

**UNIVERSIDAD DEL CEMA**  
**Buenos Aires**  
**Argentina**

Serie  
**DOCUMENTOS DE TRABAJO**

**Área: Finanzas y Negocios**

**RELEVAMIENTO DE CREACIÓN DE  
VALOR EN EMPRENDIMIENTOS**

**José P. Dapena**

**Octubre 2015**  
**Nro. 573**

ISBN 978-987-3940-02-6  
Queda hecho el depósito que marca la Ley 11.723  
Copyright – UNIVERSIDAD DEL CEMA

**[www.cema.edu.ar/publicaciones/doc\\_trabajo.html](http://www.cema.edu.ar/publicaciones/doc_trabajo.html)**  
UCEMA: Av. Córdoba 374, C1054AAP Buenos Aires, Argentina  
ISSN 1668-4575 (impreso), ISSN 1668-4583 (en línea)  
Editor: Jorge M. Streb; asistente editorial: Valeria Dowding <jae@cema.edu.ar>

Dapena, José Pablo

Relevamiento de creación de valor en emprendimientos / José Pablo Dapena. - 1a ed. . - Ciudad Autónoma de Buenos Aires : Universidad del CEMA, 2015.

36 p. ; 22 x 15 cm.

ISBN 978-987-3940-02-6

1. Finanzas. I. Título.

CDD 332

# RELEVAMIENTO DE CREACIÓN DE VALOR EN EMPRESARIOS

José P. Dapena\*

Universidad del CEMA

## Resumen

Con el apoyo de la Subsecretaría de Desarrollo Económico del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires hemos procedido a relevar de un conjunto de proyectos de negocios los aspectos de requerimientos de inversión y de valuación por proyección de flujo de fondos con el objetivo de evaluar la generación de valor de dichos emprendimientos.

De análisis de la documentación e información relevada, surge que a precios constantes de cada peso invertido en los emprendimientos (tomando tanto la inversión privada de contraparte como el apoyo del Gobierno a través de aportes no reembolsables y de financiamiento de tutorías), el valor creado es en promedio de 5.97 pesos, es decir un 597%, aun considerando los emprendimientos que no crearon valor porque no continuaron (con un caso destacado sobre el resto -este tipo de situaciones se presenta en el capital de riesgo-; si eliminásemos ese emprendimiento, aun así la tasa de creación de valor sería positiva y ascendería en valores constantes al 381%).

Por otro lado la tasa de caída de emprendimientos en la muestra seleccionada asciende a 42%, es decir que de cada 100 proyectos, 42 se cayeron (y otros perduraron pero sin crecer significativamente).

El impacto positivo en las ventas y por extensión en el valor de los proyectos significaría también un efecto positivo sobre la creación de empleo, la inversión, la innovación y también sobre la recaudación impositiva, inclusive generando condiciones en las cuales los fondos aportados terminen regresando al Gobierno en la forma de impuesto adicionales por mayor actividad económica como ya hemos expuesto de manera estimativa. Por otro lado para ser justos, tampoco se encuentra incorporados los gastos de estructura por parte del Gobierno que generan la administración de estos programas.

En lo que respecta a las lecciones de aquellos proyectos que no avanzaron, parte de los objetivos de los programas de gobierno de apoyo a los emprendimientos debieran establecer condiciones de lograr independencia de los emprendimientos de sus socios, para evitar que las desavenencias terminen impactando de manera negativa en el desarrollo de los emprendimientos (generar emprendimiento "vendibles" más allá de sus socios). La inflación y la inestabilidad generan inconveniente con respecto a la planificación financiera y las necesidades de fondos, y la concreción de objetivos estratégicos.

**JEL:** L26, H23, G32.

**Palabras claves:** Emprendimientos, creación de valor, valuación, resultados programas de apoyo gubernamentales.

---

\* Participaron de este proyecto de investigación los Magister Tomas Gualati, Soledad Morgan y Guillermina Toscano. Agradecemos al Licenciado Gustavo Svarzman su imprescindible apoyo sin el cual el trabajo no habría podido materializarse. Las opiniones expresadas en este trabajo son del autor y no necesariamente reflejan las de la Universidad del CEMA o del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires. Todos los errores son de nuestra responsabilidad.

## Índice de contenidos

I.	Introducción.....	3
II.	Descripción de los Programas de Emprendedores .....	3
A.	Funcionamiento BA Emprende.....	3
B.	Funcionamiento Baitec e Incuba.....	4
III.	Proceso de Relevamiento de Información.....	5
A.	Identificación de la muestra .....	5
B.	Contacto con los proyectos seleccionados .....	7
C.	Relevamiento del valor de inversión inicial a través de la información presentada en los programas de apoyo.....	7
D.	Relevamiento mediante modelos financieros preparados y reuniones personales de validación.....	9
E.	Determinación de la tasa de descuento aplicable.....	10
1.	Modelo de base de tasa de descuento.....	10
2.	Estimación de tasa de descuento .....	10
F.	Valuación de los emprendimientos .....	12
IV.	Resultados.....	12
A.	Resultados agregados .....	12
B.	Resultados por sector .....	14
V.	Beneficios percibidos en los emprendimientos .....	15
A.	Beneficios de las tutorías.....	15
B.	Otros beneficios.....	16
C.	Lecciones de los proyectos que no avanzaron. ....	17
VI.	Conclusiones.....	18
	Anexo I Descripción de Modelos de Valuación .....	23
	Anexo II Carta de Presentación hacia los emprendimientos.....	25
	Anexo III Carta y Modelo de Relevamiento .....	29
	Anexo IV Proyecciones de flujos de fondos de emprendimientos .....	32
	Anexo V Equipo de Trabajo .....	39

## **I. Introducción**

En conjunto con la Subsecretaría de Desarrollo Económico del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, a través de su entonces director el Licenciado Gustavo Svarzman, hemos llevado adelante este trabajo de investigación respecto del Análisis de Impacto en Valor de Emprendimientos de un conjunto de proyectos seleccionados de los programas de apoyo a emprendimientos que llevaba adelante dicha secretaría.

La tarea desarrollada ha consistido en evaluar a través de una muestra el monto de inversiones comprometidas en los emprendimientos previo al ingreso en el programa de financiamiento de apoyo a emprendedores, y el valor estimado de los emprendimientos una vez finalizado el programa de financiamiento y apoyo.

Como parte de nuestro trabajo profesional, hemos procedido a relevar e investigar el valor creado en un conjunto de emprendimientos seleccionados como consecuencia del impacto de programas de apoyo a emprendedores tales como BA Emprende. A tales efectos hemos:

- Recolectado documentación presentada por los emprendimientos con motivo de su participación en los programas.
- Identificado un conjunto de emprendimientos a ser relevado.
- Realizado un cuestionario de síntesis de información financiera de los emprendimientos.
- Mantenido entrevistas con los responsables de los emprendimientos seleccionados
- Elaborado las proyecciones financieras de los emprendimientos seleccionados
- Valuado el impacto del programa.

## **II. Descripción de los Programas de Emprendedores**

Los programas de apoyo a emprendedores de la Sub Secretaría de Desarrollo Económico del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires (BAEmprende, Baitec e Incuba) han sido programas de fomento al emprendedorismo y a la iniciativa privada promovidos por dicha repartición, dependiente del Ministro de Desarrollo Económico del Gobierno de la Ciudad, desarrollados desde 2004, interrumpidos y reeditados desde 2008 hasta 2013. Los mismos apuntaban a impulsar los proyectos de emprendimientos a través de Aportes no Reembolsables y Soporte de Tutorías a proyectos de negocios con potencial de crecimiento radicados en la Ciudad.

### **A. Funcionamiento BA Emprende**

Desde el año 2008 se realizaba el programa (existe una edición previa en 2004 que se discontinuó), que funcionaba de la siguiente manera. Todos los años el Gobierno llamaba a convocatoria de entidades que tengan una reconocida experiencia en el campo del fomento de la actividad emprendedora a presentar proyectos de negocios que

precisen de soporte financiero. Las entidades interesadas debían completar una serie de documentos mostrando antecedentes y proyecto de trabajo.

En la primera mitad de cada año, el Gobierno seleccionaba lo que se denominan “ventanillas” de presentación, que son entidades que por sus antecedentes han sido elegidas para presentar proyectos (ejemplo de entidades seleccionadas: –IAE, Empear, Udesa, Ucema, Uba, Endeavor, etc).

En la segunda mitad del año las entidades seleccionadas estaban habilitadas a presentar proyectos de negocios presentado documentación (ver Anexo II para detalle de la documentación que se prepara) para que fuesen evaluados por los profesionales de la Subsecretaría tanto internos como externos, a través del análisis de los formularios completos presentados y de entrevistas. Allí terminaba el trabajo de las entidades patrocinantes.

En función de la evaluación que hacían los especialistas del Gobierno, y del puntaje que se asigna, se seleccionaban proyectos de negocios que serán beneficiados por el programa. El beneficio consistía en un Aporte No Reembolsable que satisface hasta un máximo del 40% de las necesidades de inversión del proyecto, mientras que el 60% restante debía ser aportado por los propios emprendedores. Asimismo se establecía un régimen de tutorías por un plazo no mayor a los 12 meses, que era realizado por la entidad patrocinante para hacer el seguimiento del proyecto.

El posterior trabajo de las entidades patrocinantes era liberar los fondos hacia los proyectos a medida que los emprendimientos fuesen cumpliendo las etapas que se propusieron, presentar la documentación de seguimiento al Gobierno y hacer el *coaching* de los proyectos para ayudarlos.

Una vez que el proyecto había satisfecho todos los objetivos, se daba por finalizado el *coaching* por parte de la entidad patrocinante. Si el proyecto no satisfacía los objetivos, se busca modificarlos con autorización de la Sub Secretaría. Si finalmente el proyecto no satisfacía los objetivos, se cerraba el mismo y se devolvían los fondos no utilizados. Los fondos se encontraban siempre disponibles y eran depositados al inicio del año para su manejo por parte de la entidad patrocinante.

## **B. Funcionamiento Baitec e Incuba**

Los programas Baitec e Incuba se encontraban promovidos para contribuir al desarrollo de la actividad productiva de la Ciudad de Buenos Aires a través del impulso de una cultura emprendedora e innovadora, con foco en proyectos de base tecnológica en un caso, y de diseño o arte en el otro.

Estos programas a diferencia de BA Emprende tenían la particularidad que el proyecto o emprendimiento no recibe aportes no reembolsables por parte del Gobierno de la Ciudad, pero obtiene el beneficio de ser incubado en instalaciones del Gobierno sin costo alguno, facilitando contar con una infraestructura edilicia y soporte de logística. Asimismo el programa coincidía con BA Emprende en que se preveía la existencia de tutorías o *coaching* a cargo de las instituciones que actuaran como ventanillas de presentación con el propósito de acompañar en el logro de los objetivos propuestos en los planes presentados.

### **III. Proceso de Relevamiento de Información**

De acuerdo a lo expuesto en el punto anterior, el proceso de estimación de creación de valor<sup>1</sup> requiere de:

- Identificar la inversión inicial que requieren los emprendimientos y unificarla a valores constantes en un momento del tiempo.
- Proyectar los flujos de fondos que se estima generará el emprendimiento y el valor residual del mismo.
- Descontar dichos flujos de fondos por una tasa que refleje apropiadamente el riesgo de negocios y las oportunidades de inversión alternativas.
- Comparar los valores así obtenidos

A los efectos de llevar a delante el proceso de relevamiento, hemos procedido a:

- identificar una muestra de emprendimientos objetivos,
- contactar los proyectos seleccionados,
- enviar un set de documentación con anticipación indicando lo que sería relevado,
- mantener reuniones de trabajo con los responsables de los proyectos,
- recopilar la información,
- volcar la información en los modelos de valuación,
- estimar y aproximar la creación de valor en los emprendimientos.

A continuación detallaremos los aspectos de cada una de las etapas del proceso.

#### **A. Identificación de la muestra**

A lo largo de la vigencia de los programas de apoyo a emprendimientos, los mismos han dado apoyo a cientos de proyectos de negocios. Por tal motivo, y frente a la imposibilidad de recursos de realizar un censo sobre todo los emprendimientos beneficiados, se procedió de manera conjunta con los responsables de la subsecretaría a identificar un conjunto de proyectos que servirían como punto de partida para el análisis y preselección de los mismos.

Los mismos suman 47 proyectos y se encuentran expuestos en la siguiente tabla donde se identifican los emprendimientos, el año de su presentación, la entidad patrocinante, el rubro de negocios en el que lo hemos etiquetado y la descripción de su objeto de negocios:

---

<sup>1</sup> Ver Anexo I de referencia de modelos de valuación.

