

Universidad del CEMA

Maestría en Finanzas

Proyecto:

**“Hotel boutique en Huacalera, Quebrada de
Humahuaca. Provincia de Jujuy”**

Autora:

Daniela Leveratto

Comentario introductorio

El objetivo del presente trabajo es evaluar la viabilidad económico financiera de un proyecto de hotelería en la zona de Huacalera, Quebrada de Humahuaca, Provincia de Jujuy.

El monto de la inversión asciende a USD 1.780.000.

La evaluación del proyecto se ha realizado sobre un horizonte explícito de 15 años, incluyendo una perpetuidad con una tasa de crecimiento del 2%. Para evaluar el proyecto se ha empleado el método “*Adjusted Present Value*” (APV).

El APV del proyecto para el caso base alcanzaría a USD 3.530,7 (expresado en miles), una TIR del 26,1% y una TIRM del 19,2%. El caso base se corresponde con un contexto macroeconómico de crecimiento equilibrado y márgenes de utilidad constantes en términos de *mark up* sobre el costo por alojamiento.

La oportunidad del negocio radica en cubrir el faltante de hoteles de alta categoría en la región. Las variables macroeconómicas exógenas más relevantes para el negocio son la evolución del PBI y el tipo de cambio real.

Índice

Página n°

I. Análisis del negocio:

Descripción del proyecto y justificación del negocio.....	5
Estudio del sector.....	7
Matriz DAFO.....	12
Identificación de variables clave.....	13

II. Proyección y Evaluación:

Identificación de Escenarios y Proyección de Variables Clave.....	16
Premisas y supuestos del caso. “Caso Base”.....	17
Evaluación Económica Financiera.....	18

III. Informe Final:

Análisis de Sensibilidad y Riesgo	20
Estrategia de Financiamiento.....	21
Conclusiones y Recomendaciones.....	21

IV. Anexos:

Estado de resultados y <i>Cash Flow</i>	22
Evolución del Patrimonio Neto y Resultado Financiero.....	23
Proyección del Negocio.....	24
Valuación.....	25

Fuentes de Información

- Entrevista con los accionistas.
- Estudio de mercado y factibilidad realizado por I.T. *Consulting*.
- Gobierno de Jujuy.
- Secretaria de turismo y cultura de la Provincia de Jujuy.
- <http://www.quebradadehumahuaca.gov.ar/>
- www.casadejujuy.gov.ar
- Sector Nación: Estadísticas regionales años 1990-1999.
- *Damodaran on line*- Betas comparables y ratios de la industria hotelera.

I. Análisis del negocio

Descripción del proyecto y justificación del negocio.

El proyecto consiste en el desarrollo de un hotel boutique en la zona de Huacalera, Quebrada de Humahuaca, Provincia de Jujuy.

El hotel será único en sus características, no sólo por su capacidad y servicios ofrecidos, sino por su valor simbólico en la zona. El hotel Huacalera se crea, a partir de la idea de reabrir el viejo Hotel Monterrey, construido en la década del 50, fue una posta obligada para comerciantes, viajeros y personajes excéntricos. Su *glamour* y la mística que generó durante décadas, recobrará vida, con la remodelación y apertura bajo el nombre de Hotel Huacalera, luego de más de una década de abandono.

La propuesta es lograr un hotel que estimule los sentidos y que refleje la filosofía y el carácter mágico de la Quebrada. El concepto partirá de una fusión importante de épocas indígenas e hispánicas ya que ambas tienen en Huacalera una fuerte impronta.

Cada detalle estará diseñado para que el viajero tenga una experiencia única alojándose en este hotel, apelando a despertar todos los sentidos. El desafío es lograr un hotel con identidad y carácter en donde se descubra la verdadera esencia del lugar.

Las principales características del proyecto son:

- **Servicio a brindar:** hotelería de primer nivel.
- **Clientes:** El hotel está pensado y diseñado para el turismo extranjero, pero se espera en una primera etapa, que el 70% de los huéspedes provengan del mercado local, apuntando a un mercado ABC1. A medida que las acciones de marketing den a conocer al hotel en el exterior, este porcentaje se irá equilibrando.
- **Recursos:** El hotel está pensado con el concepto de hotel boutique. En la zona de la Quebrada de Humahuaca no existe un hotel con estas características. Contará con 31 habitaciones lo que permitirá recepcionar contingentes de extranjeros que llegan al país, y hoy no se pueden alojar todos en un mismo lugar por falta de capacidad en los hoteles de la zona, que en su mayoría son posadas con pocas habitaciones. También contará con un *spa* y una gran sala de estar. Asimismo el hotel contará con un restaurante de comida regional de primer nivel. En cuanto al personal; se está llevando a cabo un plan de selección y capacitación del mismo. Se tomará personal de la región, salvo en una primera etapa el *chef* y el gerente general.
- **Ubicación geográfica:** Huacalera, Quebrada de Humahuaca, Jujuy.
- **Justificación del negocio:** Como se hará hincapié a lo largo del trabajo, Huacalera es una zona estratégica en la Quebrada de Humahuaca, por la cercanía a puntos turísticos maravillosos y por sus paisajes imponentes. El disponer del casco de un famoso hotel abandonado, lleno de magia y anécdotas en la zona, y generar la posibilidad de devolverle la vida a ese

famoso hotel, en un momento de auge de turismo tanto nacional como extranjero, resultó una oportunidad única. La ventaja comparativa respecto a otros *players* existentes, se da en que, la posibilidad de adquirir el casco del hotel valuado en USD 800.000 se presenta sólo, a quienes llevarán a cabo este proyecto.

El monto total de la inversión asciende a USD 1.780.000, el tiempo estimado de obra es de 1 año. La apertura está prevista para Semana Santa del 2008.

