



Maestría en Finanzas

Con orientación en Finanzas Corporativas

Proyecto:

***“Puesta en valor y explotación del natatorio del
Club Social y Deportivo Defensores de Villa
Podestá”***

Autora:

Analía Ronconi

Tutor:

Oscar De Leo

- Febrero 2025 -

Resumen Ejecutivo

Este trabajo evalúa la inversión necesaria para la puesta en valor y explotación del natatorio del Club Defensores de Villa Podestá, sito en el partido de Lanús, mediante un contrato de concesión a quince años.

El Club cuenta con dos piletas descubiertas, por lo que las obras de puesta en valor incluyen el techado del espacio, la reparación de las instalaciones y la climatización de las piletas. La inversión total es de USD 154.810 y debe realizarse en su totalidad al inicio del proyecto.

El análisis se realiza bajo las premisas del escenario macroeconómico “Ajuste al modelo primario exportador”, que contempla un salto en el tipo de cambio hacia fines del primer año, pero manteniendo el cepo. El *passthrough* a precios resulta bajo, dado el nivel deprimido de la demanda de partida. Tras esta corrección cambiaria, el modelo primario exportador, logra mantenerse en su marcha en forma más robusta.

Las métricas más relevantes arrojadas por el caso base son: VAN USD 72.373; TIR 19.3%; TIRM 14.6%; Payback 4.9 años.

Contenido

1 - Análisis del negocio	3
1.1 – Descripción del proyecto y justificación del negocio	3
1.2 – Análisis del sector	5
1.3 – Fortaleza, oportunidades, debilidades y amenazas del proyecto	8
2 – Rentabilidad esperada de un periodo típico	9
2.1 – Cuadro de resultados (<i>NOPAT</i>) periodo típico	9
2.2 – Variables clave	12
3 – Proyección y evaluación “caso base”	15
3.1 – Premisas y supuestos del “caso base”	15
3.2 – Proyección del negocio.....	16
3.3 – Evaluación económica financiera	17
3.4 – Propuesta de financiamiento	19
3.5 – Análisis de valuación bajo premisas “caso base”	20
4 – Análisis de sensibilidad y riesgo.....	20
4.1 – Formulación de escenarios alternativos.....	20
4.2 – Análisis de tablas de sensibilidad	22
4.3 – Planteo de árbol de decisión	23
5 – Informe final	24
5.1 – Resumen de la evaluación y conclusiones.....	24
6 – Anexos	26
6.1 – Estados financieros proyectados.....	26

1 - Análisis del negocio

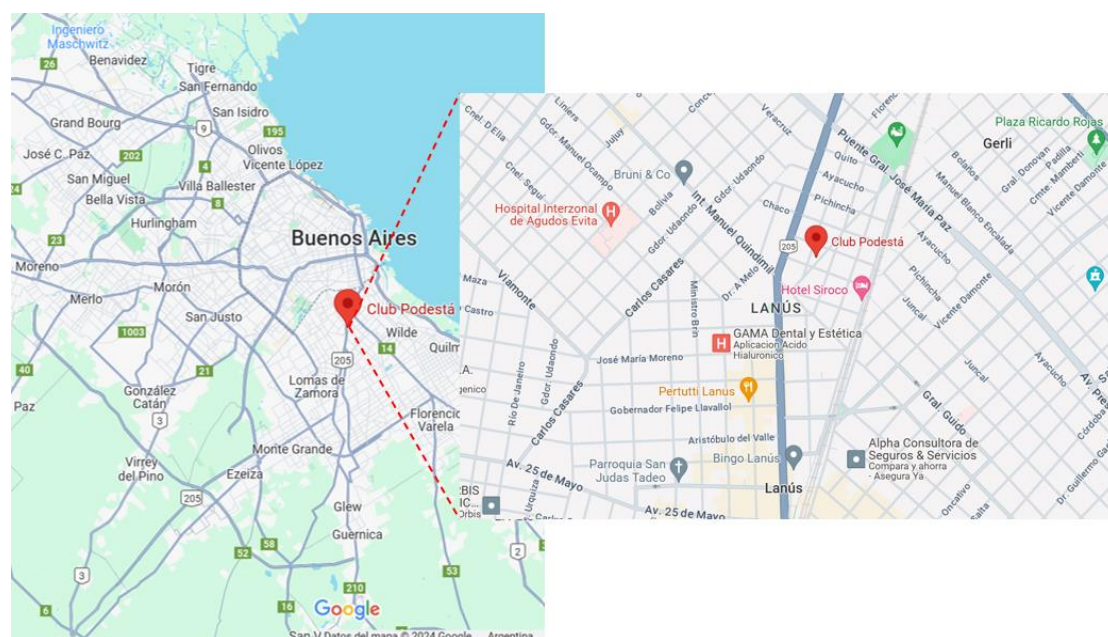
1.1 – Descripción del proyecto y justificación del negocio