**Tabla 1**

AQUADIZE SRL	2008	IECYT	Software	Desarrollo de Software para Industria de videojuegos y 3D
BDEV SRL	2008	IAE	Servicios	Integrador Tecnológico RFID
FIGARO CONSULTINGO	2008	EMPREAR	Software	Software as a Service
KEEPCON	2008	UAI	Servicios	Servicios Integrales de Moderación de Contenidos Web
TARCEL	2008	IECYT	Software	Software y servicios informáticos aplicados al negocio financiero
TECPEOPLE	2008	IAE	Servicios	Entrenamiento Técnico de Alta performance
WORMHOLE SA	2008	IECYT	Software	Desarrollo de Productos y Servicios de Tecnología y diseño gráfico
FABRINCO	2008	IECYT	Servicios	Fabricación digital
INSSIDE INFORMATION INTELIGENTE	2008	ENDEAVOR	Software	Seguridad Informática
MI INTELLIGENCE	2008	UAI	Servicios	Consultoría en mitigación de Riesgos
SUMAVISOS.COM	2008	IAE	Software	Buscador de Avisos clasificados en internet
V-FOUND	2008	IECYT	Software	Servicios y Productos orientados a search engine y social Media MKT
CLUB POINT	2009	IUEAN	E-commerce	Club de compras (sitios de comercio electrónico)
NET MED	2009	IECYT	Tecnología	Comercialización de soluciones médicas innovadoras par el segmento de diagnóstico por imagen
NUTRIBABY	2009	EMPREAR	Industrial	Alimentos para bebés
ONAPSYS	2009	IECYT	Tecnología	Soluciones de seguridad de la información con alta especialización en aplicaciones de negocio críticas
SOCIAL METRIX	2009	ENDEAVOR	Software	Desarrollo de tecnología para conocer, de forma automática, la reputación online de marcas, productos y
CANNED BRAINS	2009	UAI	Tecnología	Desarrollo de videojuegos serios
609 AGENCY	2009	FUNDES	Servicios	Agencia de Marketing
MOBILE TONIC	2009	EMPREAR	Software	Software
NATYO	2009	IUEAN	Tecnología	Servicios Software
DUPLIPARK	2009	UCEMA	Industrial	Fabricación de plataformas mecanizadas para estacionamiento.
OXAVITA	2009	UCEMA	Industrial	Producción y comercialización de cámaras hiperbáricas
TIENDA OBJETO (EX TIENDA CMD)	2009	UCEMA	E-commerce	Venta de productos de diseño online
B INTERACTIVE	2010	FCE	Servicios	Marketing y comunicación digital
GOOD PEOPLE	2010	UDESA	Industrial	Productos y soluciones orientadas al consumidor de deportes extremos
IT BAF	2010	UDESA	Servicios	Desarrollo e implementación de aplicaciones de internet y soluciones web 2.0
MICROCLAIR SRL	2010	FUNDES	Industrial	Desarrollo, fabricación y comercialización de productos cosméticos
MERCADO VIAL SA	2010	ENDEAVOR	E-commerce	Anuncios Clasificados online de maquinas, equipos y transportes pesados
EUDAMONIA (BUENOS AIRES RALLY)	2010	FCE	Software	Desarrollo de video juegos
ACCELERATION GRAVITY MAKERS	2010	EMPREAR	Software	Desarrollos de experiencias para teléfonos celulares
BRAND TRACK	2010	EMPREAR	Servicios	Marketing sensorial instore
CREASIS ANALISIS FORENSE	2010	ENDEAVOR	Servicios	Servicios de Seguridad Informática- fraudes informáticos
SUPRYME SA	2010	IAE	Software	Supryme ofrece servicios de desarrollo e implementación de plataformas de gestión SAAS
RED KATANA	2010	FCE	Servicios	Estrategias de comercialización y contenidos digitales
EMPREWARE	2010	EMPREAR	Software	Software para la realización de Planes de Negocio
COCELIA	2010	IECYT	Industrial	Pastelería para celiacos
BUKEALA	2010	IECYT	Plataforma	Plataforma de Reservas online
FANWARDS	2011	IAE	Plataforma	Plataforma Social de recompensas
RECUERDOS IMPRESOS	2011	BAIREXPOR	Servicios	Servicio para crear fotolibros por internet
DESCUENTO CITY	2011	UCEMA	E-commerce	Descuentos online
URBAN BIKING	2011	FUNDES	Servicios	Turismo y eventos en bicicleta
SIN IMANES	2011	EMPREAR	E-commerce	Plataforma de delivery de comida
MARKET PLUS	2011	BAIREXPOR	E-commerce	Venta de garage online
TIENDA NUBE	BAITEC	IECYT	Software	Tienda Nube te permite tener contacto directo con tu cliente, armar tu catálogo, recibir pedidos de compr
TRIMOVE	BAITEC	UTN	Tecnología	Vehiculos eléctricos
ALP	BAITEC	EMPREAR	Tecnología	Productos con Energías alternativas

Contando con esa muestra de punto de partida, y realizando un filtro de análisis en función de variables vinculadas a aleatoriedad de la muestra, accesibilidad, posibilidades de contacto, etc., realizamos una selección de 28 proyectos de negocios que serían contactados a los efectos del relevamiento.

Los mismos se encuentran identificados en la siguiente tabla donde además se expone el contacto o referente:

**Tabla 2**

AQUADIZE SRL	2008	IECYT	Software	Desarrollo de Software para Industria de videojuegos y 3D	BRUNETTO	ARIEL	MARTIN
BDV SRL	2008	IAE	Servicios	Integrador Tecnológico RFID	LOPEZ	MARRODRIGO	
TECPEOPLE	2008	IAE	Servicios	Entrenamiento Técnico de Alta performance	GOYTIA	DAVID	
FABRINCO	2008	IECYT	Servicios	Fabricación digital	MARTIN	SCHWARTZMAN	
SUMAVISOS.COM	2008	IAE	Software	Buscador de Avisos clasificados en internet	GRUBER	GABRIEL	
NET MED	2009	IECYT	Tecnología	Comercialización de soluciones médicas innovadoras par el segment	CARBALLO	MARIANA	
NUTRIBABY SA	2009	EMPREAR	Industrial	Alimentos para bebés	Rodrigo	Pinto	
ONAPSYS SRL	2009	IECYT	Tecnología	Soluciones de seguridad de la información con alta especialización er	MONTERO	VÍCTOR	HUGO
SOCIAL METRIX SA	2009	ENDEAVOR	Software	Desarrollo de tecnología para conocer, de forma automática, la reputa	ENRIQUEZ	MARTIN	
CANNED BRAINS	2009	UAI	Tecnología	Desarrollo de videojuegos serios	CHESINI	AUGUSTO	
MOBILE TONIC	2009	EMPREAR	Software	Software	ORTEU	EDUARDO	
DUPLIPARK	2009	UCEMA	Industrial	Fabricación de plataformas mecanizadas para estacionamiento.	ZUBIMENDI	ALEJANDRO	
OXAVITA SRL	2009	UCEMA	Industrial	Producción y comercialización de cámaras hiperbáricas	TELER	CLAUDIO	
GOOD PEOPLE	2010	UDESA	Industrial	Productos y soluciones orientadas al consumidor de deportes extrem	JEJCIC	DANIEL	
IT BAF	2010	UDESA	Servicios	Desarrollo e implementación de aplicaciones de internet y soluciones	OZCOIDI	JUAN	
MERCADO VIAL SA	2010	ENDEAVOR	E-commerce	Anuncios Clasificados online de maquinas, equipos y transportes pes	SAENZ	ROZ	RAMIRO
SUPRYME SA	2010	IAE	Software	Supryme ofrece servicios de desarrollo e implementación de plataform	CAO	MARTIN	
RED KATANA	2010	FCE	Servicios	Estrategias de comercialización y contenidos digitales	ALVAREZ	CHRISTIAN	
COCELIA	2010	IECYT	Industrial	Pastelería para celiacos	TORMAKH	JOSÉ	EDUARDO
RECUERDOS IMPRESO	2011	BAIREXPOR	Servicios	Servicio para crear fotolibros por internet	MALENKY	ANDRES	
DESCUENTO CITY	2011	UCEMA	E-commerce	Descuentos online	MANZITTI	TOMÁS	
SIN IMANES	2011	EMPREAR	E-commerce	Plataforma de delivery de comida	VÁZQUEZ	ALEJANDRO	
TIENDA NUBE	BAITEC	IECYT	Software	Tienda Nube te permite tener contacto directo con tu cliente, armar tu	CARELLA	MAXIMILIANO	
TRIMOVE	BAITEC	UTN	Tecnología	Vehiculos eléctricos	AYANZ	IGNACIO	
ALP	BAITEC	EMPREAR	Tecnología	Productos con Energías alternativas	D'AMICO	EZEQUIEL	
EUDAMONIA (BUENOS	2010	FCE			GAMBANDI	MARIA	JOSE
UNIMATE	2010	UCEMA	Industrial	Fabricación de un termo-mate eléctrico autocebante	SCALITER	ARIEL	
TIENDA POD	2009	UCEMA	Servicios	Tienda on line de venta de productos y articulos de diseño			

## B. Contacto con los proyectos seleccionados

En el punto anterior se exponen los 28 proyectos (originalmente eran 25 pero fue ampliado) que fueron seleccionados como muestra para ser contactados a los efectos del relevamiento de información. Los mismos fueron contactados por correo electrónico a través de una carta cuyo formato consta en Anexo II. En dicha carta se le informaba que el proyecto había sido seleccionado para participar del proyecto de relevamiento e investigación.

Se enviaron dos rondas de correos electrónicos invitando a los emprendimientos a sumarse a la investigación.

Del total de proyectos contactados, con 13 de los mismos se pudo establecer contacto para sumarse al relevamiento. Los mismos se encuentran detallados por orden alfabético en la siguiente tabla:

Tabla 3

EMPRESARIO	AÑO	ENTIDAD	Carta	Respondió carta
ALP	BAITEC	EMPREAR	enviada	si
CANNED BRAINS	2009	UAI	enviada	si
COCELIA	2010	IECYT	enviada	si
DUPLIPARK	2009	UCEMA	enviada	si
FABRINCO	2008	IECYT	enviada	si
IT BAF	2010	UDESAR	enviada	si
OXAVITA SRL	2009	UCEMA	enviada	si
RECUERDOS IMPRESO	2011	BAIREXPOR	enviada	si
SOCIAL METRIX SA	2009	ENDEAVOR	enviada	si
SUPRYME SA	2010	IAE	enviada	si
TECPEOPLE	2008	IAE	enviada	si
TIENDA NUBE	BAITEC	IECYT	enviada	si
UNIMATE	2010	UCEMA	enviada	si

De este detalle, un proyecto prefirió posteriormente no participar (ALP), sin dejar en claro los motivos, pero vinculados a reticencia a proporcionar información. Por ello la muestra final alcanza a doce proyectos.

## C. Relevamiento del valor de inversión inicial a través de la información presentada en los programas de apoyo.

Una vez seleccionados (por acción u omisión) los proyectos de emprendimientos sobre los cuales se realizaría el trabajo de relevamiento, se procedió a identificar la inversión inicial de dichos proyectos a través del detalle de inversión presentado en la documentación al Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires.

El Gobierno cuenta con dicha información ya que los proyectos que aplican a los diferentes programas de apoyo de emprendimiento informan el monto de la inversión que llevarán adelante (inclusive en el caso de BA Emprende parte de ese requerimiento de inversión es financiado por el Gobierno a través de aportes no reembolsables). A tales efectos relevamos información (cuyo detalle se encuentra en CD anexo) de planes de inversión de los proyectos seleccionados.

El detalle de la inversión comprometida por los proyectos, financiada por los emprendedores y por el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires, y de la inversión del

Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires por tutorías de apoyo se encuentra expuesto en el siguiente cuadro:

Tabla 4

Valores actuales a 2012				Inversión Inicial (Subsecretaría: ANR + Coaching)	Inv Total de los proy al ingresar (ANR + Coaching + Contraparte)	Inversion Total Aj por Inflacion (25% anual)
Inversión						
Proyecto	ANR	Coaching	Contraparte			
Empresa 1	\$ 49.940	\$ 12.000	\$ 102.540	\$ 61.940	\$ 164.480	\$ 305.188
Empresa 2	\$ -	\$ 30.000	\$ -	\$ 30.000	\$ 30.000	\$ 55.664
Empresa 3	\$ 40.000	\$ 12.000	\$ 67.000	\$ 52.000	\$ 119.000	\$ 345.001
Empresa 4	\$ 42.964	\$ 12.000	\$ 133.061	\$ 54.964	\$ 188.025	\$ 436.093
Empresa 5	\$ 45.000	\$ 12.000	\$ 343.000	\$ 57.000	\$ 400.000	\$ 927.734
Empresa 6	\$ 49.500	\$ 12.000	\$ 74.210	\$ 61.500	\$ 135.710	\$ 251.806
Empresa 7	\$ 34.416	\$ 12.000	\$ 22.216	\$ 46.416	\$ 68.632	\$ 159.181
Empresa 8	\$ 50.000	\$ 12.000	\$ 76.500	\$ 62.000	\$ 138.500	\$ 256.982
Empresa 9	\$ 67.615	\$ 12.000	\$ 170.500	\$ 79.615	\$ 250.115	\$ 371.264
Empresa 10	\$ 44.950	\$ 12.000	\$ 70.530	\$ 56.950	\$ 127.480	\$ 295.669
Empresa 11	\$ 40.000	\$ 12.000	\$ 60.018	\$ 52.000	\$ 112.018	\$ 324.759
Empresa 12	\$ 27.352	\$ 12.000	\$ 41.027	\$ 39.352	\$ 80.379	\$ 149.140
<b>Total</b>	<b>\$ 491.737</b>	<b>\$ 162.000</b>	<b>\$ 1.160.602</b>	<b>\$ 653.737</b>	<b>\$ 1.814.339</b>	<b>\$ 3.878.482</b>

El monto total de la inversión comprometida en los proyectos seleccionados asciende a ar\$ 1,81 millones. Este monto se encuentra desagregado en:

- ar\$ 653,7 mil de inversión por parte de la subsecretaría (ar\$ 491,7 mil de aportes no reembolsables y ar\$ 162 mil de pagos de tutorías)<sup>2</sup>.
- ar\$ 1,16 millones de aporte de contraparte de los propios emprendedores.

Estos valores se encuentran expresados a valores históricos de cada año donde el proyecto ingresa al programa correspondiente. Con el objetivo de mantener la homogeneidad en los valores a comparar, procedimos a actualizar todos los valores a diciembre de 2012 (utilizando una tasa de inflación promedio anual de 25%), y el resultado se observa en la última columna, donde el monto total de inversión en los proyectos a valores actualizados asciende a ar\$ 3,88 millones.

Esta información actúa como punto de partida de determinación de valor a partir del método de costo de reposición<sup>3</sup>, ya que los emprendimientos son considerados como proyectos de inversión en su etapa inicial, es decir el único valor concreto que puede

<sup>2</sup> En este importe no se considera el costo de infraestructura ni de recursos humanos de la Subsecretaría por la asignación de los recursos a estos programas.

<sup>3</sup> Ver Anexo I de métodos de valuación.

actuar como referencia al inicio es el de la inversión necesaria para llevar adelante el proyecto.

#### **D. Relevamiento mediante modelos financieros preparados y reuniones personales de validación.**

Una vez que se determinó el monto de inversión inicial a valores constantes de diciembre de 2012, el siguiente paso consiste en contactar a los proyectos a los efectos de relevar la información financiera cualitativa y cuantitativa a partir del envío de requerimientos.

El objetivo de esta etapa consistía en mantener una entrevista personal de relevamiento constructiva, para lo cual solicitar de antemano que el emprendedor hubiese recopilado y tuviese preparada la información relevante. En Anexo III se puede observar el modelo de correo electrónico enviado, y el adjunto al correo electrónico. Dicho adjunto consta de dos piezas: -por un lado el detalle de información que solicitábamos se iba a relevar, -y por el otro el modelo financiero de proyección de flujo de fondos que íbamos a emplear.