Imágenes de cómo quedará la fachada del hotel:



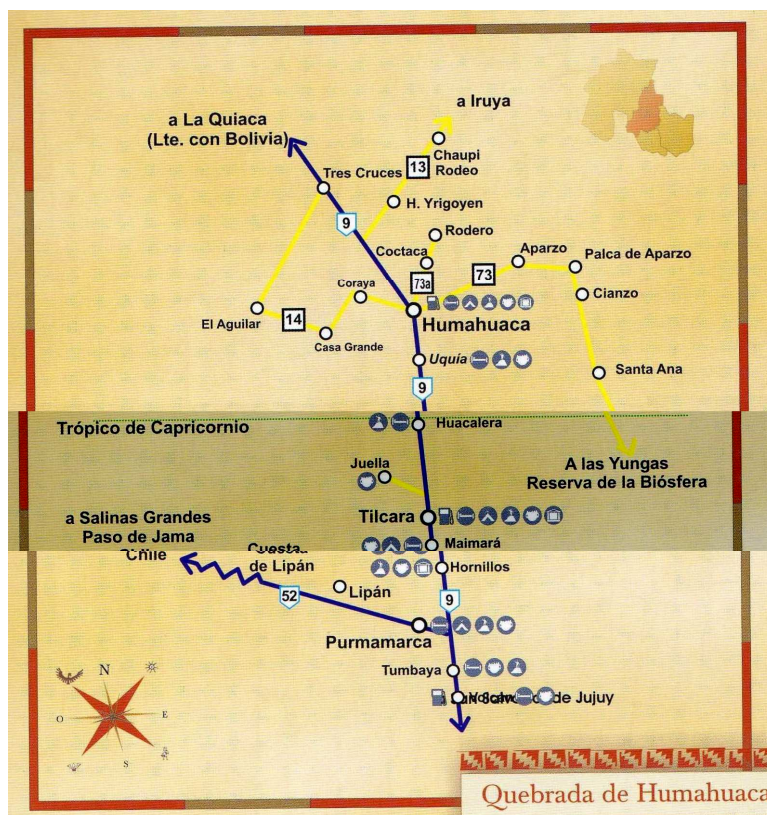
Estudio del sector.

En el año 2002, con la salida de la convertibilidad de la economía argentina, sin lugar a dudas nuestro país comenzó a ser mucho más accesible para el turismo internacional. La devaluación de la moneda local, hizo de la noche a la mañana que nuestro país tuviera precios un 300% más baratos para la demanda internacional.

Luego, la competitividad de la moneda local sumada a la tendencia internacional de incremento de los arribos a destinos no tradicionales como sol y playa, han obrado de conjunto para crear condiciones excelentes para el desarrollo del sector turismo en la Argentina.

Esta tendencia se explica por el hecho que muchas personas ya han conocido los destinos tradicionales de sol y playa en el mundo y aspiran a viajar a lugares que por su grado de singularidad sean bien diferentes a los destinos tradicionales. Esto claramente genera una oportunidad única para la República Argentina, la cual se caracteriza por su amplia diversidad de atractivos no tradicionales, junto con una oferta cultural multiétnica que oscila desde la impronta europea en Buenos Aires de forma marcada, hasta la presencia de grupos originarios.

Por qué elegir la Quebrada de Humahuaca?



- Escenario realmente sorprendente, con fuerte impronta de montañas de la precordillera y la puna. Nota importante es el conocido cerro de los siete colores en la localidad de Purmamarca.
- Cercanía y fácil comunicación con uno de los Parques Nacionales de mayor grado de intangibilidad de la Argentina: Calilegua, exponente indiscutible del ecosistema Selva de Yungas.

- Cercanía y excelente comunicación con la provincia de Salta, la cual viene realizando un excelente trabajo de posicionamiento en el mercado internacional. Esta fortaleza está directamente relacionada con el proyecto Hotel Huacalera por la excelente opción que puede brindar el mismo en la comercialización del conocido “Tren de las nubes”, de cual existen variantes por vía terrestre que pueden enlazar en cuanto a tiempos y escalas de operación con el circuito Valles Calchaquíes-Quebrada de Humahuaca.
- El crecimiento del mercado internacional para un país que recibe algo más de tres millones de visitantes está en el orden del 11,5% promedio anual en la Argentina, lo cual nos dice que es un destino en amplia expansión. De hecho aún no existen grandes operadores turísticos internacionales seriamente involucrados en la emisión turística hacia Argentina. Los mismos están dando pasos para acceder a dicho mercado.
- **Análisis de Oferta -Demanda**

Mercado Nacional:

La oferta orientada al mercado nacional de nivel medio alto y alto en la Quebrada de Humahuaca crece de forma continua. Existiendo tres factores que impulsan este crecimiento.

- Una mejora de la economía local, lo cual incrementa el número de viajes anuales del mercado nacional.
- La propia devaluación ocurrida en el año 2002 naturalmente ha desestimulado los viajes al exterior del mercado nacional.
- La obtención de la categoría de Patrimonio de la Humanidad que alcanzó recientemente la Quebrada de Humahuaca debido a una positiva labor comercial de la región.

No es un dato menor que el mercado nacional de alto poder adquisitivo cada año amplía sus horizontes e inquietudes de consumo de la oferta local, ejemplo es el vino y la cocina regional, impulsado en buena medida por la difusión nacional y la propia advertencia del turista que ha revalorizado la región.

De acuerdo a datos de la Secretaria de Turismo y Cultura de la Provincia de Jujuy las siguientes tablas muestran la evolución de la demanda en crecimiento porcentual desde el año 2002 hasta 2006. La curva ascendente del arribo de turistas sustenta el análisis realizado con anterioridad.

Crecimiento de la demanda turística en la Provincia de Jujuy expresado por regiones en %:

Región/año	2002	2003	2004	2005	2006
Valles	31	46	49	50	49
Purmamarca/Tilcara/Maimará	52	67	73	74	73
Huacalera	28	32	38	43	49
Puna	38	51	57	59	66
Yungas	34	49	43	41	39
Promedio	37	49	52	53	50

Fuente: Sector Jujuy. 2006

Estadía promedio (Días por pasajero)

Región/año	2002	2003	2004	2005	2006
Capital	2,0	2.5	2.5	3,0	3,0
Purmamarca/Tilcara/Maimará	2,0	2.5	2.5	3,0	3,0
Huacalera/Hmhu	2,0	2.5	2.5	3,0	3,0
Puna	2,0	2.5	2.5	3,0	3,0
Yungas	2,0	2.5	2.5	3,0	3,0

Fuente: Sector Jujuy. 2006

Conclusiones:

El promedio de crecimiento anual en la provincia desde el 2002 al 2005 fue del 47,5%. Hay que señalar que este crecimiento ha estado apoyado por las causas citadas con anterioridad; competitividad de la moneda local y crecimiento de la economía argentina por tres años consecutivos.

La estadía promedio es baja y el crecimiento anual denota una escalada muy lenta, lo cual puede reflejar la falta de esfuerzo por crear infraestructura necesaria, como accesos a los atractivos y condiciones para que éstos activos puedan ser explotados de forma eficiente. Como ejemplo de infraestructura insuficiente puede citarse los pésimos accesos al Parque Nacional Calilegua y bosque de Yungas en general.