Este proyecto consiste en la creación de un nuevo emprendimiento, cuyo objeto será la explotación de las instalaciones existentes, pero en desuso, del Club Social y Deportivo Defensores de Villa Podestá: puntualmente se trata del acondicionamiento del natatorio y la explotación del espacio mediante un contrato de concesión a celebrarse con el club.

El espacio se encuentra en una ubicación privilegiada, a pocas cuadras de la Municipalidad de Lanús, Provincia de Buenos Aires, y a una cuadra de la arteria principal: Avenida Hipólito Yrigoyen. El natatorio cuenta con dos piletas, por lo que una vez acondicionado, podrán dictarse clases de natación y ofrecer una variedad de actividades acuáticas a los vecinos de la zona.

En los últimos años, gracias a un crecimiento en los proyectos inmobiliarios de altura, se ha observado una mayor concentración de la población en la zona centro¹. Esto implica una mayor demanda de actividades deportivas dado el crecimiento demográfico, que sumado a la ubicación del Club (el resto de los natatorios habilitados se encuentran a 2km a la redonda), representa una ventaja competitiva con respecto a los jugadores existentes.

Debajo se incluye un mapa con la ubicación exacta del Club: Vélez Sársfield 1370, B1824 Lanús, Provincia de Buenos Aires.



¹ El diario Sur, artículo “Lanús: se agregaron más de 30 mil viviendas al municipio en 10 años, según Indec”. <https://www.eldiariosur.com/lanus/2021/5/10/lanus-se-agregaron-mas-de-30-mil-viviendas-al-municipio-en-10-anos-segun-indec-46704.html>

Asimismo, este proyecto tendrá un impacto positivo tanto para el club como para el barrio. La puesta en valor del patrimonio del Club incrementará la oferta de actividades atrayendo a una mayor cantidad de socios, afectando indirectamente a otros espacios tales como el buffet. Asimismo, habrá un impacto ambiental positivo, ya que las piletas descubiertas en desuso acumulan agua propiciando la propagación de plagas.

Detalle de la inversión inicial requerida

Este proyecto se basa en la puesta en valor de las instalaciones existentes. Por lo tanto, se incurrirá un costo de inversión inicial en el momento cero donde se repararán las piletas, se realizará el cierre del espacio (tinglado) y su climatización para poder explotar el natatorio todo el año. Además, deberán acondicionarse los vestuarios:

- 3 climatizadores de piscinas marca JIT, modelo Kalida 100: USD 14.810,40; proveedor Jit Calderas.
- TINGLADO 826 m2, USD 65.000; proveedor Techos Monte Grande.
- Reparación de piscinas y vestuarios e instalación eléctrica, USD 75,000; proveedor Constructora Grupo Sur.
- Asesoramiento legal y costos contractuales: USD 5.000

El crédito fiscal generado por el IVA correspondiente a la inversión fija, excluyendo el edificio e instalaciones, es de USD 4.160 y es absorbido en el primer año del proyecto.

Una vez en marcha, los gastos corrientes incluirán servicios como agua, gas y electricidad, cuerpo docente, enfermería e insumos para el mantenimiento de las piscinas y artículos varios (boyas, elementos de flotación, etc.).