La información a preparar por el emprendedor de manera previa a la reunión consistía en información relativa a:

- Ingresos por ventas.
- Gastos operativos fijos y variables.
- Inversiones proyectadas en capital fijo y de trabajo.
- Deudas existentes.

Asimismo solicitábamos información vinculada a opiniones propias del emprendedor respecto del valor de su emprendimiento, de su exigencia de mínima tasa de ganancia esperada y de expectativas de crecimiento.

El envío del correo apuntaba a poner en conocimiento del emprendedor con anticipación la información que le sería requerida de manera que pudiese contar con ella en la entrevista, para hacer el proceso de relevamiento más eficiente (este paso resultó uno de los puntos más interesantes del proyecto de investigación ya que en algunos casos le permitió a los emprendedores organizar las finanzas de sus emprendimientos).

Con posterioridad al envío de esta información requerida, se procedió a mantener reuniones personales de relevamiento y validación de la información, para organizar la información y resolver las dudas.

Como resultado del relevamiento de información financiera y de proyecciones, y contando con dicha información para los proyectos seleccionados, se procedió a volcar la misma en los modelos financieros preparados, donde el modelo escogido a los efectos de la valuación es el de flujo de fondos descontados<sup>4</sup>.

---

<sup>4</sup> Ver Anexo I de métodos de valuación.

El detalle de la misma se encuentra reflejada en Anexo IV para cada uno de los proyectos relevados.

## **E. Determinación de la tasa de descuento aplicable**

Como parte de la tarea de valuación, se debe proceder a estimar una tasa de descuento que refleje las características de riesgo de los flujos de fondos y las oportunidades de inversión alternativas con la que cuentan los inversores.

En el presenta apartado procederemos a detallar la base de cálculo de la tasa de descuento utilizada.

### **1. Modelo de base de tasa de descuento**

La tasa de descuento aplicable a un descuento de flujo de fondos en una inversión para un inversor diversificado debiera responder a la siguiente pregunta: ¿Cuál es la mínima tasa esperada de retorno sobre el capital invertido que un inversor diversificado está dispuesto a aceptar dado el riesgo que está corriendo y dada las oportunidades de inversión alternativas que posee?.

En la práctica el modelo más utilizado (aunque imperfecto e incompleto) es el modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) que utiliza la siguiente fórmula de cálculo

Costo del capital o tasa mínima de ganancia para el inversor =  $R_f + \beta * (E(R_m) - R_f)$

Donde  $R_f$  refleja la tasa base o libre de riesgo,  $E(R_m) - R_f$  refleja la prima de ganancias por invertir en acciones a nivel agregado (conocido como *Equity Risk Premium*) y significa un proxy de las oportunidades de inversión alternativa que posee el inversor, y  $\beta$  (beta) refleja el componente de riesgo del propio flujo de fondos en relación al comportamiento agregado en la economía del flujo de fondos. Para mercados emergentes este cálculo puede ser ajustado por el riesgo país como una medida aproximada del riesgo propio institucional de cada país.

### **2. Estimación de tasa de descuento**

La tasa de descuento aplicable a un descuento de flujo de fondos en una inversión para un inversor diversificado debiera responder a la siguiente pregunta: **¿Cuál es la mínima tasa esperada de retorno sobre el capital invertido?** A los efectos prácticos de cálculo consideraremos una tasa equivalente libre de riesgo, la cual vendrá dada por la tasa de largo plazo del bono estadounidense a diez años. Consideraremos aspectos aplicados a riesgo país de largo plazo y riesgo de tipo de cambio. Asimismo consideraremos el escenario base de un emprendimiento de tipo industrial de escala mediana.

En tal caso la tasa base de descuento o exigencia mínima de retorno sobre el capital ascendería a:

$$\text{Costo del Capital Propio} = 5\% + 3 * (6\%) + 22\% = 45\%$$

Donde 4% representa la tasa libre de riesgo en dólares de largo plazo, 6% representa la prima de riesgo por acciones de largo plazo, 3 representa el coeficiente beta de nivel de riesgo local (recordemos que en Estados Unidos es de 1), y 22% representa el nivel de cambio en los precios y del tipo de cambio. El resultado se debería leer de la siguiente manera: 45% es la tasa anual mínima de retorno sobre el capital requerida por un inversor dado que se encuentra en Argentina, que invierte en un emprendimiento de tipo industria (transformación) de escala pequeña – mediana y dadas las oportunidades de inversión alternativa que posee,.

A los efectos de la aplicación de la tasa de descuento a cada emprendimiento, hemos clasificado los emprendimientos bajo dos categorías: sector (que distingue entre servicios, industrial y software) y tamaño (Micro, chica y mediana). El sector de software y de servicios tiene una estimación de tasa de descuento más alta que el industrial, como así también los tamaños micro y chico. El siguiente cuadro expone la clasificación de tasas de descuento de acuerdo al sector y al tamaño:

**Tabla 5**

Sector	Tamaño	Sector&Tamaño	Tasa	Facturacion
Software	Micro	Software-Micro	60%	< 750.000
Software	Chica	Software-Chica	55%	hasta 1.500.000
Software	Mediana	Software-Mediana	50%	mayor a 1.500.000
Industrial	Micro	Industrial-Micro	55%	< 1.250.000
Industrial	Chica	Industrial-Chica	50%	hasta 2.000.000
Industrial	Mediana	Industrial-Mediana	45%	mayor a 2.000.000
Servicios	Micro	Servicios-Micro	65%	< 1.000.000
Servicios	Chica	Servicios-Chica	60%	hasta 1.750.000
Servicios	Mediana	Servicios-Mediana	55%	mayor a 1.750.000

Posteriormente hemos procedido a clasificar los doce emprendimientos de los cuales se mantuvo reunión personal de relevamiento en cada una de las categorías mencionadas a los efectos de la determinación de su propia tasa de descuento para el flujo de fondos.

**Tabla 6**

Proyecto	Fact. Prom.	Industria	Tamaño (según facturacion)	Ind&Tamaño	Tasa
Empresa 1		Software	Mediana	Software-Mediana	50,0%
Empresa 2	\$ 4.435.167	Software	Mediana	Software-Mediana	50,0%
Empresa 3	\$ 4.783.440	Servicios	Mediana	Servicios-Mediana	55,0%
Empresa 4		Software	Mediana	Software-Mediana	50,0%
Empresa 5	\$ 4.650.000	Industrial	Mediana	Industrial-Mediana	45,0%
Empresa 6	\$ 976.448	Servicios	Micro	Servicios-Micro	65,0%
Empresa 7	\$ 530.470	Software	Micro	Software-Micro	60,0%
Empresa 8	\$ 1.599.088	Industrial	Chica	Industrial-Chica	50,0%
Empresa 9		Servicios	Chica	Servicios-Chica	60,0%
Empresa 10		Industrial	Chica	Industrial-Chica	50,0%
Empresa 11	\$ 2.511.406	Servicios	Mediana	Servicios-Mediana	55,0%
Empresa 12		Industrial	chica	Industrial-chica	50,0%
<b>Total</b>	<b>\$ 19.486.019</b>				<b>53,3%</b>

## **F. Valuación de los emprendimientos**

Luego del proceso de relevamiento, contamos con la siguiente información:

- Proyección de flujo de fondos
- Tasa de descuento aplicable

Dado que la proyección de flujo de fondos corresponde de Enero de 2013 en adelante, con lo que la valuación se efectúa a Diciembre de 2012 dada la información obrante. La proyección de flujo de fondos es por un período de entre tres y cinco años dependiendo de las características de cada proyecto.

A los efectos del cálculo del valor residual, se procede a utilizar la fórmula de una perpetuidad en base al último flujo de fondos libre proyectado para cada emprendimiento, con una tasa de crecimiento nominal de largo plazo del 15% y con la tasa de descuento relevante en cada caso.

En Anexo IV se exhiben las proyecciones para las empresas seleccionadas.

## **IV. Resultados**

En la presente sección procedemos a exhibir los resultados del relevamiento y de la valuación efectuada para los emprendimientos. El momento del tiempo al cual se realiza la comparación es diciembre del año 2012.

Respecto de la inversión total, ya hemos mencionado que la misma corresponde a proyectos o emprendimientos en diferentes momentos del tiempo, la misma ha sido actualizada a diciembre de 2012 utilizando una tasa de inflación promedio del 25% anual.

Respecto de los flujos de fondos, los mismos han sido proyectados desde Enero de 2013 hasta donde ha sido posible según el relevamiento, y luego se ha supuesto una tasa de crecimiento de largo plazo a los efectos del cálculo del valor residual por la perpetuidad.

Finalmente, respecto de la tasa de descuento, se ha calculado una tasa base y la misma se ha ajustado de acuerdo a las características de cada emprendimiento en función de su tamaño y del sector donde opera.

### **A. Resultados agregados**

Como resultado del proceso, observamos el siguiente cuadro:

Tabla 7

Proyecto	Inversión Inicial (Subsecretaría: ANR + Coaching)			Valor Final al 31.12.2012	+ / - Valor	Ratio generación de Valor
	Inv Total de los proy al ingresar (ANR + Coaching + Contraparte)	Inversion Total Aj por Inflacion (25% anual)				
Empresa 1	\$ 61.940	\$ 164.480	\$ 305.188	\$ -	\$ (305.188)	\$ -
Empresa 2	\$ 30.000	\$ 30.000	\$ 55.664	\$ 8.583.985	\$ 8.528.321	\$ 154,2
Empresa 3	\$ 52.000	\$ 119.000	\$ 345.001	\$ 2.124.634	\$ 1.779.633	\$ 6,2
Empresa 4	\$ 54.964	\$ 188.025	\$ 436.093	\$ -	\$ (436.093)	\$ -
Empresa 5	\$ 57.000	\$ 400.000	\$ 927.734	\$ 4.232.622	\$ 3.304.888	\$ 4,6
Empresa 6	\$ 61.500	\$ 135.710	\$ 251.806	\$ 687.636	\$ 435.831	\$ 2,7
Empresa 7	\$ 46.416	\$ 68.632	\$ 159.181	\$ 990.090	\$ 830.909	\$ 6,2
Empresa 8	\$ 62.000	\$ 138.500	\$ 256.982	\$ 2.187.505	\$ 1.930.523	\$ 8,5
Empresa 9	\$ 79.615	\$ 250.115	\$ 371.264	\$ -	\$ (371.264)	\$ -
Empresa 10	\$ 56.950	\$ 127.480	\$ 295.669	\$ -	\$ (295.669)	\$ -
Empresa 11	\$ 52.000	\$ 112.018	\$ 324.759	\$ 4.359.726	\$ 4.034.967	\$ 13,4
Empresa 12	\$ 39.352	\$ 80.379	\$ 149.140	\$ -	\$ (149.140)	\$ -
Total	\$ 653.737	\$ 1.814.339	\$ 3.878.482	\$ 23.166.199	\$ 19.287.718	\$ 5,97

Del análisis podemos observar los siguientes aspectos:

- Por cada peso invertido, a valores constantes se generaron casi ar\$ 6 en valor presente.
- Cinco proyectos (de un total de doce, es decir el 42%) no siguieron adelante y los proyectos se cerraron.
- Tres proyectos son los que más generan valor, es decir que la generación de valor total se encuentra fuertemente influenciada por los proyectos más exitosos, lo cual es consistente con el enfoque de capital de riesgo.
- Un solo proyecto (el denominado Emprendimiento 2) representa el que más valor genera.

Se puede dar la circunstancia que un solo proyecto se encuentre desvirtuando la muestra, por lo que hemos procedido a efectuar el cálculo de generación de valor por cada peso invertido sin considerar el emprendimiento 2. El resultado se expone en la siguiente tabla y en este caso el ratio cae de 5.97 a 3,81:

Tabla 8

Valores actuales a 2012							
Proyecto	Inversión Inicial (Subsecretaría: ANR + Coaching)	Inv Total de los proy al ingresar (ANR + Coaching + Contraparte)	Inversion Total Aj por Inflacion (25% anual)	Valor Final al 31.12.2012	+ / - Valor	Ratio generación de Valor	
Empresa 1	\$ 61.940	\$ 164.480	\$ 305.188	\$ -	\$ (305.188)	\$ -	
Empresa 2	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Empresa 3	\$ 52.000	\$ 119.000	\$ 345.001	\$ 2.124.634	\$ 1.779.633	\$ 6,2	
Empresa 4	\$ 54.964	\$ 188.025	\$ 436.093	\$ -	\$ (436.093)	\$ -	
Empresa 5	\$ 57.000	\$ 400.000	\$ 927.734	\$ 4.232.622	\$ 3.304.888	\$ 4,6	
Empresa 6	\$ 61.500	\$ 135.710	\$ 251.806	\$ 687.636	\$ 435.831	\$ 2,7	
Empresa 7	\$ 46.416	\$ 68.632	\$ 159.181	\$ 990.090	\$ 830.909	\$ 6,2	
Empresa 8	\$ 62.000	\$ 138.500	\$ 256.982	\$ 2.187.505	\$ 1.930.523	\$ 8,5	
Empresa 9	\$ 79.615	\$ 250.115	\$ 371.264	\$ -	\$ (371.264)	\$ -	
Empresa 10	\$ 56.950	\$ 127.480	\$ 295.669	\$ -	\$ (295.669)	\$ -	
Empresa 11	\$ 52.000	\$ 112.018	\$ 324.759	\$ 4.359.726	\$ 4.034.967	\$ 13,4	
Empresa 12	\$ 39.352	\$ 80.379	\$ 149.140	\$ -	\$ (149.140)	\$ -	
Total	\$ 623.737	\$ 1.784.339	\$ 3.822.818	\$ 14.582.214	\$ 10.759.397	\$ 3,81	

## B. Resultados por sector

Puede ser interesante evaluar los resultados teniendo en cuenta la etiquetación de sectores que hemos realizado. El siguiente cuadro muestra los mismos datos pero agrupados por industria:

Tabla 9

Datos Agregados por Industria							
Proyecto	Inversión Inicial (Subsecretaría: ANR + Coaching)	Inv Total de los proy al ingresar (ANR + Coaching+ Contraparte)	Inversion Total Aj por Inflacion (25% anual)	Valor Final al 31.12.2012	+ / - Valor	Ratio generación de Valor	
Software	\$ 193.320	\$ 451.137	\$ 956.125	\$ 9.574.075	\$ 8.617.950	\$ 10,01	
Servicios	\$ 245.115	\$ 616.843	\$ 1.292.831	\$ 7.171.997	\$ 5.879.166	\$ 5,55	
Industrial	\$ 215.302	\$ 746.359	\$ 1.629.526	\$ 6.420.127	\$ 4.790.602	\$ 3,94	
Total	\$ 653.737	\$ 1.814.339	\$ 3.878.482	\$ 23.166.199	\$ 19.287.718	\$ 5,97	

En este caso observamos que el ratio de generación de valor difiere entre software e industria de manera significativa (en un caso es de 10 y en el otro es de 3.94). Por otro lado, en caso que eliminásemos el emprendimiento 2 considerándolo un *outlier*, el ratio de *software* caería a 1.1 conforme observamos en la siguiente Tabla:

**Tabla 10**

Datos Agregados por Industria						
Proyecto	Inversión Inicial (Subsecretaría: ANR + Coaching)	Inv Total de los proy al ingresar (ANR + Coaching+ Contraparte)	Inversion Total Aj por Inflacion (25% anual)	Valor Final al 31.12.2012	+ / - Valor	Ratio generación de Valor
	Software	\$ 163.320	\$ 421.137	\$ 900.461	\$ 990.090	\$ 89.628
Servicios	\$ 245.115	\$ 616.843	\$ 1.292.831	\$ 7.171.997	\$ 5.879.166	\$ 5,55
Industrial	\$ 215.302	\$ 746.359	\$ 1.629.526	\$ 6.420.127	\$ 4.790.602	\$ 3,94
Total	\$ 623.737	\$ 1.784.339	\$ 3.822.818	\$ 14.582.214	\$ 10.759.397	\$ 3,81

lo cual expone lo volátil que es el sector del software, donde poco emprendimientos terminan impactando de manera significativa.