El hotel Huacalera, por su estratégica ubicación, la cual lo hace cercano en forma radial a los principales atractivos turísticos de la región, tiene la virtud de poder aspirar a una estadía promedio por pasajero al menos de 4.5 días, pues puede configurar oferta cultural, gastronómica, de agroturismo y turismo aventura.

Mercado internacional:

La potencialidad para este mercado es alta. Dentro del mercado extranjero, el perfil europeo es muy compatible con la oferta actual y potencial de la Quebrada de Humahuaca.

A continuación se muestra en tabla la evolución de la demanda internacional donde el liderazgo de crecimiento está marcado por la región Europa.

Evolución mercado extranjero-Año 2002/2006. (Expresado en N° de pasajeros por año)

Región/año	2002	2003	2004	2005	2006 (A Mayo)
Europa	22.271	25.979	38.325	37.706	11.829
Limítrofes	14.150	13.512	10.557	21.322	11.161
América	7.689	11.344	20.912	18.328	8.620
R. Mundo	3.113	2.677	3.888	8.367	3.369
Total	47.223	53.512	73.682	85.723	

Fuente: Sector Jujuy. 2006

De acuerdo a datos de la Secretaría de Turismo y Cultura de la Provincia, el mercado internacional representa el 20% de la demanda en la región, lo cual denota un pobre crecimiento de esta demanda de mayor calidad por su mayor grado de gasto promedio diario. A su vez se pone de manifiesto la alta potencialidad para el crecimiento del mismo.

Curva de estacionalidad:

Hay un fuerte ascenso de la demanda en el mes de julio, lo cual coincide con las vacaciones de invierno del mercado nacional. Aunque no hay discriminación de la demanda en el sentido, nacional e internacional, es de suponer que los picos máximos de la curva de estacionalidad estén correlacionados directamente con el mercado nacional.

Es interesante apuntar que dentro del mercado nacional, aquel que vacaciona en el invierno, y lo hace desplazándose a destinos lejanos de los centros emisores, son clientes que se caracterizan por un medio-alto poder adquisitivo y en consecuencia es una demanda de mayor calidad.

Arribos. Curva de estacionalidad. 2002- Mayo 2006 (en N° de pasajeros por año)

Mes/Año	2002	2003	2004	2005	2006
Enero	16.470	31.315	37.583	35.761	38.570
Febrero	13.877	28.521	32.335	33.956	34.915
Marzo	22.687	21.937	24.985	35.108	23.292
Abril	17.969	27.494	30.609	24.464	36.888
Mayo	18.921	17.577	21.070	21.841	24.672
Junio	21.952	15.853	21.199	23.492	
Julio	44.746	45.689	46.289	46.874	
Agosto	26.614	32.448	25.668	27.309	
Septiembre	25.085	33.224	34.732	30.805	
Octubre	25.031	29.895	26.807	29.166	
Noviembre	20.483	21.394	23.627	25.070	
Diciembre	17.626	19.193	20.977	22.457	
Total	271.473	324.540	345.881	356.303	

En la tabla se aprecia que la tendencia de la estacionalidad se mantiene constante en los últimos 4 años, con picos en julio y extremos menores tanto en enero como diciembre, meses coincidentes con la temporada de verano.

Establecimientos hoteleros en la Provincia de Jujuy y su evolución. Oferta regional.

La oferta de alojamiento, en la provincia de Jujuy no escapa a la problemática principal de la República Argentina; el no cumplimiento de los estándares internacionales.

La problemática provincial en el sector turismo, se puede resumir en los siguientes aspectos:

No existe un plan estratégico de desarrollo en vías de implementación para el sector turismo en la Provincia, sí en cambio existen un conjunto de medidas que se están aplicando en función de mejorar la oferta, y aunque no están concatenadas entre si, la producción de las deseadas sinergias muestran efectos favorables.

Entre los establecimientos líderes en la región se puede citar el Hotel Jujuy en el micro centro de la ciudad, el cual posee estándares cercanos a un 3 estrellas internacional, El Nuevo Hotel Termas de Reyes, el cual fue completamente remodelado y aunque muchas de sus habitaciones no superan los 18 mts², la propiedad está localizada en un paraje de singularidad belleza con el *upgrading* de ofrecer aguas termales de alta calidad.

El principal competidor es “El Manantial del Silencio”, el cual posee una fuerte impronta local en su estilo y diseño y sin dudas ha sido líder en la incorporación de la gastronomía étnica en la región.

No obstante los problemas de escalas están presentes en todos los casos citados, pues el promedio de habitaciones no supera en ningún caso en la provincia las 50 unidades, lo cual da una idea de que la escala de las propiedades ha estado regulada por la visión empresaria adversa al riesgo, la capacidad de los autobuses de larga distancia, la disponibilidad de recursos para la construcción y la inestabilidad del país en el orden social y económico.

El Hotel Huacalera, no escapa de esta problemática, de escala insuficiente, pero tiene potencialidad, en cuanto a terrenos y disposición de la planta actual para expandir su operación futura.

N° de establecimientos hoteleros en la provincia de Jujuy.

	2002	2003	2004	2005	2006
Establecimientos	111	124	124	152	162

Fuente: Sector Jujuy. 2006

Las barreras de entrada vienen dadas principalmente por el acceso al capital y el *know how* en la industria hotelera. En la zona no hay servicio de telecomunicaciones, por lo tanto, proveer al hotel de teléfono e Internet tiene un alto costo; ya que debe hacerse vía

satélite. Lo mismo sucede con el gas, al no haber gas por red natural, requiere de una alta inversión.

Por último, una principal barrera de entrada para otros competidores se da en el hecho de no disponer del casco del antiguo Hotel Monterrey para su remodelación.

Dentro de las barreras de salida podemos considerar el uso casi exclusivo de la inversión para esta aplicación.

El principal competidor, por poseer características similares y por tener un público objetivo en común será “El Manantial del Silencio”, cuya rentabilidad se encuentra entre el 20 y 25% de la facturación.

El Hotel Huacalera apunta a tener un 7,5% del *market share* de los arribos a la Quebrada de Humahuaca. El objetivo primario del mismo es cubrir un faltante en la región, en cuanto a hoteles de estas características; mayor cantidad de habitaciones, que las mismas estén alineadas con los estándares internacionales, etc. El siguiente objetivo una vez que el hotel esté en funcionamiento será desplazar a la provincia de Salta como operador base de los paquetes turísticos de la región. La provincia de Salta detenta esta función debido a que viene realizando en forma exitosa desde hace tiempo campañas publicitarias para liderar el turismo de la zona.