El canon por la concesión será negociado con el club, dada la inversión inicial para el acondicionamiento del espacio, se acordará un contrato de explotación por los primeros diez años con canon de \$0, seguidos por cinco años con un canon del 5% sobre las suscripciones. El contrato es precancelable por parte del Concesionario, no así por el Concedente (Club).

La inversión inicial se llevará a cabo en un periodo de 3 meses, con desembolsos acordes al avance de la obra. Una vez en marcha, los gastos de funcionamiento serán cubiertos con los ingresos generados por el proyecto.

Una vez finalizado el contrato de concesión las instalaciones pasan a manos del Club, por lo que no hay recupero de valor residual de la inversión.

1.2 – Análisis del sector

Oferta y demanda

El proyecto apunta a satisfacer la demanda de actividades acuáticas de las familias residentes en la zona centro del municipio de Lanús.

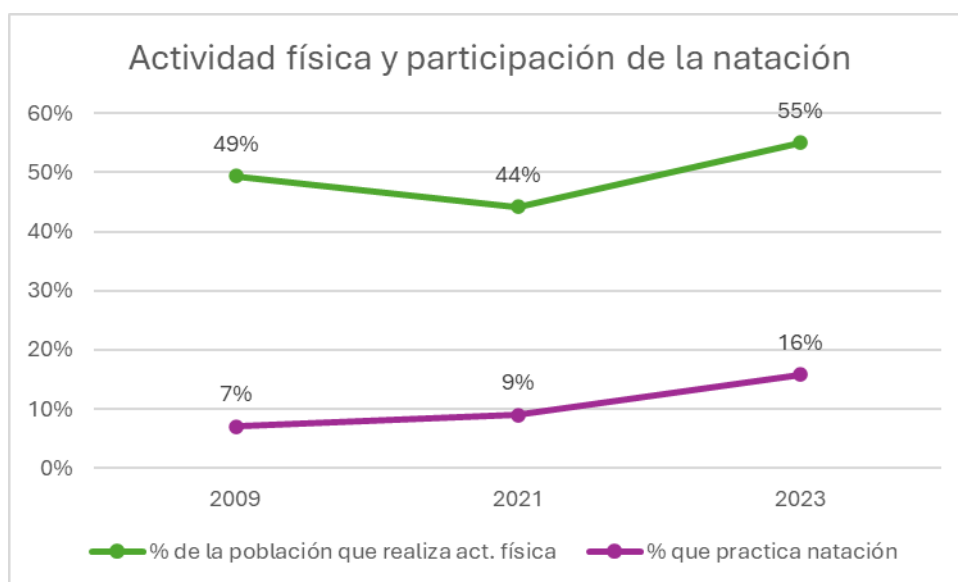
En cuanto a la demanda de actividades acuáticas, puede presumirse un incremento atado al crecimiento demográfico mencionado anteriormente: desde hace más de una década se vienen desarrollando múltiples inversiones inmobiliarias en el municipio, en particular en la zona centro, resultando en una mayor concentración de la población: en el último censo (2022) se registró un 21% de incremento en el número de viviendas en comparación con las censadas en 2010.

Por otro lado, la oferta de natatorios en la zona es limitada ya que no hay natatorios cercanos (2km a la redonda del Club Podestá) y es muy difícil el ingreso de nuevos competidores dado que no hay lotes disponibles en la zona donde pudiera instalarse un natatorio. Los natatorios en funcionamiento actualmente son:

- Club Social y Deportivo Portela, ubicado a 1.5 km del centro de Lanús
- Marbella, ubicado a 1.4km del centro de Lanús
- Club Atlético Marplatense, ubicado a 1.7km del centro de Lanús
- Tiempo de Vida, ubicado a 2.7 km del centro y especializado en niños y actividades como rehabilitación debido al tamaño reducido de la pileta.
- Sede Social Club Lanús, a 1.8 km del centro y ubicado en Lanús Oeste, es el Club con mayor infraestructura y afluencia de socios.
- Natatorio municipal, a 2.1 km del centro, se trata de un complejo de piletas descubiertas gestionadas por la Municipalidad. Solo pueden utilizarse en temporada de verano y en ellas funciona la colonia municipal.