De lo expuesto se observa que desde el punto de vista de generación de valor los programas de emprendimientos que lleva adelante el Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires poseen un nivel significativo de éxito. Se debe tener en cuenta que el valor proviene de un flujo de fondos descontado, que presupone una proyección de ventas y de gastos.

El beneficio adicional que no se encuentra cuantificado o parametrizado en el relevamiento efectuado proviene del incremento extra en el pago de impuestos municipales y en el incremento de la mano de obra empleada, con el consiguiente efecto cascada. Por otro lado para ser justos, tampoco se encuentran incorporados los gastos de estructura de administración por parte del Gobierno que generan estos programas.

## V. Beneficios percibidos en los emprendimientos

Se puede argumentar en función de lo expuesto anteriormente que los programas de apoyo a emprendedores tienen éxito en la creación de valor, pero que dados esos elementos, el sector privado podría muy bien realizar la tarea sin que sea necesario que intervenga el Gobierno, a través de financiar la inversión necesaria.

Sin embargo se debe tener en cuenta también que los programas de emprendimientos suplen una deficiencia en la economía argentina donde el financiamiento en etapas tempranas de los emprendimientos es escaso, y no se logra a través del crédito bancario.

Asimismo, gran parte del proceso de creación de valor proviene no tanto del financiamiento vía aportes no reembolsables que en el caso de Baitec e Incuba no es aplicable) sino del proceso de tutorías que requieren los programas como soporte y apoyo a los emprendimientos. En dicho sentido, existe la impresión que tan importante como el dinero es el acompañamiento vía el establecimiento de objetivos concretos y del apoyo profesional para llevar adelante la gestión.

### A. Beneficios de las tutorías

El mayor aporte lo perciben los proyectos en etapa idea, que indican lo beneficioso que fue para ellos tener que completar el plan de negocios; haciéndolos conocer más a fondo todos los puntos referentes a la puesta en marcha del emprendimiento.

La formulación del plan de inversión, les sirve para ponerse hitos y visualizar los siguientes pasos en el corto plazo. En general, remarcaron la importancia de pasar de ser una idea a ser un proyecto en marcha, tener objetivos claros por cumplir y el compromiso extra por contar con el apoyo de la Subsecretaría.

El soporte de tutorías también les ha resultado beneficioso para cuestionarse aspectos que quizás no tenían en cuenta si no fuera por la perspectiva de un tercero.

Por otro lado los proyectos en marcha, han mencionado más la importancia de recibir el reconocimiento por lo que vienen haciendo; ganando confianza e impulso. En dicho sentido la prensa obtenida por ser ganadores de BAE o por participar de Incuba o Baitec, es otro punto importante.

Los siguientes son comentarios que fueron recogidos en las entrevistas de los diferentes proyectos respecto del rol de los programas más allá del financiamiento específico:

Se menciona también que participar de BAE les a los emprendedores para focalizar esfuerzos y optimizar el uso del tiempo y de los recursos; también el hecho de recibir consultoría durante un año les permite "profesionalizar" el proceso de toma de decisiones y contra con una mayor riqueza de posibilidades.

La existencia de un plan de trabajo es algo muy valioso, que sin embargo de no participar de este tipo de programas no encontrarían el tiempo para poder prepararlo, y la obligación de hacerlo para participar de los beneficios ayuda a su utilización como herramienta de gestión y los ayuda a estar más comprometidos y a verse "obligados" a rendir cuentas.

En línea con ese punto el alcance de objetivos es más factible y la realización del proyecto también lo es al contar con este plan (de no tener que responder a las exigencias de los programas, seguramente el proyecto seguiría como un plan escrito en papel).

Los siguientes son comentarios textuales recogidos:

- “Nos ayudó mucho en la venta de muebles el aval de Gob Bs As (Sobre todo en mayoristas)”
- “(Proporcionó) Posibilidad de crear prolijamente un emprendimiento con ayuda en la inversión.”
- “(Brindó) Conocimiento con otros emprendedores”
- “Prensa: el GCBA nos fue recomendando para participar en notas de emprendedores, así mismo también pudimos armar nuestra red de prensa teniendo el AVAL de BAE.”

## **B. Otros beneficios**

Otro aspecto importante proviene del hecho que el estímulo a la iniciativa privada termina incrementando la actividad económica y termina repercutiendo en la creación de empleo, la inversión, la innovación y la recaudación impositiva. Con respecto a ese último punto, realizamos una estimación de beneficios por incremento del impuesto a los ingresos brutos consecuencia de la actividad de cada emprendimiento. No obstante existen actividades que por sector o por tamaño de la empresa se encuentran exentas del pago de impuesto a los ingresos brutos en la Ciudad de Buenos Aires, de manera

general podemos realizar el siguiente cálculo. De la tabla observamos que la facturación del grupo de emprendimientos escogidos asciende a ar\$ 19,5 millones. Considerando una tasa promedio de impuesto a los ingresos brutos del 3%, el monto anual recaudado ascendería a ar\$ 585 mil por año. Tomando la fórmula de la perpetuidad<sup>5</sup>, y considerando una tasa promedio de descuento de 53,3% de acuerdo a la Tabla 6, y una tasa de crecimiento de largo plazo del 15%, estimamos que **el valor presente de la renta generada asciende a ar\$ 1,5 millones**. Por otro lado de la Tabla 8 observamos que la inversión en recursos para estos programas por parte de la Subsecretaría de Desarrollo Económico ascendió a ar\$ 623 mil; comparando el monto generado en valor presente de impuesto a los ingresos brutos con el monto destinado a aportes no reembolsables y tutorías, **se observa que el programa se paga a si mismo de manera significativa**.

### C. Lecciones de los proyectos que no avanzaron.

Como ya hemos expuesto en el punto IV.A, cinco proyectos en la muestra relevada no continuaron y cuatro de ellos fueron cerrados mientras que uno hizo un cambio de rubro o actividad. Tres de los proyectos no continuaron por desavenencias entre los socios y cambio de interés profesionales mientras que uno no pudo continuar por el cierre de las importaciones dispuesta como política por el Gobierno nacional, ya que las matrices que debía importar provenían de China, y el incremento de los costos por la inflación más las restricciones a la importación provocó que los costos se fueran de presupuesto como estaba previsto. De la experiencia de estos proyectos, surgen las siguientes lecciones:

- Los emprendimientos se encuentran inmersos dentro de un escenario económico de inestabilidad e inflación, lo que genera que las previsiones y los supuestos originales puedan verse afectadas de manera significativa.
- El plan de negocios posee un horizonte de doce meses y en contextos de inflación las previsiones de costos y de necesidades de fondos pueden quedar desactualizadas dificultando la concreción apropiada de los objetivos propuestos.
- Las desavenencias e intereses contrapuestos entre los socios de los emprendimientos pueden terminar generando dificultades en la concreción y en el desarrollo de los emprendimientos siendo una de las causas más comunes de cierre de proyectos.
- En dicho sentido es importante que los emprendimientos adopten como objetivo la posibilidad de generar situaciones de estabilidad que trasciendan a los socios, es decir que generen condiciones que el emprendimiento sea “vendible” con independencia de los socios (aun cuando no haya intenciones de ello). Este propósito se ve más dificultado en emprendimientos de servicios por la naturaleza de dependencia del capital humano de los socios, mientras que en emprendimientos de producción e industriales, o en aquellos

---

<sup>5</sup> La fórmula de una perpetuidad es  $V = FF/(tasa - g)$ , donde flujo de fondos es la renta anual, tasa es la tasa de descuento y g es la tasa de crecimiento estimada.

en los que hay un producto concreto que trasciende a los socios, tienen más posibilidades de éxito.

## **VI. Conclusiones**

Como resultado y conclusiones del proceso de relevamiento y valuación realizado surge lo siguiente:

- Los programas de apoyo a emprendimientos contribuyen a crear valor en el agregado, y lo hacen de manera significativa.
- La tasa de fracaso de emprendimientos seleccionados es de alrededor de 30% en la muestra seleccionada.
- De la muestra seleccionada, se observa que solo unos pocos emprendimientos logran crear valor de manera significativa.
- Estos programas de apoyo a emprendimientos representan un eslabón muy significativo dentro del proceso de desarrollo de los emprendimientos, ya que llenan un vacío que hasta el momento de su creación se encontraba ausente, que significa el apoyo en las etapas iniciales de los proyectos.
- Los montos desembolsados no son significativos desde el total y desde el proceso de creación de valor lo cual significa que con pocos recursos se puede impulsar de manera significativa el desarrollo de los emprendimientos. Sin embargo en este sentido debe tenerse en cuenta que solo hemos considerado los recursos directos destinados a los proyectos, y no los recursos indirectos tales como los costos materiales y de recursos humanos de supervisión del proceso de aplicación y del posterior control y seguimiento.
- Los emprendedores valoran la posibilidad de organizarse y organizar su emprendimiento mediante un plan de negocios y una serie de objetivos que son planteados al momento de la aplicación.
- El proceso de creación de valor se ve sustentado también por el programa de tutorías que representan un apoyo para los emprendedores ya que presenta un aspecto significativo en cuanto al apoyo profesional, y al apoyo en pos de la concreción de los objetivos propuestos al momento de la aplicación e inscripción.
- Este proceso de tutorías es muy significativo y su efecto sin embargo no puede ser mensurado directamente, sin embargo es reconocido cualitativamente por los emprendedores.
- La visibilidad en medios y en la comunidad que surge como consecuencia de que los emprendimientos han satisfecho en el caso de los seleccionados un proceso de selección y de evaluación constituye también un efecto positivo que permite llegar con más fuerza a los potenciales clientes y destinatarios de los servicios y productos de los emprendimientos.

- Los programas de soporte de emprendimientos representa un apoyo y “capacitación” en la práctica para los emprendedores ya que contribuye a formarlos como hombres de negocios con los desafíos y responsabilidades que ello significa en cuanto a la gestión financiera, comercial y operativa.
- Finalmente, el impacto positivo en las ventas y por extensión en el valor de los proyectos significaría también un efecto positivo sobre la creación de empleo, la inversión, la innovación y también sobre la recaudación impositiva, inclusive generando condiciones en las cuales los fondos aportados terminen regresando al Gobierno en la forma de impuesto adicionales por mayor actividad económica como ya hemos expuesto de manera estimativa.
- En lo que respecta a las lecciones de aquellos proyectos que no avanzaron, parte de los objetivos de los programas de gobierno de apoyo a los emprendimientos debieran establecer condiciones de lograr independencia de los emprendimientos de sus socios, para evitar que las desavenencias terminen impactando de manera negativa en el desarrollo de los emprendimientos (generar emprendimiento “vendibles” más allá de sus socios). Por otro lado, la inflación y la inestabilidad generan inconveniente con respecto a la planificación financiera y las necesidades de fondos, y la concreción de objetivos estratégicos.
- Sin embargo, más allá del desarrollo y apoyo, existen cuestiones que exceden a estos programas vinculados a condiciones macroeconómicas, sector externo, mercado financiero y de crédito y trabas burocráticas y administrativas que no siempre colaboran en el desarrollo del ecosistema.

## **Anexo I Descripción de Modelos de Valuación**

En la literatura acerca de valuación de empresas, inversiones y proyectos encontramos cuatro grandes grupos de herramientas y enfoques de valuación que pueden ser utilizados para estimar el valor de un activo, del tipo que fuese:

- Valuación por flujo de fondos descontado: el valor de un activo se obtiene a partir de descontar el valor esperado del flujo de fondos libre que genera dicho activo, a través de una tasa de descuento que refleja apropiadamente la clase de riesgo asociado a dichos flujos de fondos.
- Valuación por costo histórico o de reposición: el valor de un activo se encuentra determinado por su costo de incorporación y/o de reposición independientemente de su flujo de fondos asociado.
- Valuación relativa o por comparables: el valor de un activo es estimado a partir de utilizar como referencia el valor de mercado observado (sea por transacciones de mercado de capitales o privada) de activos que sean comparables en cuanto a perfil de riesgo y tipo de negocios.
- Valuación contingente: el valor de un activo se calcula utilizando un enfoque de opciones financieras (tales como derechos de compra “calls” y de venta “puts”) dado que las características de flujo de fondos de los mismos pueden ser asimilados a dicho contratos financieros.