Matriz FODA:

- **Fortalezas:**
 - ✓ El proyecto posee en la actualidad, el mayor salón para servicio de gastronomía en la región, los cuales pueden ser ofertados con la mejor calidad, incorporando tanto la cocina étnica como la internacional.
 - ✓ El Hotel, superará todos los estándares presentes en el sector hotelería de la provincia, posicionándose como líder de segmento de mercado de alto poder adquisitivo.
 - ✓ Ubicación estratégica: cercanía a los principales atractivos turísticos del lugar.
 - ✓ Poseer un edificio histórico para la comunidad local, el antiguo “Hotel Monterrey”, que al ser totalmente renovado se transformará en el “Hotel Huacalera”.

- **Oportunidades:**
 - ✓ Tipo de cambio competitivo de la moneda nacional.
 - ✓ Mejora de la economía local.
 - ✓ La obtención del título de “Patrimonio de la Humanidad” de la Quebrada de Humahuaca.
 - ✓ Crecimiento a nivel mundial del turismo.
 - ✓ Tendencia internacional de incremento de los arribos a destinos no tradicionales.
 - ✓ Problemas de escala y calidad en la oferta actual de alojamiento en la región.

- **Debilidades:**
 - ✓ El proyecto será financiado en su totalidad por capital propio, debido a las altas tasas en el mercado para acceder a créditos.

✓ El proyecto se ubica sobre la ruta nacional n° 9, lo cual dificulta la aislación acústica.

• **Amenazas:**

✓ La no existencia de un plan estratégico de desarrollo en vías de implementación para el sector turismo en la Provincia.

✓ Falta de esfuerzos por crear infraestructura necesaria, como accesos a atractivos y condiciones para que dichos atractivos puedan ser explotados de forma eficiente.

✓ Inestabilidad del país en el orden social y económico: falta de reglas claras en el ámbito político y económico. Continuos conflictos en las aerolíneas, lo que produce incertidumbre con respecto a los vuelos.

✓ Apreciación real del peso, suba de costos en dólares.

Identificación de variables claves:

• **Sector alojamiento:**

Cantidad de habitaciones: 31.

Divididas en diversos tipos, de acuerdo a los estándares de las mismas.

✓ 1 *Master Suite*

✓ 2 *Suites*.

✓ 5 habitaciones *Premium*.

✓ 19 habitaciones *superiores*.

✓ 4 habitaciones *Estándar*.

Tarifa:

La tarifa se determinó de acuerdo al estudio de hoteles de similar categoría en la región.

Las tarifas por noche serán las siguientes:

Master Suite: USD 250

Suites: USD 200

Habitación *Premium:* USD 150

Habitación Superior: USD 120

Habitación Estándar: USD 100

Ocupación:

El % de ocupación	1° año	0,35
	2° año	0,50
	3° año	0,60
	4° año	0,69
	5° año	0,72
	6° año	0,72
	7° año	0,72

Es importante señalar que este porcentaje de ocupación es extremadamente conservador tanto inicialmente como en el incremento anual posterior, ya que los hoteles similares están trabajando actualmente con una ocupación promedio anual entre un 60 y 75%.

- **Sector bebidas y alimentos:**

El principal ingreso de este sector será el restaurante. Se calcula un cubierto promedio de USD 12 por persona y se estima que el 70% de los huéspedes cenarán en el hotel. El estar del hotel contará con una barra, donde quienes lo deseen podrán encontrarse a disfrutar del servicio de bebidas y *snacks*; asimismo estará disponible el servicio de *room service*. Las ventas del sector están pensadas en el costo de los insumos más un *mark up* de 3,5 veces su costo, con lo cual se obtendrán ingresos del 11% con respecto al alojamiento.

- **Sector Spa:**

El sector *spa* durante el primer año solo proveerá del servicio de masajes, contará con dos salas, que se calcula trabajarán principalmente en el rango horario de 18 a 21hs, horario en que los huéspedes comienzan a regresar al hotel después de las excursiones del día. Se estiman 12 turnos diarios y el ingreso vendrá dado por el costo más un *mark up* de 3,22 veces su costo.

Se proyecta que el resto de los servicios del *spa* entrarán en operación durante el segundo año.

Otros ingresos:

Vienen dados principalmente por el servicio de lavandería. Asimismo el servicio de telecomunicaciones, que generalmente tiene un *mark up* de cinco veces su costo. La venta de algunos objetos de recuerdo como ser las batas, pantuflas, etc.

Determinación de los costos:

- **Personal:**

La composición del personal y sus sueldos expresados en USD son los siguientes:

Personal	Cantidad	Sueldo	T. mensual	Total anual *
Gerente general	1	2000	\$ 2.000	\$ 34.700
Recepcionista/conserje	6	570	\$ 3.420	\$ 59.337
Camareras	4	375	\$ 1.500	\$ 26.025
Lavandera	1	375	\$ 375	\$ 6.506
Planchadoras	2	375	\$ 750	\$ 13.013
Chef	1	780	\$ 780	\$ 13.533
Ayudante de cocina	1	470	\$ 470	\$ 8.155
Bacheros	2	375	\$ 750	\$ 13.013
Mozos	3	375	\$ 1.125	\$ 19.519
Seguridad	2	375	\$ 750	\$ 13.013
Mantenimiento	2	375	\$ 750	\$ 13.013
	15		\$ 12.670	\$ 219.825

* Incluye aguinaldos y carga sociales.

Costos departamentales:

- **Sector alojamiento:**

Los costos por habitación se conforman de la siguiente manera:

- ✓ *Amenities*: USD 3. Incluyen los artículos de tocador de la habitación como ser jabones, *shampoo*, crema de enjuague, cremas, etc.
- ✓ Atenciones: USD 2. Incluyen arreglos florales, platos con frutas, etc. Son atenciones que se harán a los huéspedes durante su estadía.
- ✓ *Merchandising*: USD 3. Incluye folletería del hotel y la zona, lapiceras, anotadores, etc.
- ✓ Desayuno: USD 4.
- ✓ Reposiciones y roturas: USD 4. Es un importe que se estima por habitación para faltantes y roturas de blanquería, pequeños objetos, etc.

- **Sector restaurante:**

El costo promedio por cubierto está calculado en USD 5.

- **Sector boutique:**

El hotel contará con una pequeña boutique donde los huéspedes podrán comprar artesanías de la región, *souvenirs* y artículos de primera necesidad. Las artesanías se comprarán a los artesanos de la zona y se les aplicará un *mark up* 2,56 veces.

- **Sector Spa:**

Durante el primer año de funcionamiento, el *spa* ofrecerá solamente el servicio de masajes que tendrá un costo unitario de USD 10.

