplos, se encuentra fuertemente restringida en la Argentina si se desea operar con empresas locales, debido al escaso número de firmas de capital abierto (En el 2011, menos de 100; Fuente Indec). En el mejor de los casos, existen un par de empresas del mismo sector. Al recurrir como alternativa a comparables de mercados internacionales, la pertinencia metodológica de esta importación de múltiplos dependerá de si las características del sector en cuanto a la estructura de la competencia, matriz de costos, nivel de desregulación, carga impositiva, entre otros, son similares entre los países. Por su lado, el modelo de DCF requiere establecer un conjunto de supuestos sobre los conductores de valor de la firma y su desempeño futuro, lo cual puede resultar particularmente difícil en empresas jóvenes y de fuerte crecimiento esperado, como es el caso de DACSA.

Valuación de oferta pública inicial PyME: el caso de DACSA

Finalmente, al buscar estimar el valor teórico de DACSA al momento de su cotización inicial, se deben considerar las circunstancias especiales de su historia. Las posibilidades de sobrevaloración se intensifican fuertemente al tener en cuenta la manipulación de la demanda posteriormente probada por la CNV. Teniendo esta información *ex post*, surge una pregunta interesante: ¿los modelos de valuación podrían haber arrojado señales sobre este hecho *ex ante*? En función de las estimaciones realizadas en este trabajo, puede brindarse al menos una respuesta parcial, ya que los modelos de valuación empleados arrojan un resultado similar a la IPO solo en su extremo más fuertemente optimista.

BIBLIOGRAFÍA

BERKMAN, H., BRADBURY, M.E. Y FERGUSON, J. [2000]. The Accuracy of Price-Earnings and Discounted Cash Flow Methods of IPO Equity Valuation, *Journal of International Financial Management and Accounting*, vol. 11, núm 2: 71–83.

BHAGAT, S. YRANGAN, S. P. [2003]. IPO Valuation in the New and Old Economies AFA 2004 San Diego Meetings. Consultado el 21/07/2010, disponible en <http://ssrn.com/abstract=479541> or doi:10.2139/ssrn.479541

CHORRUK, J. Y WORTHINGTON, A. [2009]. The Pricing and Performance of IPOs for Small-and-medium-sized Enterprises: Emerging Market Evidence. Griffith Business School Discussion papers. No. 2009-12. Consultado el 15/05/2011, disponible en: http://www.melbournecentre.com.au/Finsia_MCFS/2009/Presentations/Pricing%20&%20Performance%20of%20IPOs%20for%20SME%20-%20A%20Worthington.pdf

DAMODARAN, A. [2002]. *Investment Valuation*. Ed. Wiley. 2º edición.

DAMODARAN, A. [2006]. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Consultado El 20/6/2011, disponible en: http://sol.cs.trinity.edu/rjensen/Calgary/CD/FairValue/Damodaran2006_files/valuesurvey.pdf

DAMODARAN, A [2010] online, http://w4.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/data.html

DELOOF, M, DE MAESENEIRE, W. Y INGHELBRECHT, K. [2009]. How Do Investment Banks Value Initial Public Offerings [IPOs]?, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 36, núm. 1 & 2: 130–160.

DEMIRAKOS, E., STRONG, N. Y WALKER, M. [2004]. What Valuation Models Do Analysts Use? *Accounting Horizons*, vol. 14, núm., 4: 221-240.

FISHER, I [1930]. *The Theory of Interest: As determined by impatience to spend income and opportunity to invest it*, 1954 reprint, New York: Kelley and Millman.

IMAN, S., BARKER, R. Y CLUBB, C. [2008]. The Use of Valuation Models by UK Investment Analysts. *European Accounting Review*, vol. 17, núm. 3: 503-535.