Con respecto a la evolución histórica de la demanda, entre el 2009 y el 2021 se ha observado un incremento del 6% en el porcentaje de la población argentina que realiza actividades deportivas; mientras que el porcentaje de personas que eligen la natación como actividad física regular se ha incrementado en un 9%²:

² Producción propia basada en informes del Observatorio Social del Deporte (2009, 2021 y 2023).
[Relevamientos y encuestas | Argentina.gob.ar](https://relevamientosyencuestas.argentina.gob.ar)



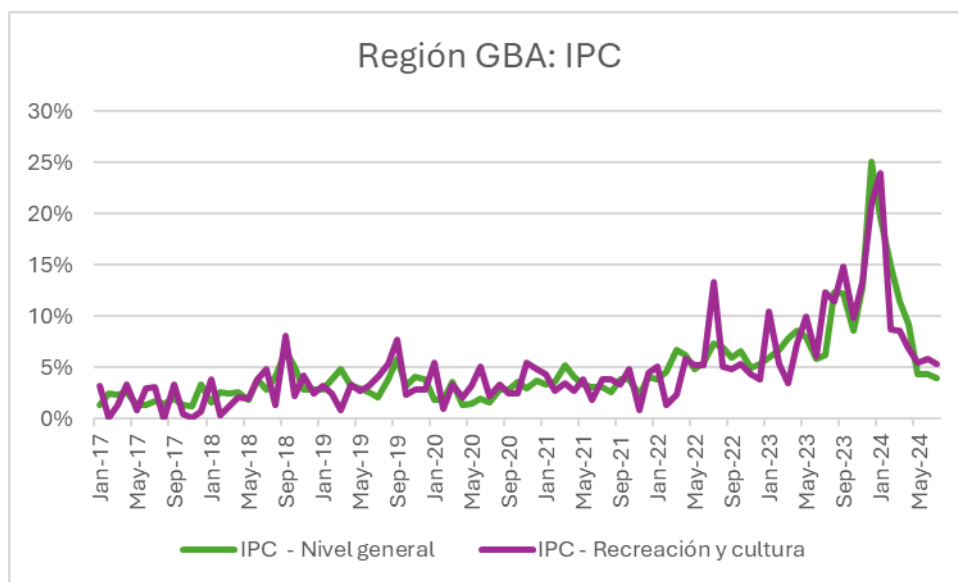
Puede inferirse que no solo hay un modesto incremento en el interés de la población en la realización de actividad física, sino que la natación ha ganado terreno, incrementando su presencia entre quienes eligen hacer alguna actividad habitualmente.

Precios e insumos

Con respecto a la formación de precios hay que destacar que estos varían según la zona y la infraestructura ofrecida, pero en líneas generales el valor de las cuotas es similar entre los competidores, por lo que, a la hora de determinar el precio de los servicios, deberá tenerse en cuenta el precio de la competencia. En general el precio de la cuota se calcula como un *cost plus*, aplicando un margen sobre los costos operativos.

Si bien no hay estadísticas oficiales sobre la evolución histórica del precio de los natatorios, a fin de inferir como afectan los ciclos económicos al rubro el siguiente gráfico³ compara la evolución del IPC para el GBA con la evolución del rubro “Recreación y cultura” del mismo índice (incluye cuota de clubes en su cálculo).

³ Producción propia basada en la base de datos del IPC disponible en [INDEC: Instituto Nacional de Estadística y Censos de la República Argentina](https://www.indec.gov.ar/)



Si bien existen desfases por periodos breves, en líneas generales puede decirse que el ajuste en la canasta de productos de esparcimiento acompaña al nivel de inflación general.

Para completar el análisis es crucial poner el foco en los insumos claves para la operatoria, a saber:

- Servicios: agua, electricidad y gas. Al ser servicios públicos hay un solo oferente y el precio se encuentra regulado.
- Insumos varios: Cloro, artículos de flotación. Afortunadamente existe una amplia lista de proveedores, por lo que hay competencia en el sector disminuyendo el riesgo del proyecto al no existir una fortaleza del proveedor en la determinación de precios.