En el caso de los proyectos relevados se trata de emprendimientos privados que se encuentran en una etapa inicial de su proceso de desarrollo, que no poseen cotización pública y que tampoco poseen comparables de mercado. En lo que respecta a valuación contingente, no obstante pueden existir inversiones contingentes significativas que justifiquen el uso de herramientas de opciones, no utilizamos el método ya que no contamos con la suficiente información de mercado y financiera que lo valide. Por estos motivos descartamos como métodos de valuación los comparables y los de valuación contingente.

Con respecto al método de costo histórico o de incorporación, el mismo será utilizado en el presente informe a los efectos de determinar el valor inicial o punto de partida de base para la creación de valor, en el sentido que dicho valor será estimado en base a la incorporación de capital por necesidades de inversiones.

Finalmente, con respecto al valor de mercado de los emprendimientos, consideramos que el método más apropiado para estimar dicho valor proviene de aplicar el Modelo de Flujo de Fondos Descontado, donde el valor es sustentado en la capacidad de cada emprendimiento de generar un flujo de fondos futuro, descontados por una tasa de retorno que refleje apropiadamente las características de riesgo de la oportunidad de negocios. En este método de descuento de flujo de fondos futuros, para calcular el valor justo que un inversor en el mercado pagaría por un negocio se utilizan modelos académicos con aplicación en el mercado de capitales para responder la siguiente pregunta: “¿Si este los flujos de fondos esperados cotizasen en el mercado de capitales, que valor presente de mercado aproximado tendrían para un inversor diversificado?”.

Dentro del método de flujo de fondos descontado, utilizaremos el modelo de flujo de fondos descontados del negocios o hacia la firma, que estima el valor presente de la

oportunidad de negocios de la inversión en su conjunto y descuenta los flujos de fondos al costo promedio ponderado del capital (WACC, por sus siglas en inglés), en lugar del modelo de flujo de fondos hacia el accionista, que depende de la posibilidad de distribuir dividendos, y por ende depende de la capacidad de la empresa de generar excedentes financiero o de acceder al financiamiento a través de deuda para financiar inversiones, lo cual en economías emergentes no es una garantía y en el caso de emprendimientos no aplica.

El modelo de flujo de fondos descontado está dirigido a estimar el valor presente en su equivalente en dinero en efectivo de una oportunidad de inversión. Para ello se utiliza en el cálculo de la tasa de descuento un modelo de estimación de costo de capital basado en la perspectiva de un inversor diversificado que invierte en el mercado de capitales en empresas con cotización pública (usualmente el modelo CAPM) y por ende empresas cuyas acciones poseen liquidez.

El proceso de valuación a través de flujo de fondos descontado requiere de la identificación de proyecciones de ingresos, gastos, inversiones y tasa de descuento. Al efecto de la determinación de dichas variables, hemos basado nuestro análisis en:

- Información financiera obrante en la presentación de la aplicación del emprendimiento al programa de apoyo.
- Relevamiento de información financiera a través del cuestionario especialmente diseñado y solicitado a los emprendimientos validado en entrevistas personales.
- Información de mercado
- Datos publicados de referencias relativos a tasas de interés, tipo de cambio, etc.

### **Referencias bibliográficas**

Copeland T., Koller T. y Murrin J. (2000). Valuation Measuring and Managing the Value of Companies. Wiley.

Damodaran A., (2009). The Dark Side of Valuation: Valuing Young, Distressed, and Complex Businesses. Financial Times Prentice Hall

Damodaran A., (2012). Investment Valuation, Tools and Techniques for Valuing any Asset. Wiley.

Fowler Newton E. (2011). Cuestiones Contables Fundamentales. Ediciones La Ley

Sapag Chaín N. (2001). Evaluación de Proyectos de Inversión en la Empresa. Prentice Hall.

Van Horne J.C. (1997). Administración Financiera. Prentice Hall Hispanoamericana.

## Anexo II Carta de Presentación hacia los emprendimientos

Investigación creación de valor en emprendimiento

**Asunto:** Investigación creación de valor en emprendimiento  
**De:** "CIMEI" <cimei@cema.edu.ar>  
**Fecha:** 28/05/2013 06:41 p.m.  
**A:** info@moblie-tonic.com  
**CC:** "gsvarzman@buenosaires.gob.ar; jd@cema.edu.ar; morganmariaoledad@hotmail.com; Tomas Gualati" <tpg09@cema.edu.ar>;gt09@cema.edu.ar

Buenos Aires, mayo del 2013

Estimado Emprendedor:

Como seguramente sabrás, uno de los objetivos principales de la Subsecretaría de Desarrollo Económico es favorecer y fomentar la actividad emprendedora y la creación de nuevas empresas sustentables, tarea que realizamos a través de diferente tipo de actividades y de programas de financiamiento y asistencia técnica.

Como parte complementaria de dicha tarea, realizamos periódicamente trabajos de evaluación de impacto y/o resultados de dichas iniciativas, los cuales son desarrollados por reconocidos expertos en diferentes disciplinas.

En ese marco, desde principios de marzo pasado venimos trabajando con el Departamento de Finanzas y el Centro de Emprendedores de la Universidad CEMA (organización con reconocida experiencia y RRHH especializados en estas temáticas) en un proyecto orientado a medir y/o estimar la creación de valor generada por un conjunto de emprendimientos que pasaron por los Programas Buenos Aires Emprende y Baitec entre el año 2008 y el 2011.

Así, hemos pre-seleccionado un grupo de 25 nuevas empresas que serán objeto de la primera fase de este trabajo, que apuntará a analizar la evolución del valor económico generado por los mismos entre el momento de su ingreso al Programa, al finalizar el proceso de ejecución del proyecto aprobado, y en la actualidad.

El informe que resulte del referido estudio será entregado únicamente al titular de cada emprendimiento y tendrá como beneficio para el mismo la posibilidad de contar con una estimación técnica acerca del valor estimado de su empresa, pudiendo contar así gratuitamente con un informe sobre ingresos, gastos e inversiones que podrá ser de utilidad no solo para la toma de decisiones de gestión, sino también -en el caso que así lo deseen- para eventuales negociaciones con socios, inversores o fondos de capital.

Investigación creación de valor en emprendimiento

Concientes de la sensibilidad de buena parte de la información necesaria para la realización de este trabajo, tanto la Subsecretaría como el Departamento de Finanzas del CEMA asumen el compromiso de absoluta confidencialidad en el manejo de los datos a ser utilizados, los que solo podrán ser publicados de manera global y agregada para el universo completo de los emprendimientos que formen parte del presente trabajo, siendo la información individual de cada proyecto entregada exclusivamente a sus titulares.

En función de lo expuesto y habiendo sido tu emprendimiento propuesto por la Subsecretaría de Desarrollo Economico para ser uno de los 25 casos que formen parte del estudio, mucho agradeceremos tu colaboración con el analista del Departamento de Finanzas de la Universidad del CEMA que te contactará próximamente en relación a este tema.

Un cordial saludo

José Pablo Dapena  
Director Departamento de Finanzas  
Economico  
Universidad del CEMA  
([jd@cema.edu.ar](mailto:jd@cema.edu.ar))  
([gsvarzman@buenosaires.gob.ar](mailto:gsvarzman@buenosaires.gob.ar))

Gustavo Svarzman  
Subsecretario de Desarrollo  
Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires

--

Adjuntos:

Carta Investigación de creación de Valor.docx

193 KB



UCEMA  
www.cema.edu.ar



GOBIERNO DE LA CIUDAD AUTÓNOMA DE BUENOS AIRES  
Subsecretaría de Desarrollo Económico  
"2013. Año del 30 Aniversario de la Vuelta de la Democracia"

Buenos Aires, mayo del 2013

Estimado Emprendedor:

Como seguramente sabrás, uno de los objetivos principales de la Subsecretaría de Desarrollo Económico es favorecer y fomentar la actividad emprendedora y la creación de nuevas empresas sustentables, tarea que realizamos a través de diferente tipo de actividades y de programas de financiamiento y asistencia técnica.

Como parte complementaria de dicha tarea, realizamos periódicamente trabajos de evaluación de impacto y/o resultados de dichas iniciativas, los cuales son desarrollados por reconocidos expertos en diferentes disciplinas.

En ese marco, desde principios de marzo pasado venimos trabajando con el Departamento de Finanzas y el Centro de Emprendedores de la Universidad CEMA (organización con reconocida experiencia y RRHH especializados en estas temáticas) en un proyecto orientado a medir y/o estimar la **creación de valor** generada por un conjunto de emprendimientos que pasaron por los Programas **Buenos Aires Emprende y Baitec** entre el año 2008 y el 2011.

Así, hemos pre-seleccionado un grupo de 25 nuevas empresas que serán objeto de la primera fase de este trabajo, que apuntará a analizar la **evolución del valor económico generado por los mismos** entre el momento de su ingreso al Programa, al finalizar el proceso de ejecución del proyecto aprobado, y en la actualidad.

El informe que resulte del referido estudio será entregado únicamente al titular de cada emprendimiento y tendrá como beneficio para el mismo la posibilidad de contar con una estimación técnica acerca del **valor estimado de su empresa**, pudiendo contar así gratuitamente con un informe sobre ingresos, gastos e inversiones que podrá ser de utilidad no solo para la toma de decisiones de gestión, sino también –en el caso que así lo deseen- para eventuales **negociaciones con socios, inversores o fondos de capital**.

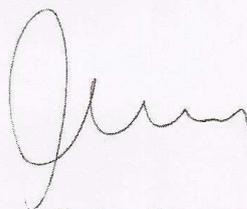
Concientes de la sensibilidad de buena parte de la información necesaria para la realización de este trabajo, tanto la Subsecretaría como el Departamento de Finanzas del CEMA asumen el **compromiso de absoluta confidencialidad en el manejo de los datos a ser utilizados**, los que solo podrán ser publicados de manera global y agregada para el universo completo de los emprendimientos que formen parte del presente trabajo, siendo la información individual de cada proyecto entregada exclusivamente a sus titulares.

En función de lo expuesto y habiendo sido tu emprendimiento propuesto por la Subsecretaría de Desarrollo Economico para ser uno de los **25 casos que formen parte del estudio**, mucho agradeceremos tu colaboración con el analista del Departamento de Finanzas de la Universidad del CEMA que te contactará próximamente en relación a este tema.

Un cordial saludo



**José Pablo Dapena**  
Director Departamento de Finanzas  
Universidad del CEMA  
([jd@cema.edu.ar](mailto:jd@cema.edu.ar))



**Gustavo Svarzman**  
Subsecretario de Desarrollo Economico  
Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires  
([gsvarzman@buenosaires.gob.ar](mailto:gsvarzman@buenosaires.gob.ar))

## Anexo III Carta y Modelo de Relevamiento

Reunión relevamiento BA Emprende

**Asunto:** Reunión relevamiento BA Emprende  
**De:** "Jose P. Dapena" <jd@cema.edu.ar>  
**Fecha:** 07/06/2013 04:57 p.m.  
**A:** info@moblie-tonic.com, info@mobile-tonic  
**CC:** Gustavo Svarzman <gsvarzman@buenosaires.gov.ar>, Maria Soledad Morgan <morganmariosoledad@hotmail.com>, Tomas Gualati <tpg09@cema.edu.ar>, gt09@cema.edu.ar

Buenas tardes Sr. Eduardo Orteu (de Mobile Tonic)

Me presento, mi nombre es Jose Pablo Dapena, Director del Departamento de Finanzas de UCEMA.

Hace unos días le debe haber llegado un correo con una carta indicándole que su proyecto ha sido seleccionado a los efectos de la investigación de creación de valor y valuación de emprendimientos que está llevando adelante la Sub Secretaría de Desarrollo Económico del Gobierno de la Ciudad de Buenos Aires. El objetivo apunta a evaluar los beneficios de programas de estas características y permite además un lineamiento de orden en cuanto a las finanzas (que quizá su proyecto ya lo tenga).

Tenemos relevada la información que su proyecto ha presentado en el marco de la aplicación al programa BA Emprende cuando fué seleccionado, como así también el control de gestión posterior, y en esta etapa nuestro equipo de investigadores lo contactará para solicitarle una reunión (o con quien Ud. disponga) donde se pueda relevar información específica acerca del proyecto luego del tiempo transcurrido (de lo cual se adelanta en el adjunto), que de más está decir tiene el carácter de confidencial, y no será auditada sino que descansa en lo que nos informe Ud.

Le agradecemos enormemente su tiempo y también que pueda participar de esta investigación, que seguramente redundará en el futuro de beneficios para proyectos similares al suyo.

Saludos cordiales

--

Jose P. Dapena, Dr.  
Director de la Maestría en Finanzas  
Director del Departamento de Finanzas  
Profesor de Economía y Finanzas

54 11 6314 3000 ext 710  
[www.ucema.edu.ar/u/jd](http://www.ucema.edu.ar/u/jd)  
<http://www.ucema.edu.ar/posgrado/maestria-en-finanzas>

=====

—Adjuntos:—

Cuestionario Valuacion Final.pdf

70,6 KB



GOBIERNO DE LA CIUDAD AUTONOMA DE BUENOS AIRES  
Subsecretaría de Desarrollo Económico  
"2013. Año del 30 Aniversario de la Vuelta de la Democracia"

**Información a relevar durante la entrevista:**

Información real/histórica (que será relevada en un cuadro como el que figura en el anexo):

1. Ingresos por ventas
2. Margen de ganancias
3. Gastos Fijos
4. Gastos Variables
5. Inversiones en capital de trabajo (inventarios y créditos a los clientes) realizadas
6. Inversiones en equipamiento
7. Deudas con proveedores, fiscales y financieras

Asimismo, hay dos preguntas de especial relevancia que nos será de utilidad saber:

8. Si tuviera que vender su empresa hoy ¿cuál sería el mínimo que aceptaría por ella?
9. Cuáles son las perspectivas de crecimiento para los próximos años en ventas
10. ¿Cuál es la mínima tasa de rentabilidad que como accionista de su empresa lo deja a Ud. conforme?