INDEC - Instituto Nacional de Estadística e Censos da Argentina.[2010] <http://www.indec.gov.ar/>

- LIU, J., NISSIM, D. Y THOMAS, J. [2002]. Equity Valuation Using Multiples. *Journal of Accounting Research*, vol. 40, núm.1: 135–172.
- LIU, J., NISSIM, D., Y THOMAS, J. [2007]. Is Cash Flow King in Valuations?, *Financial Analysts Journal*, vol. 63, núm. 2: 1-13.
- LOPEZ DUMRAUF, G. [nd]. Métodos de Valuación de Empresas por Comparables. Consultado el 05/07/2007, disponible en:
http://www.ucema.edu.ar/u/gl24/nc/Nota_6_Valuacion_por_comparables.pdf
- NAM, D., ARTHURS, J. D., NIELSEN, M.; MOUSA, F. Y LIU, K. [2008] "Information Disclosure and IPO Valuation: What Kinds of Information Matter and is More Information Always Better?. *Frontiers of Entrepreneurship Research*, 28[1], Article 1. Disponible en:
<http://digitalknowledge.babson.edu/fer/vol28/iss1/1>
- PENMAN, S. Y SOUGIANNIS, T. [1998]. A Comparison of Dividend, Cash Flow, and Earnings Approaches to Equity Valuation. *Contemporary Accounting Research*, vol. 15, núm 3: 343–383.
- PEREIRO, L. [2001]. The valuation of closely-held companies in Latin America. *Emerging Markets Review*, vol. 2: 330-370.
- PETERSEN Y PLENBORG [2009]. The Implementation and Application of Firm Valuation Models. *Journal of Applied Business Research*, vol. 25, núm.1: 1-12.
- RITTER, J. Y WELCH, I. [2002]. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations. *Journal of Finance*, vol. 57, núm. 4: 1795-1828
- ROOSENBOOM, P. [2007]. How Do Underwriters Value Initial Public Offerings?: An Empirical Analysis of the French IPO Market. European Financial Management Meeting. Consultado el 23/08/2011, disponible en:
<http://www.efmaefm.org/OEFMAMEETINGS/EFMA%20ANNUAL%20MEETINGS/2007-Vienna/Papers/0582.pdf>
- SEHGAL, S. Y PANDEY, A. [2010]. Equity Valuation Using Price Multiples: A Comparative Study for BRICKS, *Asian Journal of Finance & Accounting*, vol. 2, núm.1: 68-91.
- TEOH, H., WELCH, I., Y WONG, T. [1998]. Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings. *Journal of Finance*, vol. 53:1935-1974.

Valuación de oferta pública inicial PyME: el caso de DACSA

Anexo: ESTADOS CONTABLES E INFORMACIÓN RELACIONADA (en miles)
Balance General

ACTIVO		EJERCICIO ANUAL 31/08/2004		EJERCICIO ANUAL 31/08/2005		EJERCICIO ANUAL 31/08/2006	
		\$	%	\$	%	\$	%
Corriente	Caja & Bancos	13	1%	1 128	29%	47	1%
	Créditos por venta	769	49%	146	4%	827	13%
	Inversiones corrientes	0	0%	0	0%	0	0%
	Otros créditos	0	0%	525	13%	891	14%
	Bienes de Cambio	9	1%	1 047	27%	3 465	54%
Subtotal activo corriente		791	51%	2 846	73%	5 230	82%
No corriente	Créditos por venta	0	0%	0	0%	0	0%
	Otros créditos	0	0%	0	0%	0	0%
	Bienes de uso	105	7%	247	6%	588	9%
	Intangibles	666	43%	804	21%	552	9%
Subtotal activo no corriente		771	49%	1 051	27%	1 140	18%
Total del Activo		1 562	100%	3 897	100%	6 370	100%
PASIVO		\$	%	\$	%	\$	%
Corriente	Deudas comerciales	1 471	100%	1 194	35%	647	13%
	Deudas financieras	0	0%	1 723	50%	3 460	68%
	Otras deudas	0	0%	501	15%	1 015	20%
Subtotal pasivo corriente		1 471	100%	3 418	100%	5 121	100%
No Corriente	Deudas Bancarias	0	0%	0	0%	0	0%
	Otras Deudas	0	0%	0	0%	0	0%
Subtotal pasivo no corriente		0	0%	0	0%	0	0%
Total del Pasivo		1 471	100%	3 418	100%	5 121	100%
PATRIMONIO NETO		\$	%	\$	%	\$	%
Capital		12	13%	12	3%	835	67%
Resultados ej. ants		79	87%	43	9%	0	0%
Resultados del ejercicio		0	0%	423	88%	414	33%
Total del Patrimonio Neto		91	100%	478	100%	1 249	100%