- **Comercialización:**

El proyecto tendrá un costo anual de comercialización de USD 6.150, esto incluye las acciones de *marketing*, publicidad, etc. Las comisiones cobradas por tarjetas de crédito serán del 2% de cada operación.

Pronóstico de Inversiones

Valor inmobiliario	USD 800.000
Obra	USD 500.000
Mobiliario y equipamiento	USD 370.000
Equipo gastronómico	USD 35.000
Vajilla	USD 5.000
Gastos preoperativos	USD 70.000
Total Proyecto	USD 1.780.000

II. Proyección y Evaluación

Identificación de Escenarios y Proyección de Variables Clave

A continuación se presentan los escenarios macroeconómicos planteados y sus principales características, incluyendo la probabilidad de ocurrencia de cada escenario:

1. Crecimiento Equilibrado (50%)

- ✓ Control de precios, más pauta salarial oficial permiten contener expectativas inflacionarias.
- ✓ Recomposición atenuada de tarifas de servicios públicos.
- ✓ Desaceleración gradual del consumo.
- ✓ Reacción de la inversión.
- ✓ Situación energética controlada.
- ✓ Disciplina fiscal.
- ✓ Mantenimiento de un tipo de cambio real alto, pero levemente decreciente en tiempo vía inflación.
- ✓ Inflación alta pero no desbordada.
- ✓ Desaceleración crecimiento PBI; que converge a ritmo sostenido.

2. Inversión insuficiente (40%)

- ✓ El gobierno sigue estimulando a la demanda.
- ✓ Círculo vicioso inflación-salarios.
- ✓ Inversión privada insuficiente.
- ✓ El Estado busca sin éxito sustituir la inversión privada.
- ✓ Ajustes vía precios: mayor inflación, mayor conflicto laboral.
- ✓ Fin del modelo económico actual: apreciación rápida del tipo de cambio real.
- ✓ Suba abrupta de tasas y contracción del crédito para frenar la inflación desbordada.
- ✓ El crecimiento termina estancándose.

3. Crisis cambiaria (10%)

- ✓ Políticas públicas inconsistentes.
- ✓ Mayor estímulo a la demanda, más falta de disciplina fiscal, más mal uso de instrumentos monetarios.
- ✓ Caída de la demanda de dinero.
- ✓ Corrida contra el peso.
- ✓ Corrida bancaria.
- ✓ Alza de tasas de interés locales.
- ✓ Alza del riesgo país.
- ✓ Alza del tipo de cambio.
- ✓ Aceleración de la inflación.
- ✓ Caída del PBI.

Por lo tanto se utiliza al escenario de “Crecimiento equilibrado” como el escenario base, por ser el de mayor probabilidad de ocurrencia.

Premisas y supuestos del caso. “Caso Base”

Los escenarios descritos en el punto anterior incluyen las siguientes variables exógenas cuantificables:

- ✓ Variación del PBI real,
- ✓ Variación del tipo de cambio,
- ✓ Variación del IPC,
- ✓ Variación del IPM,
- ✓ Variación del índice de Salarios,

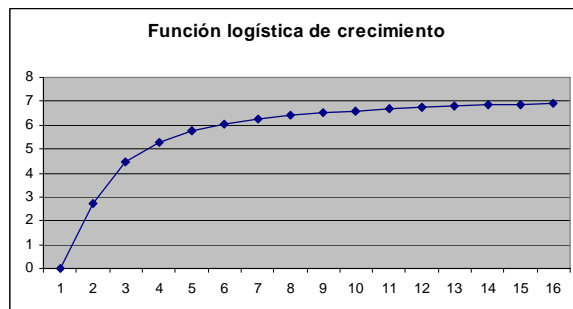
En los anexos adjuntos se incluye el detalle de las premisas y supuestos de dichas variables exógenas cuantificables para cada escenario propuesto.

Adicionalmente, y a partir de los *drivers* del negocio identificados, se plantearon escenarios para las variables claves que son exógenas cuantificables pero de la industria o sectores en particular, no de la macroeconomía cubierta por los escenarios mencionados previamente. Dichas variables exógenas son:

- ✓ Margen de contribución alojamiento.
- ✓ Coef. De crecimiento Factor de ocupación.

En la proyección de los ingresos y costos, se utilizaron las siguientes premisas:

- ✓ **Margen de contribución antes de impuesto a los ingresos brutos:** se utilizó un 76%, calculado en base al costo promedio por habitación por día y al ingreso promedio por habitación por día.
- ✓ **Nº de habitaciones ocupadas al año:** se calculó en base a la cantidad de habitaciones por cantidad de días al año, por el factor de ocupación.
- ✓ **Factor de ocupación:** se lo consideró endógeno a la tasa de crecimiento del PBI y a la variación del tipo de cambio real. Al crecimiento de la demanda hotelera argentina se la afectó a un factor de crecimiento de la demanda de Huacalera según una función logística de crecimiento. El porcentaje de ocupación se mueve entre un mínimo y un máximo de 35% y 72% respectivamente.
- ✓ **Coefficiente de crecimiento factor de ocupación:** Se calculó una función logística de crecimiento. Determinada por : $e^{(k1-k2/t)}$



Evaluación económica financiera:

En los anexos se presenta la proyección del flujo de fondos. El “Free Cash Flow” arroja valores positivos desde el primer año, recuperando la inversión inicial en el año 5.

A continuación se presenta el valor esperado del proyecto bajo cada escenario macroeconómico, así como el Valor Esperado del proyecto, a partir de las probabilidades de ocurrencia asignadas a cada escenario:

VALOR ESPERADO DEL PROYECTO

	1. CRECIMIENTO EQUILIBRADO	2. INVERSIÓN INSUFICIENTE	3. CRISIS CAMBIARIA	Valor Esperado
Probabilidad	50%	40%	10%	100%
Escenario	1	2	3	
	3.530,7	1.758,8	3.514,0	2.820,2
Coef. de crecimiento		Factor de Ocupación		5,00
Margen de contribución		alojamiento		76,0%

Del cuadro superior se desprende que el mayor valor esperado se encuentra en el escenario de crecimiento equilibrado, que es el de mayor probabilidad de ocurrencia (50%). El escenario menos favorable sería el de inversión insuficiente. En el caso de crisis cambiaria el valor esperado es de USD 3.514 , valor muy cercano al del escenario de crecimiento equilibrado (USD 3.530,7) esto se debe a la variación del tipo de cambio, que favorecería al turismo extranjero, que sustituiría al turismo interno que se vería afectado por la crisis.