Regulaciones y barreras de entrada

En cuanto a barreras de entrada, debe destacarse que la normativa para la habilitación del natatorio no es una de ellas, ya que reglamenta las normas de seguridad e higiene que debe cumplir el espacio y son de fácil adopción. Según la Ley provincial N° 10.217 sancionada en 2007⁴, el otorgamiento de habilitaciones queda delegado a cada municipio.

Con respecto a posibles sustitutos, pueden considerarse otros emprendimientos relacionados con la actividad física, como por ejemplo: Gimnasios, prácticas deportivas, Yoga, Pilates, entre otros. En un contexto económico de incertidumbre económica, puede suceder que ante un incremento en el precio del servicio, los clientes busquen alternativas más económicas para realizar actividad física. De todas formas, hay que destacar que en el

⁴ [Decreto 3181/2007 \(gba.gob.ar\)](http://gba.gob.ar)

último año un gran impacto en el costo de la operatoria estuvo ligado al incremento de los servicios públicos, y que estos afectan tanto a los natatorios como a sus posibles sustitutos.

Gracias a la disponibilidad de información, la demanda es sensible al precio, por lo que el valor de las cuotas deberá estar alineado con el resto de los natatorios de la zona. Es posible diferenciarse y cobrar una cuota un 10%-15% más alta que la competencia, pero un precio más allá de ese porcentaje implicará una baja en la demanda.

Con respecto a la tecnología, no hay barreras de entrada, ya que no hay patentes en juego y existen muchos proveedores capaces de realizar la obra de acondicionamiento de las piletas, climatización y techado.

La mayor barrera de entrada para nuevos competidores es contar con el espacio físico para poder realizar el emprendimiento, en el caso de este proyecto, esto representa una ventaja con respecto a otros jugadores que quieran ingresar, ya que el club cuenta con el espacio destinado al natatorio.

Con respecto a las barreras de salida, caben destacar:

- No es posible reconvertir la inversión. Una vez que se haya realizado la obra el espacio solo podrá ser utilizado como natatorio.
- Contratos laborales de los profesores, empleado administrativo y de limpieza.

1.3 – Fortaleza, oportunidades, debilidades y amenazas del proyecto

En los párrafos anteriores se han mencionado algunos de los aspectos que se considerarán en este apartado, la intención es profundizar el análisis y definir la estrategia correcta dados los factores internos y externos que afectan al proyecto.

La principal fortaleza del proyecto es contar con el espacio físico para su realización en una zona privilegiada: a 100 metros de la principal avenida de Lanús Oeste (Av. Hipólito Yrigoyen) y a 400 metros de la municipalidad. Actualmente no hay lotes vacantes en el centro de Lanús y para poder instalar un natatorio debería adquirirse un terreno y derribar las instalaciones existentes, lo que encarecería mucho el proyecto. Además, el club cuenta con varias disciplinas deportivas, lo que garantiza un afluente de socios quienes, abonando un diferencial, podrán acceder al natatorio. Esto facilitará la estrategia de marketing para publicitar la reapertura del espacio.

Es pertinente destacar que el natatorio se encuentra inutilizable, ya que las piletas han sufrido daños estructurales y será necesaria una fuerte inversión inicial para ponerlas en funcionamiento.

Un aspecto a tener en cuenta es que, si bien están más alejados del centro, existen varios

natatorios funcionando en la zona, por lo tanto, la demanda no se encuentra insatisfecha y la diferenciación del producto será difícil más allá del factor localización y fácil acceso.

Con respecto a las oportunidades se destaca la explosión demográfica en la zona a la que se ha hecho referencia en el apartado anterior. Esto implica nuevas familias y por lo tanto potenciales clientes.