ESTADO DE RESULTADOS Y GENERACIÓN DE EFECTIVO CONTRA CAJA

	Año -2	Año -1	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3
Total Ventas						
Costo de Mercaderías						
- Costo de Reposición e insumos						
<b>Ganancia Bruta</b>						
<b>Gastos Operativos</b>						
Sueldos y Cargas Sociales						
Gastos de Comercialización						
Gastos de Administración						
Otros Gastos Generales						
<b>Resultado Operativo</b>						
Intereses financieros						
Otros Ingresos / Egresos						
<b>Ganancia Antes de Impuesto a las Ganancias</b>						
Impuesto a las Ganancias						
<b>EBIAT</b>						
Amortización Bienes de Uso						
<b>Ganancias ajustadas por conceptos no erogables</b>						
<b>Total Cambios en Capital de Trabajo</b>						
(Aumento) Disminución en Activos Corrientes						
- Incremento de Caja y Bancos						
- Incremento de Otros Créditos						
- Incremento de Créditos por Ventas						
- Incremento de Otros Créditos						
- Incremento de Inventarios						
Aumento (Disminución) en Pasivos Corrientes						
- Incremento de Cuentas por Pagar Comerciales						
- Incremento de Remuneraciones y Cargas Sociales						
- Incremento de Cargas Fiscales						
- Incremento de Anticipo de Clientes						
- Incremento de Otras Deudas						
<b>Actividades de Inversión</b>						
Compra de Equipamiento						
Venta Equipamiento						
<b>Actividades de Financiamiento de Largo Plazo</b>						
Emisión de Deuda						
Cancelación de Deuda						

## Anexo IV Proyecciones de Flujo de Fondos de los emprendimientos

Empresa 2						
ESTADO DE RESULTADOS Y GENERACIÓN DE EFECTIVO CONTRA CAJA						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	Año -0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5
Total Ventas	\$ 15	\$ 250	\$ 600	\$ 4.200	\$ 7.980	\$13.566
Ventas A	\$ 15	\$ 250	\$ 600	\$ 4.200	\$ 7.980	\$13.566
Ventas B						
Costo de Ventas	\$ 30	\$ 122	\$ 326	\$ 424	\$ 509	\$ 559
- Costo de Reposición e insumos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Sueldos y Cargas Sociales	\$ 30	\$ 122	\$ 326	\$ 424	\$ 509	\$ 559
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>\$ (15)</b>	<b>\$ 128</b>	<b>\$ 274</b>	<b>\$ 3.776</b>	<b>\$ 7.471</b>	<b>\$13.007</b>
<b>Gastos Operativos</b>	<b>\$ 15</b>	<b>\$ 212</b>	<b>\$ 386</b>	<b>\$ 478</b>	<b>\$ 574</b>	<b>\$ 688</b>
Gastos de Comercialización	\$ 10	\$ 140	\$ 300	\$ 375	\$ 450	\$ 540
Gastos de Administración	\$ 2	\$ 12	\$ 14	\$ 17	\$ 20	\$ 24
Amortización	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros Gastos Generales	\$ 3,50	\$ 60,00	\$ 72,00	\$ 86,40	\$ 103,68	\$ 124,42
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>	<b>\$ (30)</b>	<b>\$ (84)</b>	<b>\$ (112)</b>	<b>\$ 3.298</b>	<b>\$ 6.898</b>	<b>\$12.318</b>
Intereses financieros pagados	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros Ingresos / Egresos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Ganancia Antes de Impuesto a las Ganancias</b>	<b>\$ (30)</b>	<b>\$ (84)</b>	<b>\$ (112)</b>	<b>\$ 3.298</b>	<b>\$ 6.898</b>	<b>\$12.318</b>
Impuesto a las Ganancias	\$ 11	\$ 29	\$ 39	\$ (1.154)	\$ (2.414)	\$ (4.311)
<b>EBIT</b>	<b>\$ (30)</b>	<b>\$ (84)</b>	<b>\$ (112)</b>	<b>\$ 3.298</b>	<b>\$ 6.898</b>	<b>\$12.318</b>
<b>Impuesto a las Ganancias</b>	<b>\$ 11</b>	<b>\$ 29</b>	<b>\$ 39</b>	<b>\$ (1.154)</b>	<b>\$ (2.414)</b>	<b>\$ (4.311)</b>
Amortización Bienes de Uso	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>EBIT - Imp. + Amortización</b>	<b>\$ (20)</b>	<b>\$ (54)</b>	<b>\$ (73)</b>	<b>\$ 2.144</b>	<b>\$ 4.484</b>	<b>\$ 8.007</b>
	-130,00%	-21,71%	-12,11%	51,04%	56,19%	59,02%
<b>Total Cambios en Capital de Trabajo</b>	<b>\$ 1</b>	<b>\$ 25</b>	<b>\$ 41</b>	<b>\$ 638</b>	<b>\$ 670</b>	<b>\$ 993</b>
(Aumento) Disminución en Activos Corrientes No Financieros	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Créditos por Ventas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Otros Créditos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Inventarios	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Aumento (Disminución) en Pasivos Corrientes	\$ 1	\$ 25	\$ 41	\$ 638	\$ 670	\$ 993
- Incremento de Cuentas por Pagar Comerciales	\$ 1	\$ 10	\$ 12	\$ 6	\$ 6	\$ 7
- Incremento de Remuneraciones y Cargas Sociales	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Cargas Fiscales	\$ 1	\$ 15	\$ 29	\$ 632	\$ 665	\$ 987
- Incremento de Anticipo de Clientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Otras Deudas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Actividades de Inversión</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>
Compra de Bienes de Uso - Aumento (-)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Venta Bienes de Uso Disminucion (+)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Aumento/Disminución en inversiones	\$ 300		\$ 1.000			
Otras inversiones						
<b>Actividades de Financiamiento de Largo Plazo</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>
Emisión de Deuda (+)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cancelación de Deuda (-)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Pago de Intereses (-)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>CASH FLOW NETO para el accionista</b>	<b>\$ (18)</b>	<b>\$ (30)</b>	<b>\$ (31)</b>	<b>\$ 2.782</b>	<b>\$ 5.154</b>	<b>\$ 9.000</b>

Wacc

Crecimiento

50%  
15%

\$ 8.584      \$ (21)      \$ 1.236      \$ 1.527      \$ 5.841

Empresa 3		valores en miles							
ESTADO DE RESULTADOS Y GENERACIÓN DE EFEC		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
		Año -0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7
Total Ventas		\$ 352	\$ 676	\$ 1.300	\$ 2.500	\$ 4.000	\$ 6.400	\$ 9.600	\$ 13.440
Ventas A		\$ 352	\$ 676	\$ 1.300	\$ 2.500	\$ 4.000	\$ 6.400	\$ 9.600	\$ 13.440
<b>Ventas B</b>									
Costo de Ventas		\$ 127	\$ 245	\$ 471	\$ 478	\$ 765	\$ 1.224	\$ 1.836	\$ 2.571
- Costo de Reposición e insumos		\$ 127	\$ 245	\$ 471	\$ 478	\$ 765	\$ 1.224	\$ 1.836	\$ 2.571
- Sueldos y Cargas Sociales		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Ganancia Bruta</b>		<b>\$ 224</b>	<b>\$ 431</b>	<b>\$ 829</b>	<b>\$ 2.022</b>	<b>\$ 3.235</b>	<b>\$ 5.176</b>	<b>\$ 7.764</b>	<b>\$ 10.869</b>
<b>Gastos Operativos</b>		<b>\$ 217</b>	<b>\$ 407</b>	<b>\$ 771</b>	<b>\$ 1.442</b>	<b>\$ 2.300</b>	<b>\$ 3.672</b>	<b>\$ 5.502</b>	<b>\$ 7.699</b>
Gastos de Comercialización		\$ 45,53	\$ 87,56	\$ 168,38	\$ 169,95	\$ 272	\$ 435	\$ 653	\$ 914
Gastos de Administración		\$ 159,84	\$ 307,38	\$ 591,11	#####	\$ 2.016	\$ 3.225	\$ 4.838	\$ 6.773
Amortización		\$ 12	\$ 12	\$ 12	\$ 12	\$ 12	\$ 12	\$ 12	\$ 12
<b>Otros Gastos Generales</b>									
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>		<b>\$ 7</b>	<b>\$ 24</b>	<b>\$ 58</b>	<b>\$ 580</b>	<b>\$ 935</b>	<b>\$ 1.503</b>	<b>\$ 2.261</b>	<b>\$ 3.170</b>
Intereses financieros pagados		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 15	\$ 15	\$ 15
Otros Ingresos / Egresos		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Ganancia Antes de Impuesto a las Ganancias</b>		<b>\$ 7</b>	<b>\$ 24</b>	<b>\$ 58</b>	<b>\$ 580</b>	<b>\$ 935</b>	<b>\$ 1.488</b>	<b>\$ 2.246</b>	<b>\$ 3.155</b>
Impuesto a las Ganancias		\$ (2)	\$ (9)	\$ (20)	\$ (203)	\$ (327)	\$ (521)	\$ (786)	\$ (1.104)
<b>EBIT</b>		<b>\$ 7</b>	<b>\$ 24</b>	<b>\$ 58</b>	<b>\$ 580</b>	<b>\$ 935</b>	<b>\$ 1.503</b>	<b>\$ 2.261</b>	<b>\$ 3.170</b>
<b>Impuesto a las Ganancias</b>		<b>\$ (2)</b>	<b>\$ (9)</b>	<b>\$ (20)</b>	<b>\$ (203)</b>	<b>\$ (327)</b>	<b>\$ (521)</b>	<b>\$ (786)</b>	<b>\$ (1.104)</b>
Amortización Bienes de Uso		\$ 12	\$ 12	\$ 12	\$ 12	\$ 12	\$ 12	\$ 12	\$ 12
<b>EBIT - Imp. + Amortización</b>		<b>\$ 16</b>	<b>\$ 28</b>	<b>\$ 50</b>	<b>\$ 389</b>	<b>\$ 620</b>	<b>\$ 995</b>	<b>\$ 1.487</b>	<b>\$ 2.078</b>
		4,69%	4,12%	3,82%	15,56%	15,50%	15,54%	15,49%	15,46%
<b>Total Cambios en Capital de Trabajo</b>		<b>\$ (16)</b>	<b>\$ (30)</b>	<b>\$ (59)</b>	<b>\$ (217)</b>	<b>\$ 6</b>	<b>\$ (50)</b>	<b>\$ (136)</b>	<b>\$ (188)</b>
(Aumento) Disminución en Activos Corrientes No Financieros		\$ 24	\$ 46	\$ 88	\$ 169	\$ 106	\$ 238	\$ 424	\$ 594
- Incremento de Créditos por Ventas		\$ 18	\$ 35	\$ 66	\$ 128	\$ 40	\$ 133	\$ 267	\$ 373
- Incremento de Otros Créditos		\$ 6	\$ 11	\$ 21	\$ 41	\$ 66	\$ 105	\$ 158	\$ 221
- Incremento de Inventarios		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Aumento (Disminución) en Pasivos Corrientes		\$ 8	\$ 15	\$ 29	\$ (48)	\$ 112	\$ 189	\$ 288	\$ 406
- Incremento de Cuentas por Pagar Comerciales		\$ -	\$ -	\$ -	\$ (22)	\$ 22	\$ 35	\$ 53	\$ 74
- Incremento de Remuneraciones y Cargas Sociales		\$ -	\$ -	\$ -	\$ (70)	\$ -	\$ 10	\$ 20	\$ 30
- Incremento de Cargas Fiscales		\$ 8	\$ 15	\$ 29	\$ 56	\$ 90	\$ 144	\$ 216	\$ 302
- Incremento de Anticipo de Clientes		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Otras Deudas		\$ -	\$ -	\$ -	\$ (13)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Actividades de Inversión</b>		<b>\$ (72)</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ (15)</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>
Compra de Bienes de Uso - Aumento (-)		\$ 72	\$ -	\$ -	\$ 15	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Venta Bienes de Uso Disminucion (+)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Aumento/Disminución en inversiones		\$ 680							
<b>Otras inversiones</b>									
<b>Actividades de Financiamiento de Largo Plazo</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 85</b>	<b>\$ (15)</b>	<b>\$ (15)</b>
Emisión de Deuda (+)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 100	\$ -	\$ -
Cancelación de Deuda (-)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Pago de Intereses (-)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ (15)	\$ (15)	\$ (15)
<b>CASH FLOW NETO para el accionista</b>		<b>\$ (71)</b>	<b>\$ (3)</b>	<b>\$ (9)</b>	<b>\$ 157</b>	<b>\$ 626</b>	<b>\$ 1.030</b>	<b>\$ 1.336</b>	<b>\$ 1.874</b>
Valor presente, TIR 30%					\$ 818,90				

Wacc  
Crec.