Renta permanente y tasa de crecimiento:

Para la evaluación económica financiera, se utilizó un horizonte de 15 años, año en el cual los flujos de fondos se estabilizan. De esta manera se utilizó el año 15 como período “T” y se calculó una renta permanente o valor continuo, utilizando para ello como tasa de crecimiento “g”, en forma consistente con la proyección de los ingresos y la regresión practicada entre las ventas por alojamiento y el PBI y el tipo de cambio. Como el PBI proyectado a partir del año 16 se estabiliza en un 3,5% y el tipo de cambio real lo hace en 0,92, la tasa de crecimiento que surge del cálculo es del 2%.

Tasa de descuento:

Para la determinación de la tasa de descuento, se utilizó la metodología del CAPM. Tal como se presenta en los Anexos, la información utilizada para incluir en el modelo fue la siguiente:

- ✓ *Risk Free Rate*: se utilizó la tasa Boden 10 años en USD, representativa para el mercado argentino.
- ✓ Beta de los activos (*unlevered*): se utilizó un beta comparable del mercado de los Estados Unidos al no contarse con betas de la industria del mercado local. Se utilizó la beta *unlevered* promedio de la industria hotelera: 0,60.

- ✓ Prima de riesgo: para estimar la prima de riesgo correspondiente al mercado argentino, al cociente de la volatilidad argentina y la volatilidad de Estados Unidos, se lo multiplicó por la prima de riesgo de Estados Unidos. Dicho resultado fue ajustado por un factor de corrección de 0,86 para evitar la duplicación del riesgo país ya incluido en la *risk free* utilizada.

A continuación se presenta la tasa de descuento utilizada y sus componentes:

Costo del Capital Propio

Rendimiento Bono Arg.	8,5%
□ Unlevered	0,60
Risk Premium USA	5,0%
Coefficiente de variación Argentina	2,54
Coefficiente de variación USA	2,24
Factor de Corrección	0,86
Re (D/E =0)	11,4%

Opciones reales:

Al analizar la posible presencia de opciones reales asociadas al proyecto en cuestión, se entiende que una opción de abandono sería poco relevante dada la inversión efectuada y el valor esperado del proyecto.

Asimismo, se considera que una opción real relevante para el proyecto sería la de expansión, debido a que de resultar exitoso el proyecto se podría replicar en otras zonas del país.

En el presente trabajo, no se calcula el valor de ésta opción por no contarse con los datos necesarios.

III. Informe Final

Análisis de Sensibilidad y Riesgo

Se han efectuado diversos análisis, utilizando las 2 variables claves macroeconómicas definidas (cada una con 5 escenarios posibles) mencionadas en la sección “Premisas y supuestos del caso” y los 3 escenarios macroeconómicos comentados: Crecimiento equilibrado, Inversión insuficiente y crisis cambiaria.

Escenario del Negocio <u>Independiente</u> del Escenario Macro: (Se pueden verificar cualquiera sea el escenario macro)						
Escenarios	ESCENARIOS					Valor Esperado
VARIABLE PROPIA NEGOCIO # 1	Muy Malo	Malo	Aceptable	Bueno	Muy Bueno	
Premisas	1	2	3	4	5	6
Coef. de crecimiento Factor de Ocupación <i>Probabilidad asignada</i>	2,00 0,05	4,00 0,20	5,00 0,50	6,00 0,20	8,00 0,05	5,00 100%

Escenarios	ESCENARIOS					Valor Esperado
VARIABLE PROPIA NEGOCIO # 2	Muy Malo	Malo	Aceptable	Bueno	Muy Bueno	
Premisas	1	2	3	4	5	6
Margen de contribución alojamiento <i>Probabilidad asignada</i>	60% 0,05	67% 0,25	76% 0,40	86% 0,25	90% 0,05	76,00% 1,00

El resultado de dichos análisis son los siguientes:

Escenario base: Crecimiento Equilibrado:

<i>Margen de contribución alojamiento</i>						
	1	2	3	4	5	6
Coef. De crecimiento	-1250,5	37,8	2496,3	8672,7	14602,1	2496,3
Factor de ocupación	-916,0	379,3	3026,5	9679,9	16067,2	3026,5
	-616,3	703,3	3530,7	10637,7	17460,4	3530,7
	-182,4	1222,3	4338,0	12171,4	19691,5	4338,0
	809,4	2521,3	6359,1	16011,2	25277,2	6359,1
	-616,3	703,3	3530,7	10637,7	17460,4	3530,7
Valor Máximo:	25.277,2		Valor Mínimo:		-1.250,5	

Se puede apreciar que en el escenario de crecimiento equilibrado, con un margen de contribución del 60% el valor esperado del proyecto es negativo, alcanzando un mínimo de USD – 1.250,5. Sólo con un coeficiente de crecimiento del factor ocupación muy bueno, arroja un valor positivo. Con un margen de contribución a partir del 67% arroja valores esperados del proyecto positivos, alcanzando su máximo de USD 25.277,2 para un margen de contribución del 90% y un coeficiente de crecimiento del factor ocupación de 8. El valor esperado del proyecto para este escenario es de USD 3.530,7.

Escenario: Inversión insuficiente:

		Margen de contribución alojamiento					
		1	2	3	4	5	6
Coef. De crecimiento Factor de ocupación	1	-2049,9	-564,6	1700,0	7236,4	12551,4	1700,0
	2	-2012,7	-538,1	1738,3	7309,2	12657,3	1738,3
	3	-1992,1	-523,9	1758,8	7348,0	12713,7	1758,8
	4	-1970,5	-509,3	1780,1	7388,6	12772,7	1780,1
	5	-1922,4	-478,4	1825,8	7475,3	12898,9	1825,8
	6	-1992,1	-523,9	1758,8	7348,0	12713,7	1758,8
Valor Máximo:		12.898,9		Valor Mínimo:		-2.049,9	

Escenario: Crisis cambiaria:

		Margen de contribución alojamiento					
		1	2	3	4	5	6
Coef. De crecimiento Factor de ocupación	1	-1327,3	-275,2	1708,1	6672,1	11437,3	1708,1
	2	-753,2	300,5	2602,1	8370,3	13907,6	2602,1
	3	-299,6	886,6	3514,0	10102,6	16427,4	3514,0
	4	344,1	1733,0	4830,5	12603,8	20065,5	4830,5
	5	556,3	2012,5	5265,3	13429,8	21267,2	5265,3
	6	-299,6	886,6	3514,0	10102,6	16427,4	3514,0
Valor Máximo:		21.267,2		Valor Mínimo:		-1.327,3	

Estrategia de financiamiento:

La estructura del proyecto es *full equity*, por lo tanto no se calcularon ratios de deuda óptima y no hay generación de valor por escudo fiscal.