Finalmente, dentro de las amenazas se encuentra la desregularización de las tarifas de gas, electricidad y agua por parte del gobierno, lo que encarecerá la climatización de las piletas, y la incertidumbre económica que está atravesando el país en el corto plazo, dado que esto puede tener un impacto negativo en los niveles de demanda.

En respuesta a este escenario, se plantean las siguientes estrategias:

- Estrategia de ajuste: respondiendo al incremento de la demanda atado al crecimiento demográfico y a la obsolescencia de las instalaciones del natatorio, se propone invertir en la puesta en valor del natatorio para ofrecer la actividad tanto a los socios existentes como nuevos socios.
- Estrategia ofensiva: apalancado en la ubicación privilegiada del club, mediante una fuerte estrategia de marketing, se propone absorber a los potenciales clientes de la zona. Ofreciendo un servicio de calidad y de fácil acceso. Asimismo, ofrecer convenios a los colegios cercanos para la utilización del natatorio, fuera de los horarios pico, para que utilicen el espacio incluyendo natación en sus currículas.
- Estrategia defensiva: al contar con un producto muy difícil de diferenciar y sumando la poca previsibilidad con respecto al costo de los servicios públicos, se tendrán en cuenta estos factores al realizar las obras de reacondicionamiento, buscando materiales y tecnologías que optimicen el uso de la energía. De esta manera, obtendremos una ventaja competitiva con respecto a nuestros competidores, donde el costo de climatización e iluminación del natatorio puede afectar sensiblemente el precio.

2 – Rentabilidad esperada de un periodo típico

2.1 – Cuadro de resultados (NOPAT) periodo típico

A continuación se detalla el desglose de los ingresos y costos en un periodo típico de un año.

La particularidad de este proyecto es que los costos más relevantes son fijos o semifijos, ya que no existe una correlación entre los costos de mantener el natatorio en funcionamiento y el nivel de demanda. Por ejemplo, el costo del gas para alimentar las calderas para mantener

las piletas en una temperatura optima, es el mismo tanto como si la demanda es nula o el natatorio estuviese funcionando a máxima capacidad.

En el peor de los escenarios, donde la demanda no alcance a cubrir los costos fijos, deberá tomarse la decisión de reducir los costos semifijos, rescindiendo el contrato de los empleados (profesores y servicio de limpieza) y apagando las calderas para climatizar la pileta (servicio de gas), pero estas condiciones serán tenidas en cuenta en el escenario pesimista, no así en el análisis de un periodo típico.

Los valores en el siguiente cuadro se encuentran expresados en dólares corrientes según MUC (945\$/USD al 21/8/2024).

Contribución Marginal & NOPAT		
Facturación Anual		206,910
IIBB	3%	6,207
Ingresos Netos		200,703
Costos variables		0
Contribución Marginal		200,703
Costos Fijos		117,233
Resultado Operativo		83,470
IIGG s/Resultado Operativo	30%	25,041
NOPAT		58,429
Capital Empleado		
CAPEX		154,810
Capital de trabajo (promedio)		950
Capital Empleado		155,760
Rendimiento anual (ROIC)		37.5%

Detalle de las variables consideradas:

- **Facturación Anual:**

La pileta principal funcionará de lunes a viernes de 7am a 9pm y sábados de 8am a 3pm; lo que equivale a 3.696 horas de funcionamiento anuales. Considerando que esta posee 7 carriles, que los turnos serán de 1 hora, que la ocupación máxima es de 4 personas por carril y que se estima que en promedio las suscripciones demandadas serán de dos veces por semana, la capacidad máxima anual de la pileta es de 12.936 suscripciones.

En un periodo típico se está considerando una demanda de 7,182 suscripciones, con una ocupación al 75% durante horarios pico (lunes a viernes 7am-9am y 5pm-9pm y sábados) y al 37.5% en horarios no pico (lunes a viernes 9am-5pm).

El precio de la suscripción se estableció en \$25,- para el periodo típico. Este precio fue determinado luego de hacer una investigación de mercado considerando el precio de los natatorios cercanos y de los servicios alternativos, como por ejemplo suscripción a gimnasios. Tal como se explicó en el análisis FODA, si bien este proyecto cuenta con una ubicación estratégica, existen otros natatorios con los cuales se competirá por captar la demanda de la zona; es por este motivo que la estrategia de precio debe estar alineada al resto de la oferta existente.