55%
15%

\$ 2.125

\$ 404 \$ 429 \$ 359 \$ 934

Empresa 5					
ESTADO DE RESULTADOS Y GENERACIÓN DE EFECTIVO CONTRA CAJA					
	2011	2012	2013	2014	2015
	Año -0	Año 1	Año 2	Año 2	Año 2
Total Ventas	\$ -	\$ 1,200,000	\$ 3,000,000	\$ 6,400,000	\$ 8,000,000
Ventas A	\$ -	\$ 1,200,000	\$ 3,000,000	\$ 6,400,000	\$ 8,000,000
Ventas B					
Costo de Ventas	\$ -	\$ 500,000	\$ 1,000,000	\$ 2,200,000	\$ 2,750,000
- Costo de Reposición e insumos	\$ -	\$ 500,000	\$ 1,000,000	\$ 2,200,000	\$ 2,750,000
- Sueldos y Cargas Sociales	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Ganancia Bruta</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 700,000</b>	<b>\$ 2,000,000</b>	<b>\$ 4,200,000</b>	<b>\$ 5,250,000</b>
<b>Gastos Operativos</b>	<b>\$ 221,610</b>	<b>\$ 359,602</b>	<b>\$ 489,602</b>	<b>\$ 761,602</b>	<b>\$ 863,602</b>
Gastos de Comercialización	\$ 221,610	\$ 100,000	\$ 100,000	\$ 300,000	\$ 300,000
Gastos de Administración	\$ -	\$ 240,000	\$ 360,000	\$ 432,000	\$ 480,000
Amortización	\$ -	\$ 19,602	\$ 29,602	\$ 29,602	\$ 83,602
Otros Gastos Generales					
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>	<b>\$ (221,610)</b>	<b>\$ 340,398</b>	<b>\$ 1,510,398</b>	<b>\$ 3,438,398</b>	<b>\$ 4,386,398</b>
Intereses financieros pagados	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros Ingresos / Egresos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Ganancia Antes de Impuesto a las Ganancias</b>	<b>\$ (221,610)</b>	<b>\$ 340,398</b>	<b>\$ 1,510,398</b>	<b>\$ 3,438,398</b>	<b>\$ 4,386,398</b>
Impuesto a las Ganancias	\$ 77,564	\$ (119,139)	\$ (528,639)	\$ (1,203,439)	\$ (1,535,239)
<b>EBIT</b>	<b>\$ (221,610)</b>	<b>\$ 340,398</b>	<b>\$ 1,510,398</b>	<b>\$ 3,438,398</b>	<b>\$ 4,386,398</b>
<b>Impuesto a las Ganancias</b>	<b>\$ 77,564</b>	<b>\$ (119,139)</b>	<b>\$ (528,639)</b>	<b>\$ (1,203,439)</b>	<b>\$ (1,535,239)</b>
Amortización Bienes de Uso	\$ -	\$ 19,602	\$ 29,602	\$ 29,602	\$ 83,602
<b>EBIT - Imp. + Amortización</b>	<b>\$ (144,047)</b>	<b>\$ 240,861</b>	<b>\$ 1,011,361</b>	<b>\$ 2,264,561</b>	<b>\$ 2,934,761</b>
<b>Total Cambios en Capital de Trabajo</b>	<b>\$ (139,150)</b>	<b>\$ (25,000)</b>	<b>\$ (115,000)</b>	<b>\$ (648,750)</b>	<b>\$ (469,286)</b>
(Aumento) Disminución en Activos Corrientes No Financieros	\$ -	\$ 40,000	\$ 160,000	\$ 840,000	\$ 360,000
- Incremento de Créditos por Ventas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Otros Créditos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Inventarios	\$ -	\$ 40,000	\$ 160,000	\$ 840,000	\$ 360,000
Aumento (Disminución) en Pasivos Corrientes	\$ -	\$ 15,000	\$ 45,000	\$ 191,250	\$ (109,286)
- Incremento de Cuentas por Pagar Comerciales	\$ -	\$ 15,000	\$ 45,000	\$ 191,250	\$ (109,286)
- Incremento de Remuneraciones y Cargas Sociales	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Cargas Fiscales	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Anticipo de Clientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Otras Deudas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Actividades de Inversión</b>	<b>\$ (98,010)</b>	<b>\$ (50,000)</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ (270,000)</b>	<b>\$ (100,000)</b>
Compra de Bienes de Uso - Aumento (-)	\$ 98,010	\$ 50,000	\$ -	\$ 270,000	\$ 100,000
Venta Bienes de Uso Disminucion (+)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Aumento/Disminución en inversiones					
Otras inversiones					
<b>Actividades de Financiamiento de Largo Plazo</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>
Emisión de Deuda (+)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cancelación de Deuda (-)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Pago de Intereses (-)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>CASH FLOW NETO para el accionista</b>	<b>\$ (381,207)</b>	<b>\$ 165,861</b>	<b>\$ 896,361</b>	<b>\$ 1,345,811</b>	<b>\$ 2,365,475</b>

45%
15%

	1	2	3
\$ 4,232,622	\$ 618,180	\$ 640,100	\$ 2,974,342

Empresa 6		en miles						
ESTADO DE RESULTADOS Y GENERACIÓN DE EFECTIVO CONTR		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
		Año -0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6
Total Ventas		\$ 190	\$ 381	\$ 481	\$ 625	\$ 1.000	\$ 1.600	\$ 2.559
Ventas A		\$ 190	\$ 381	\$ 481	\$ 625	\$ 1.000	\$ 1.600	\$ 2.559
<b>Ventas B</b>								
Costo de Ventas		\$ 75	\$ 261	\$ 422	\$ 428	\$ 685	\$ 1.097	\$ 1.755
- Costo de Reposición e insumos		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Sueldos y Cargas Sociales		\$ 75	\$ 261	\$ 422	\$ 428	\$ 685	\$ 1.097	\$ 1.755
<b>Ganancia Bruta</b>		<b>\$ 120</b>	<b>\$ 59</b>	<b>\$ 196</b>	<b>\$ 196</b>	<b>\$ 314</b>	<b>\$ 503</b>	<b>\$ 804</b>
<b>Gastos Operativos</b>		<b>\$ 97</b>	<b>\$ 175</b>	<b>\$ 191</b>	<b>\$ 146</b>	<b>\$ 223</b>	<b>\$ 344</b>	<b>\$ 533</b>
Gastos de Comercialización		\$ 3	\$ 5	\$ 45	\$ 6	\$ 10	\$ 16	\$ 26
Gastos de Administración		\$ 27	\$ 37	\$ 62	\$ 31	\$ 39	\$ 48	\$ 60
Amortización		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros Gastos Generales		\$ 66,29	\$ 133,00	\$ 84,00	\$ 109,20	\$ 174,72	\$ 279,55	\$ 447,28
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>		<b>\$ (97)</b>	<b>\$ (55)</b>	<b>\$ (132)</b>	<b>\$ 50</b>	<b>\$ 91</b>	<b>\$ 159</b>	<b>\$ 271</b>
Intereses financieros pagados		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros Ingresos / Egresos		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Ganancia Antes de Impuesto a las Ganancias</b>		<b>\$ (97)</b>	<b>\$ (55)</b>	<b>\$ (132)</b>	<b>\$ 50</b>	<b>\$ 91</b>	<b>\$ 159</b>	<b>\$ 271</b>
Impuesto a las Ganancias		\$ 34	\$ 19	\$ 46	\$ (17)	\$ (32)	\$ (56)	\$ (95)
<b>EBIT</b>		<b>\$ (97)</b>	<b>\$ (55)</b>	<b>\$ (132)</b>	<b>\$ 50</b>	<b>\$ 91</b>	<b>\$ 159</b>	<b>\$ 271</b>
<b>Impuesto a las Ganancias</b>		<b>\$ 34</b>	<b>\$ 19</b>	<b>\$ 46</b>	<b>\$ (17)</b>	<b>\$ (32)</b>	<b>\$ (56)</b>	<b>\$ (95)</b>
Amortización Bienes de Uso		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>EBIT - Imp. + Amortización</b>		<b>\$ (63)</b>	<b>\$ (36)</b>	<b>\$ (86)</b>	<b>\$ 32</b>	<b>\$ 59</b>	<b>\$ 103</b>	<b>\$ 176</b>
Margen		-33,10%	-9,43%	-17,84%	5,20%	5,90%	6,46%	6,89%
<b>Total Cambios en Capital de Trabajo</b>		<b>\$ 121</b>	<b>\$ 248</b>	<b>\$ 186</b>	<b>\$ 46</b>	<b>\$ 356</b>	<b>\$ 570</b>	<b>\$ 912</b>
(Aumento) Disminución en Activos Corrientes No Financieros		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Créditos por Ventas		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Otros Créditos		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Inventarios		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Aumento (Disminución) en Pasivos Corrientes		\$ 121	\$ 248	\$ 186	\$ 46	\$ 356	\$ 570	\$ 912
- Incremento de Cuentas por Pagar Comerciales		\$ 6	\$ 22	\$ 13	\$ 1	\$ 21	\$ 34	\$ 55
- Incremento de Remuneraciones y Cargas Sociales		\$ 75	\$ 186	\$ 160	\$ 7	\$ 257	\$ 411	\$ 658
- Incremento de Cargas Fiscales		\$ 40	\$ 40	\$ 13	\$ 38	\$ 78	\$ 125	\$ 200
- Incremento de Anticipo de Clientes		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Otras Deudas		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Actividades de Inversión</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>
Compra de Bienes de Uso - Aumento (-)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Venta Bienes de Uso Disminucion (+)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Aumento/Disminución en inversiones		\$ 123	\$ 11	\$ 8	\$ 30	\$ -	\$ -	\$ -
Otras inversiones		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Actividades de Financiamiento de Largo Plazo</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>
Emisión de Deuda (+)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Cancelación de Deuda (-)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Pago de Intereses (-)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>CASH FLOW NETO para el accionista</b>		<b>\$ 58</b>	<b>\$ 212</b>	<b>\$ 101</b>	<b>\$ 78</b>	<b>\$ 415</b>	<b>\$ 674</b>	<b>\$ 1.089</b>

Tasa	65%
Crec.	15%

	1	2	3	4
\$ 688	\$ 47	\$ 153	\$ 150	\$ 338

Empresa 7	en miles									
ESTADO DE RESULTADOS Y GENERACIÓN DE EFECTIVO CONT	2008	2009	BAE	2011	2012	proy 2013	proy 2014	proy 2015	proy 2016	
	Año -2	Año -1	Año -0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	
Total Ventas	\$ -	\$ 85	\$ 175	\$ 320	\$ 288	\$ 346	\$ 380	\$ 1.000	\$ 1.650	
Ventas A	\$ -	\$ 85	\$ 175	\$ 320	\$ 288	\$ 346	\$ 380	\$ 1.000	\$ 1.650	
Ventas B	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Costo de Ventas	\$ -	\$ 55	\$ 114	\$ 208	\$ 127	\$ 135	\$ 150	\$ 350	\$ 578	
- Costo de Reposición e insumos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 12	\$ 14	\$ 17	\$ -	\$ -	
- Sueldos y Cargas Sociales	\$ -	\$ 55	\$ 114	\$ 208	\$ 115	\$ 121	\$ 133	\$ 350	\$ 578	
<b>Ganancia Bruta</b>	\$ -	\$ 30	\$ 61	\$ 112	\$ 161	\$ 210	\$ 230	\$ 650	\$ 1.073	
<b>Gastos Operativos</b>	\$ -	\$ 28	\$ 9	\$ 27	\$ 36	\$ 4	\$ 4	\$ 4	\$ 4	
Gastos de Comercialización	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Gastos de Administración	\$ -	\$ 28	\$ 5	\$ 23	\$ 32	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Amortización	\$ -	\$ -	\$ 4	\$ 4	\$ 4	\$ 4	\$ 4	\$ 4	\$ 4	
Otros Gastos Generales	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>	\$ -	\$ 2	\$ 52	\$ 85	\$ 125	\$ 206	\$ 226	\$ 646	\$ 1.069	
Intereses financieros pagados	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Otros Ingresos / Egresos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
<b>Ganancia Antes de Impuesto a las Ganancias</b>	\$ -	\$ 2	\$ 52	\$ 85	\$ 125	\$ 206	\$ 226	\$ 646	\$ 1.069	
Impuesto a las Ganancias	\$ -	\$ -	\$ 18	\$ 30	\$ 44	\$ 72	\$ 79	\$ 226	\$ 374	
<b>EBIT</b>	\$ -	\$ 2	\$ 52	\$ 85	\$ 125	\$ 206	\$ 226	\$ 646	\$ 1.069	
<b>Impuesto a las Ganancias</b>	\$ -	\$ -	\$ 18	\$ 30	\$ 44	\$ 72	\$ 79	\$ 226	\$ 374	
Amortización Bienes de Uso	\$ -	\$ -	\$ 4	\$ 4	\$ 4	\$ 4	\$ 4	\$ 4	\$ 4	
<b>EBIT - Imp. + Amortización</b>	\$ -	\$ 2	\$ 75	\$ 119	\$ 172	\$ 282	\$ 309	\$ 876	\$ 1.446	
Margen	#DIV/0!									
<b>Total Cambios en Capital de Trabajo</b>	\$ -	\$ 4	\$ (17)	\$ (31)	\$ (68)	\$ (48)	\$ (69)	\$ (83)	\$ (199)	
(Aumento) Disminución en Activos Corrientes No Financieros	\$ -	\$ 21	\$ 38	\$ 70	\$ 54	\$ 73	\$ 77	\$ 231	\$ 355	
- Incremento de Créditos por Ventas	\$ -	\$ 21	\$ 38	\$ 70	\$ 54	\$ 73	\$ 77	\$ 231	\$ 355	
- Incremento de Otros Créditos	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
- Incremento de Inventarios	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Aumento (Disminución) en Pasivos Corrientes	\$ -	\$ 25	\$ 22	\$ 40	\$ (14)	\$ 25	\$ 8	\$ 148	\$ 155	
- Incremento de Cuentas por Pagar Comerciales	\$ -	\$ 2	\$ (2)	\$ 2	\$ 1	\$ (3)	\$ -	\$ -	\$ -	
- Incremento de Remuneraciones y Cargas Sociales	\$ -	\$ 5	\$ 5	\$ 8	\$ (8)	\$ 0	\$ 1	\$ 18	\$ 19	
- Incremento de Cargas Fiscales	\$ -	\$ 18	\$ 19	\$ 30	\$ (7)	\$ 12	\$ 7	\$ 130	\$ 137	
- Incremento de Anticipo de Clientes	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
- Incremento de Otras Deudas	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 15	\$ -	\$ -	\$ -	
<b>Actividades de Inversión</b>	\$ -	\$ (30)	\$ (5)	\$ (5)	\$ (110)	\$ (90)	\$ (90)	\$ -	\$ -	
Compra de Bienes de Uso - Aumento (-)	\$ -	\$ -	\$ 5	\$ 5	\$ 20	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Venta Bienes de Uso Disminución (+)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Aumento en inversiones	\$ -	\$ 30	\$ -	\$ -	\$ 90	\$ 90	\$ 90	\$ -	\$ -	
Otras inversiones (recibidas)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
<b>Actividades de Financiamiento de Largo Plazo</b>	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Emisión de Deuda (+)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Cancelación de Deuda (-)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Pago de Intereses (-)	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
<b>CASH FLOW NETO para el accionista</b>	\$ -	\$ (25)	\$ 53	\$ 83	\$ (6)	\$ 145	\$ 150	\$ 794	\$ 1.247	
Valor presente, TIR 30%	\$397,62									