Conclusiones y recomendaciones:

Luego de realizar la proyección del desempeño del negocio considerando distintos escenarios macroeconómico, se ha llegado a la conclusión de que el valor actual esperado del proyecto resulta de USD 3.530,7 mil, arrojando una tasa interna de retorno del 26,1% y una TIRM del 19.2%. Esto justifica la viabilidad del proyecto y se alinea con los niveles de rentabilidad esperada.

La inversión inicial realizada de USD 1.780.000 se recuperará al año 5.

De acuerdo al análisis de mercado realizado, la implementación del proyecto se ve fortalecida por la necesidad de cubrir un faltante en la zona, carente de hoteles de alta categoría.

Cabe destacar que la rentabilidad del proyector podría verse sensiblemente afectada por la evolución del tipo de cambio real en el escenario de Inversión insuficiente, pero en el escenario de menor probabilidad de ocurrencia; Crisis cambiaria, la rentabilidad del proyecto alcanzaría valores casi similares al de crecimiento equilibrado, debido a que la variación del tipo de cambio real, alentaría la llegada de turistas extranjeros, reemplazando la disminución de turistas locales que se verían afectados por la crisis.

EVOLUCIÓN PATRIMONIO NETO																	
HOTEL HUACALERA																	
Miles de USD																	
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Capital		1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3	1.859,3
Reserva Legal		0,0	7,9	21,0	36,3	53,4	71,7	92,2	114,4	138,2	163,7	191,0	219,9	250,7	283,6	318,5	355,5
Resultados No Asignados		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
PATRIMONIO NETO		1.859	1.867	1.880	1.896	1.913	1.931	1.952	1.974	1.998	2.023	2.050	2.079	2.110	2.143	2.178	2.215

RESULTADO FINANCIERO																	
HOTEL HUACALERA																	
Miles de USD																	
		0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Tasas de Interés Nominal Anual																	
Tasa deuda estructural anual en dólares		9,0%	9,5%	10,0%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,0%	9,0%	9,0%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Spread soberana (bps)		30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30	30
Tasa deuda Corto Plazo anual en dólares		8,7%	9,2%	9,7%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	8,7%	8,7%	8,7%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Spread duration (bps)		-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30	-30
Tasa Pasiva Colocaciones anual en dólares		7,2%	7,7%	8,2%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%	7,2%	7,2%	7,2%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%	6,7%
Spread Activa-Pasiva corto plazo		-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15
EXCEDENTES NO DISTRIBUIDOS																	
Inicial		0,0	0,0	169,0	283,7	402,1	369,1	657,0	791,9	930,7	1.073,4	1.219,6	1.369,2	1.522,3	1.679,2	1.839,8	2.004,3
Colocación (Cancelación)		0,0	169,0	114,7	118,4	-33,0	287,9	134,9	138,8	142,7	146,1	149,7	153,1	156,8	160,6	164,6	169,2
Intereses Devengados		0,0	0,0	13,9	21,8	31,0	28,4	50,6	61,0	67,0	77,3	87,8	91,7	102,0	112,5	123,3	134,3
Intereses (Cobrados)/Pagados		0,0	0,0	-13,9	-21,8	-31,0	-28,4	-50,6	-61,0	-67,0	-77,3	-87,8	-91,7	-102,0	-112,5	-123,3	-134,3
Saldo Excedentes no Distribuidos		0,0	169,0	283,7	402,1	369,1	657,0	791,9	930,7	1.073,4	1.219,6	1.369,2	1.522,3	1.679,2	1.839,8	2.004,3	2.173,5
Posición Deuda Estructural																	
		<i>La deuda se supone en dólares y necesita cargarse cuotas de amortización del principal</i>															
Inicial		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Endeudamiento		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Intereses Devengados		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Servicio de Intereses		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Servicio del Principal		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Saldo Deuda Estructural		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Proyección del NEGOCIO

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Nº de habitaciones disponibles		31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	31	
Días		365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	365	
% factor de ocupación MÍNIMO	35,0%																
% factor de ocupación MÁXIMO	72,0%																
Variación PBI % anual		6,0%	5,0%	4,5%	4,0%	3,8%	3,7%	3,6%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	3,5%	
incidencia Var PBI en Demanda Hotelera	1,00	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	
Tipo de Cambio Real (e. PPI/IPC)		0,98	0,94	0,92	0,90	0,88	0,88	0,88	0,88	0,89	0,89	0,90	0,90	0,91	0,91	0,92	
incidencia Var TCR en Demanda Hotelera		0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	0,40	
Tasa de crecimiento demanda de habitaciones en Argentina		2,8%	1,4%	1,9%	1,5%	1,8%	2,1%	2,2%	2,1%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
Coefficiente de crecimiento Hotel Huacalera	Factor k	5,0															
Tasa de crecimiento factor ocupación		1,0000	12,1825	2,3010	1,5169	1,2840	1,1814	1,1264	1,0934	1,0719	1,0571	1,0465	1,0386	1,0326	1,0279	1,0241	
FACTOR DE OCUPACIÓN %		36,0%	42,2%	44,0%	45,0%	46,0%	47,1%	48,3%	49,4%	50,6%	51,9%	53,1%	54,4%	55,7%	57,0%	58,3%	
Nº de habitaciones ocupadas (habitaciones ocupadas días año)		4070	4771	4976	5087	5206	5334	5465	5592	5729	5867	6008	6151	6297	6445	6597	
Costo Promedio Habitación por Día	USD/Día Habit	41,83	43,36	46,58	49,54	52,32	54,46	56,15	57,46	58,80	59,82	60,87	61,93	63,02	64,12	65,24	66,38
Var. IPM US\$		1,9%	-4,3%	-4,3%	3,9%	2,9%	1,9%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	
Var. Salario en US\$		4,8%	9,5%	7,7%	6,8%	4,9%	3,9%	2,9%	2,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	1,9%	
Coefficiente de indexación sobre período anterior		1,037	1,074	1,063	1,056	1,041	1,031	1,023	1,023	1,017	1,017	1,017	1,017	1,017	1,017	1,017	
Margen de contribución (antes IIBB)	% Pr.Hab/día	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	76,0%	
Ingreso Promedio por habitación por día	USD/Día Habit	180,66	194,08	206,40	218,02	226,91	233,96	239,41	244,99	249,27	253,63	258,06	262,57	267,16	271,83	276,58	
Ventas por alojamiento en miles		735,4	925,9	1027,0	1109,0	1181,4	1247,9	1308,4	1369,9	1428,0	1488,2	1550,5	1615,1	1682,2	1752,0	1824,5	
Ventas restaurant en miles	11%	77,2	97,2	107,8	116,4	124,0	131,0	137,4	143,8	149,9	156,3	162,8	169,6	176,6	184,0	191,6	
Ventas boutique en miles	3%	22,1	27,8	30,8	33,3	35,4	37,4	39,3	41,1	42,8	44,6	46,5	48,5	50,5	52,6	54,7	
Ventas spa en miles	4%	29,4	37,0	41,1	44,4	47,3	49,9	52,3	54,8	57,1	59,5	62,0	64,6	67,3	70,1	73,0	
Otros ingresos en miles	4%	29,4	37,0	41,1	44,4	47,3	49,9	52,3	54,8	57,1	59,5	62,0	64,6	67,3	70,1	73,0	
Total ventas en miles		893,5	1.124,9	1.247,8	1.347,5	1.435,4	1.516,2	1.589,7	1.664,4	1.735,0	1.808,1	1.883,8	1.962,4	2.043,9	2.128,7	2.216,8	