ESTADO DE RESULTADOS	EJERCICIO ANUAL 31/08/2004		EJERCICIO ANUAL 31/08/2005		EJERCICIO ANUAL 31/08/2006	
	\$	%	\$	%	\$	%
Ventas	1 885	100%	5 687	100%	11 524	100%
Costo de ventas	-1 038	-55%	-3 115	55%	-5 846	51%
Utilidad Bruta	847	45%	2 572	45,2%	5 678	49,3%
Gastos administrativos	- 632	-34%	- 482	8%	- 663	6%
Impuestos					- 766	7%
Gastos comerciales	- 64	-3%	-1 056	19%	-2 609	23%
EBITDA	151	8%	1 034	-18%	1 639	14%
Amortizaciones	- 59	-3%	- 392		- 382	3%
Otros I/E	39	2%	152	-3%		0%
EBIT	131	7%	794	14%	1 257	11%
Gastos financieros	- 52	-3%	- 163	3%	- 620	5%
Resultado antes de impuestos	79	4%	631	11%	637	12%
Impuesto a las ganancias		0%	- 208	4%	- 223	4%
Resultado neto	79	4%	423	7%	414	4%

Evaluación de las perspectivas de la Sociedad

La Sociedad tiene previsto un plan de expansión a 5 años para consolidarse entre las tres principales cadenas de artículos deportivos del país.

El plan de expansión incluye la apertura de 2 nuevos puntos de venta comerciales en noviembre y diciembre de 2006 y de 18 nuevos puntos de venta comerciales en el período 2007-2010 para superar los \$50 millones de ventas en el año 2010. La Sociedad estima que este crecimiento en la masa crítica de ventas le permitirá ir incrementando la escala de su negocio y obtener mejores condiciones de negociación con sus proveedores, racionalizar los stocks y maximizar los índices de rentabilidad. A su vez, estima que obtendrá un mejor posicionamiento y participación en el mercado que le permitirá mejorar la propuesta de valor al consumidor.

Durante el mes de Noviembre de 2006 se prevé la apertura de un local de 300m² en Galerías Pacifico. Esta nueva sucursal implica un importante aporte en masa crítica de ventas y posicionamiento de sportmix en los principales centros de consumo del país.

Bajo los lineamientos del plan de expansión, la búsqueda de nuevas locaciones y oportunidades las realiza el Departamento de Desarrollo Inmobiliario que se encuentra en contacto directo con las principales compañías de Real Estate.

En el año 2007 se proyecta abrir 5 nuevas sucursales comerciales y alcanzar los \$ 29 millones de ventas.

La financiación del plan de expansión será realizada mediante la generación de fondos propios, los fondos netos obtenidos por la apertura del capital en la BCBA y la utilización de herramientas financieras que mejor se adecuan al negocio de DACSA.

	2006	2007	2008	2009	2010
Ventas Comercial	11.305.284	25.398.519	34.907.702	43.560.607	50.966.489
Ventas Inmobiliario	3.433.551	3.519.390	3.607.375	3.697.559	3.789.998
Total Ventas	14.738.836	28.917.909	38.515.077	47.258.166	54.756.488
% de crecimiento		96%	33%	23%	16%
Cantidad de puntos de venta COMERCIALES	12	17	22	26	30
Apertura de puntos de venta COMERCIALES	5	5	5	4	4
Cantidad de empleados puntos de venta	60	87	113	136	157
Ebitda	2.137.131	4.337.686	6.547.563	8.270.179	9.856.168
%	14,5%	15,0%	17,0%	17,5%	18,0%

Fuente: Prospecto de emisión de DACSA

Artigo recebido em 16/03/2011

Aprovado em 19/09/2011