Tasa	55%
Crec.	15%

\$ 990      1      2      3      4  
\$ 93    \$ 63    \$ 213    \$ 621

Empresa 8		en miles									
ESTADO DE RESULTADOS Y GENERACIÓN DE EFECTIVO CONT		2008	2009	BAE	2011	2012	proy 2013	proy 2014	proy 2015	proy 2016	
		Año -2	Año -1	Año -0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	
Total Ventas		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 15	\$ 435	\$ 850	\$ 1.760	\$ 2.746	\$ 3.789	
Ventas A		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 15	\$ 420	\$ 800	\$ 1.760	\$ 2.746	\$ 3.789	
Ventas B		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Costo de Ventas		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 54	\$ 256	\$ 388	\$ 876	\$ 1.178	\$ 1.513	
- Costo de Reposición e insumos		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 3	\$ 87	\$ 170	\$ 352	\$ 549	\$ 758	
- Sueldos y Cargas Sociales		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 51	\$ 169	\$ 218	\$ 524	\$ 629	\$ 755	
<b>Ganancia Bruta</b>		\$ -	\$ -	\$ -	\$ (39)	\$ 179	\$ 462	\$ 884	\$ 1.567	\$ 2.276	
<b>Gastos Operativos</b>		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 64	\$ 175	\$ 260	\$ 610	\$ 731	\$ 876	
Gastos de Comercialización		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 55	\$ 165	\$ 250	\$ 600	\$ 720	\$ 864	
Gastos de Administración		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 1	\$ 2	\$ 2	\$ 3	\$ 3	\$ 4	
Amortización		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 8	\$ 8	\$ 8	\$ 8	\$ 8	\$ 8	
Otros Gastos Generales		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>		\$ -	\$ -	\$ -	\$ (103)	\$ 4	\$ 202	\$ 273	\$ 836	\$ 1.401	
Intereses financieros pagados		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Otros Ingresos / Egresos		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
<b>Resultado Antes de Impuesto a las Ganancias</b>		\$ -	\$ -	\$ -	\$ (103)	\$ 4	\$ 202	\$ 273	\$ 836	\$ 1.401	
Impuesto a las Ganancias		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2	\$ 71	\$ 96	\$ 293	\$ 490	
<b>EBIT</b>		\$ -	\$ -	\$ -	\$ (103)	\$ 4	\$ 202	\$ 273	\$ 836	\$ 1.401	
<b>Impuesto a las Ganancias</b>		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 2	\$ 71	\$ 96	\$ 293	\$ 490	
Amortización Bienes de Uso		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 8	\$ 8	\$ 8	\$ 8	\$ 8	\$ 8	
<b>EBIT - Imp. + Amortización</b>		\$ -	\$ -	\$ -	\$ (95)	\$ 14	\$ 280	\$ 377	\$ 1.137	\$ 1.898	
<b>Total Cambios en Capital de Trabajo</b>		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 89	\$ 77	\$ 274	\$ 216	\$ 227	
(Aumento) Disminución en Activos Corrientes No Financieros		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ (80)	\$ -	\$ -	
- Incremento de Créditos por Ventas		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
- Incremento de Otros Créditos		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
- Incremento de Inventarios		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ (80)	\$ -	\$ -	
Aumento (Disminución) en Pasivos Corrientes		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 0	\$ 89	\$ 77	\$ 194	\$ 216	\$ 227	
- Incremento de Cuentas por Pagar Comerciales		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 5	\$ 17	\$ 11	\$ 41	\$ 25	\$ 28	
- Incremento de Remuneraciones y Cargas Sociales		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 4	\$ 10	\$ 4	\$ 25	\$ 9	\$ 10	
- Incremento de Cargas Fiscales		\$ -	\$ -	\$ -	\$ (8)	\$ 62	\$ 62	\$ 128	\$ 182	\$ 189	
- Incremento de Anticipo de Clientes		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
- Incremento de Otras Deudas		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
<b>Actividades de Inversión</b>		\$ -	\$ -	\$ -	\$ (76)	\$ -	\$ -	\$ (270)	\$ -	\$ -	
Compra de Bienes de Uso - Aumento (-)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 76	\$ -	\$ -	\$ 270	\$ -	\$ -	
Venta Bienes de Uso Disminucion (+)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Nuevas Inversiones		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Otras		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
<b>Actividades de Financiamiento de Largo Plazo</b>		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Emisión de Deuda (+)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Cancelación de Deuda (-)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
Pago de Intereses (-)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	
<b>CASH FLOW NETO para el accionista</b>		\$ -	\$ -	\$ -	\$ (171)	\$ 102	\$ 357	\$ 381	\$ 1.352	\$ 2.126	
Valor presente, TIR 30%					\$ 1.029,60						

Tasa	50%
Crec.	15%

\$ 2.188	1	2	3	4
	\$ 238	\$ 169	\$ 401	\$ 1.380

Empresa 11		en miles								
ESTADO DE RESULTADOS Y GENERACIÓN DE EFECTIVO CONT		BAE	2009	2010	2011	2012	proy 2013	proy 2014	proy 2015	proy 2016
		Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	Año 6	Año 7	Año 8
Total Ventas		\$ -	\$ 50	\$ 400	\$ 700	\$ 1.000	\$ 2.000	\$ 3.200	\$ 5.408	\$ 7.333
Ventas A		\$ -	\$ -	\$ 400	\$ 700	\$ 1.000	\$ 2.000	\$ 3.200	\$ 5.408	\$ 7.333
Ventas B		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Costo de Ventas		\$ -	\$ 78	\$ 196	\$ 280	\$ 779	\$ 1.055	\$ 1.612	\$ 2.364	\$ 3.196
- Costo de Reposición e insumos		\$ -	\$ 38	\$ 50	\$ 105	\$ 150	\$ 300	\$ 480	\$ 811	\$ 1.100
- Sueldos y Cargas Sociales (operarios)		\$ -	\$ 40	\$ 146	\$ 175	\$ 629	\$ 755	\$ 1.132	\$ 1.553	\$ 2.096
<b>Ganancia Bruta</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ (28)</b>	<b>\$ 204</b>	<b>\$ 420</b>	<b>\$ 221</b>	<b>\$ 945</b>	<b>\$ 1.588</b>	<b>\$ 3.044</b>	<b>\$ 4.137</b>
<b>Gastos Operativos</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ 8</b>	<b>\$ 231</b>	<b>\$ 534</b>	<b>\$ 452</b>	<b>\$ 517</b>	<b>\$ 578</b>	<b>\$ 646</b>	<b>\$ 722</b>
Gastos de Comercialización		\$ -	\$ 8	\$ 7	\$ 140	\$ 12	\$ 14	\$ 17	\$ 21	\$ 25
Gastos de Administración (Alquiler + Sueldos Adm)		\$ -	\$ -	\$ 209	\$ 382	\$ 428	\$ 479	\$ 537	\$ 601	\$ 673
Amortización		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 12	\$ 12	\$ 24	\$ 24	\$ 24	\$ 24
Otros Gastos Generales		\$ -	\$ -	\$ 15	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Resultado Operativo (EBIT)</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ (36)</b>	<b>\$ (27)</b>	<b>\$ (114)</b>	<b>\$ (231)</b>	<b>\$ 428</b>	<b>\$ 1.010</b>	<b>\$ 2.398</b>	<b>\$ 3.415</b>
Intereses financieros pagados		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otros Ingresos / Egresos		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 50	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Resultado Antes de Impuesto a las Ganancias</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ (36)</b>	<b>\$ (27)</b>	<b>\$ (64)</b>	<b>\$ (231)</b>	<b>\$ 428</b>	<b>\$ 1.010</b>	<b>\$ 2.398</b>	<b>\$ 3.415</b>
Impuesto a las Ganancias		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ (81)	\$ 150	\$ 353	\$ 839	\$ 1.195
<b>EBIT</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ (36)</b>	<b>\$ (27)</b>	<b>\$ (114)</b>	<b>\$ (231)</b>	<b>\$ 428</b>	<b>\$ 1.010</b>	<b>\$ 2.398</b>	<b>\$ 3.415</b>
<b>Impuesto a las Ganancias</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ (81)</b>	<b>\$ 150</b>	<b>\$ 353</b>	<b>\$ 839</b>	<b>\$ 1.195</b>
Amortización Bienes de Uso		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 12	\$ 12	\$ 24	\$ 24	\$ 24	\$ 24
<b>EBIT - Imp. + Amortización</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ (36)</b>	<b>\$ (27)</b>	<b>\$ (102)</b>	<b>\$ (300)</b>	<b>\$ 601</b>	<b>\$ 1.387</b>	<b>\$ 3.262</b>	<b>\$ 4.634</b>
<b>Total Cambios en Capital de Trabajo</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ 32</b>	<b>\$ 63</b>	<b>\$ (11)</b>	<b>\$ 57</b>	<b>\$ 78</b>	<b>\$ 57</b>	<b>\$ 115</b>	<b>\$ (70)</b>
(Aumento) Disminución en Activos Corrientes No Financieros		\$ -	\$ 13	\$ 31	\$ 53	\$ 74	\$ 154	\$ 241	\$ 411	\$ 543
- Incremento de Créditos por Ventas		\$ -	\$ 13	\$ 31	\$ 53	\$ 74	\$ 154	\$ 241	\$ 411	\$ 543
- Incremento de Otros Créditos		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Inventarios		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Aumento (Disminución) en Pasivos Corrientes		\$ -	\$ 45	\$ 94	\$ 42	\$ 131	\$ 232	\$ 298	\$ 526	\$ 473
- Incremento de Cuentas por Pagar Comerciales		\$ -	\$ 6	\$ 1	\$ 5	\$ 4	\$ 13	\$ 15	\$ 28	\$ 24
- Incremento de Remuneraciones y Cargas Sociales		\$ -	\$ 40	\$ 9	\$ 2	\$ 38	\$ 10	\$ 31	\$ 35	\$ 45
- Incremento de Cargas Fiscales		\$ -	\$ (2)	\$ 84	\$ 35	\$ 90	\$ 209	\$ 251	\$ 463	\$ 403
- Incremento de Anticipo de Clientes		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
- Incremento de Otras Deudas		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Actividades de Inversión</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ (150)</b>	<b>\$ (121)</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ (117)</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>
Compra de Bienes de Uso - Aumento (-)		\$ -	\$ -	\$ 150	\$ 121	\$ -	\$ 117	\$ -	\$ -	\$ -
Venta Bienes de Uso Disminucion (+)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Nuevas Inversiones		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Otras		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
<b>Actividades de Financiamiento de Largo Plazo</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ -</b>	<b>\$ 150</b>	<b>\$ 36</b>	<b>\$ 196</b>	<b>\$ 75</b>	<b>\$ 75</b>	<b>\$ 75</b>
Emisión de Deuda (+)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ 150	\$ -	\$ 160	\$ -	\$ -	\$ -
Cancelación de Deuda (-)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ -
Pago de Intereses (-)		\$ -	\$ -	\$ -	\$ -	\$ 36	\$ 36	\$ 75	\$ 75	\$ 75
<b>CASH FLOW NETO para el accionista</b>		<b>\$ -</b>	<b>\$ (3)</b>	<b>\$ (114)</b>	<b>\$ (84)</b>	<b>\$ (207)</b>	<b>\$ 758</b>	<b>\$ 1.519</b>	<b>\$ 3.452</b>	<b>\$ 4.640</b>
Valor presente, TIR 30%		\$1.121,14								

Tasa	55%
Crec.	15%

	1	2	3	4
\$ 4.360	\$ 489	\$ 632	\$ 927	\$ 2.311

## Anexo V Equipo de trabajo



**Jose Pablo Dapena.**

Contador Público de la Universidad Católica de Córdoba, obtuvo su MSc en Finanzas y Economía en London School of Economics, enfocando su investigación hacia incentivos empresariales para emisión de deuda. Obtuvo su Doctorado en Economía en la Universidad del CEMA con su tesis sobre opciones reales aplicadas a contexto de inversión macro con extensión a mercado de capitales. En su desarrollo profesional se desempeñó en el área de planeamiento, control de gestión y costos de Liggett Argentina S.A., en el Departamento de Control Federal de Ahorro de la Inspección General de Justicia de la Nación; en el área de planeamiento y control de gestión de Organización Bagó y en el área de consultoría en planeamiento estratégico y valuación de negocios de Laham y Asociados. En la Universidad del CEMA se ha desempeñado como director del MBA, de los programas In Company y del CIMEEi. Ha sido miembro de la Comisión Ejecutiva y la Junta Directiva de la Fundación Bolsa de Comercio de Buenos Aires y es columnista en temas de economía y finanzas de los principales diarios. Sus áreas de interés son las herramientas de valuación con énfasis en opciones reales y su aplicación a proyectos de inversión, así como el estudio del desarrollo de mercados de capitales y su impacto macroeconómico. Capacita y asesora a emprendedores, vendedores y empresas, desarrollando un espacio donde se comentan las dificultades de los mismos. Dirige y coordina las actividades de emprendedores de la Universidad del CEMA en lo que respecta a los programas BA Emprende, Sepyme y Ministerio de Ciencia y Tecnología. Coordina la Feria anual de emprendedores en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires. Es profesor de economía y sus intereses están puestos en la creación de valor y en las técnicas de proyección de ventas. Es profesor en el programa Edem de Inicia.



**Guillermina Toscano (Ing. Industrial, ITBA. MAF, UCEMA).**

Amplia experiencia en el área comercial y marketing en empresas líderes de retail y consumo masivo.

Especialista en Marketing y Valuación de Proyectos de Innovación. Actualmente se desempeña como Coach de Emprendedores en E-Ship, Centro de Emprendedores de la Universidad del CEMA y como Brand Manager de Lácteos para Adultos en Nestlé: Líder Mundial en Nutrición, Salud y Bienestar.



**María Soledad Morgan (MAF, UCEMA).**

Lic. En Administración de Empresas (UADE), Máster en Finanzas Corporativas (UCEMA) y MBA en International Business (EAE Business School, Barcelona). Amplia experiencia en áreas de finanzas y control de gestión en empresas de primera línea. Especialista en Planeamiento Financiero y Evaluación de Proyectos de Inversión. Se ha desempeñado en el marco de la emprendeduría en el exterior en La red de Business Angels "EIX Technova" (Barcelona) asesorando a inversores privados, seleccionando y evaluando Start-ups, organizando actividades de capacitación y eventos referentes al mundo emprendedor.

Actualmente se desempeña como Coach de Emprendedores en el Centro de Entrepreneurship de la Universidad del CEMA.



**Tomás Pablo Gualati (UNLP, UCEMA).**

Licenciado en Administración y Contador Público de la Universidad Nacional de La Plata. Máster en Finanzas Corporativas en la UCEMA. Profesor en la Universidad Argentina de la Empresa, en la materia "Finanzas Corporativas". En el ámbito profesional se ha desempeñado siempre en el área de Finanzas ocupando diversos roles en empresas multinacionales de primera línea en los sectores de consumo masivo y consultoría.

Desde el año 2010 participa en el Centro de Emprendedores de la Universidad del CEMA, dando soporte y asesoramiento a emprendedores.