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15		
(+) Ventas	M us\$	893,5	1.124,9	1.247,8	1.347,5	1.435,4	1.516,2	1.589,7	1.664,4	1.735,0	1.808,1	1.883,8	1.962,4	2.043,9	2.128,7	2.216,8	
Ventas Locales		893,5	1.124,9	1.247,8	1.347,5	1.435,4	1.516,2	1.589,7	1.664,4	1.735,0	1.808,1	1.883,8	1.962,4	2.043,9	2.128,7	2.216,8	
(-) Regalías	M us\$																
(-) Impuesto a los IIBB	M us\$	3,00%	26,8	33,7	37,4	40,4	43,1	45,5	47,7	49,9	52,1	54,2	56,5	58,9	61,3	63,9	66,5
Ingreso Neto por Ventas	M us\$	866,7	1.091,2	1.210,4	1.307,1	1.392,3	1.470,7	1.542,0	1.614,5	1.683,0	1.753,9	1.827,3	1.903,5	1.982,6	2.064,8	2.150,3	
(-) Costo Variable de servicio		176,5	222,2	246,5	266,2	283,5	299,5	314,0	328,8	342,7	357,2	372,1	387,6	403,7	420,5	437,9	
(-) Costo Variable de Distribución																	
Contribución a Gastos Fijos	M us\$	690,2	869,0	963,9	1.040,9	1.108,8	1.171,2	1.228,0	1.285,7	1.340,3	1.396,7	1.455,2	1.515,9	1.578,9	1.644,3	1.712,4	
Margen de contribución sobre ventas		77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	77,2%	

1. CRECIMIENTO EQUILBRADO

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	
Free Cash Flow	-1859,3	319,9	353,6	395,4	271,6	616,8	492,1	521,1	550,6	580,3	611,1	643,2	676,5	711,2	747,4	785,8	
Renta Permanente																8505,8	
Tasa de reinversión																	0,0%
Rendimiento de la Inversión																	2,0%
Tasa de Crecimiento																	2,0%
	-1859,3	319,9	353,6	395,4	271,6	616,8	492,1	521,1	550,6	580,3	611,1	643,2	676,5	711,2	747,4	9291,5	
	1,0000	0,9474	0,8502	0,7631	0,6848	0,6146	0,5516	0,4951	0,4443	0,3988	0,3579	0,3212	0,2883	0,2587	0,2322	0,2084	

VALOR BÁSICO PROYECTO	3530,7	Miles de USD	TIR	26,1%	TIRM	19,2%
------------------------------	---------------	--------------	------------	--------------	-------------	--------------

Intereses + Imp. Intereses		0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
Tasa IIGG		35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%		
																	Tasa de Crecimiento	2,0%
																	Intereses permanentes	0,0
Cash Flow Ahorro Impositivo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0		
	1,0000	0,9158	0,8310	0,7679	0,7032	0,6440	0,5897	0,5401	0,5131	0,4720	0,4342	0,4202	0,3884	0,3590	0,3318	0,3066		

VALOR ESCUDO FISCAL	0,0	Miles de USD
----------------------------	------------	--------------

VALOR ACTUAL AJUSTADO	3530,7	Miles de USD
------------------------------	---------------	--------------

Cash Flow del Accionista	-1859,3	319,9	353,6	395,4	271,6	616,8	492,1	521,1	550,6	580,3	611,1	643,2	676,5	711,2	747,4	9291,5
	1,0000	0,9474	0,8502	0,7631	0,6848	0,6146	0,5516	0,4951	0,4443	0,3988	0,3579	0,3212	0,2883	0,2587	0,2322	0,2084

VALOR PARA EL ACCIONISTA	3530,7	Miles de USD
---------------------------------	---------------	--------------

Valor presente de la inversión	1859,3		
Valor presente básico del proyecto	3530,7		
Valor escudo fiscal	0,0		
Total Valor Activo	5390,0		
Valor Deuda al inicio	0,0	d/a	0,0%
Valor Equity empresa en marcha	5390,0	d/e	0,0%
Total Valor Deuda + Pneto	5390,0		

Costo del Capital Propio

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
Rendimiento Bono Arg.	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%	8,50%
β Unlevered	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Risk Premium USA	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
Coefficiente de variación Argentina	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54	2,54
Coefficiente de variación USA	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24	2,24
Factor de Corrección	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86	0,86
Re (D/E = 0)	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
d/e	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
β Levered	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60	0,60
Re (D/E ≠ 0)	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%	11,4%
E/V	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Tasa Deuda	9,2%	9,7%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%	8,7%	8,7%	8,7%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%	8,2%
Deducción IIGG	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%	35,0%
Rd(1-t)	6,0%	6,3%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	5,7%	5,7%	5,7%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
D/V	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Flujo Descuento del Proyecto Acumulado	-1.859,3	-1.539,5	-1.185,9	-790,4	-518,8	98,0	590,1	1.111,2	1.661,8	2.242,0	2.853,2	3.496,3	4.172,8	4.884,0	5.631,4	14.923,0
---	----------	----------	----------	--------	--------	------	-------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	---------	----------

Flujo de Inversión Neta al Proyecto	-1859,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
--	---------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

“Autorizo a la Universidad del CEMA a publicar y difundir, a fines exclusivamente académicos y didácticos, el Trabajo Final de mi autoría correspondiente a la carrera cursada en esta institución”.

Firma:

Aclaración: Daniela Leveratto

D.N.I.: 25.095.484