En la pileta auxiliar se dictarán clases de matronatación, de lunes a viernes de 5pm a 8pm y sábados de 8am a 12pm. Considerando tres usuarios por turno y que las suscripciones serán de una vez a la semana, el total de suscripciones anuales en un periodo típico será de 684. Utilizando la misma estrategia de precio que en la pileta principal, alineando la tarifa al precio de la competencia, se considera un valor de \$40,- por suscripción.

Las ventas totales anuales se estiman en \$206.910,- (7.182 suscrip. pileta ppal. * \$25 + 684 suscrip. matronatación * \$40,-).

- **Costos variables:**

Tal como se indicó en el primer párrafo de este ítem, los costos relacionados con el funcionamiento del natatorio son fijos o semifijos. La unidad de medida son las suscripciones (usuarios) y una variación en la cantidad de estas no influye en los costos, en otras palabras, la demanda y los costos no están correlacionados.

- **Costos Fijos:**

Costos Fijos	Consumo mensual	USD	% sobre costos totales
Servicios			
Electricidad	2,100 kWh	265	3%
Agua	200m3	188	2%
Gas	18,180 m3	2,016	23%
Personal			
Profesores/Guardavidas	4	3,651	30%
Limpieza	1	703	8%
Enfermería	1 (part time)	317	4%
Administrativo	1	730	8%
Honorarios			
Honorarios profesionales		317	4%
Seguros			
Seguros		423	5%
Insumos			
Cloro		270	3%
Regulador de PH		317	4%
Alguicida		159	2%
Floculantes		95	1%
Repuestos		317	4%
TOTAL Mensual		9,769	
TOTAL Anual		117,233	

La variación en la ocupación de la pileta tiene un impacto mínimo -o nulo- sobre la utilización de insumos para mantener el agua, el consumo de servicios y personal necesario.

En el caso del personal, ante una variación drástica en la ocupación, podría prescindirse de parte del plantel de profesores: ante una caída del 41.5% de la demanda, debería reducirse el cuerpo docente a la mitad (2 profesores, quedando 1 profesor por turno).

Algo similar sucede con los servicios, donde puede reducirse el consumo a mínimos en caso de que se decida cerrar el natatorio durante un periodo determinado si la demanda cae en un 52.5% o más con respecto a la ocupación estimada para el periodo típico. En este punto los ingresos no resultan suficientes para cubrir el costo de la tarifa de gas para mantener las calderas funcionando (habiendo reducido el personal a la mitad).

- **Capital Empleado:**

CAPEX:

Inversión inicial (momento 0):

- 3 climatizadores de piscinas marca JIT, modelo Kalida 100: USD 14.810,40; proveedor Jit Calderas.
- Tinglado 826 m2, USD 65.000; proveedor Techos Monte Grande.
- Reparación de piscinas y vestuarios e instalaciones eléctrica y de gas, USD 75,000; proveedor Constructora Grupo Sur.

TOTAL: \$154.810,40

Capital del trabajo:

El capital de trabajo considerado para un periodo típico es el promedio del capital de trabajo proyectado: USD 950.

Dada la naturaleza del negocio, no hay inventarios. Los días de giro considerados en el capital de trabajo son producto de los plazos de cobro de las ventas (15 días), los pagos a proveedores de insumos (30 días), los servicios públicos y mano de obra (15 días).

2.2 – Variables clave

Se han definido como variables clave aquellas que explican más de un 50% de los costos o que afectan el nivel de ingreso. Estas son: precio del gas (representa 21% de los costos fijos), salarios de los profesores (37% de los costos) y nivel de ocupación de la pileta (dado que el precio está dado por el sector la variable que impactará en el nivel de ingresos es el nivel de ocupación o demanda).

A continuación se analizan cada una de las variables:

- **Tarifa de gas:** Representa un 21% de los costos de funcionamiento. El proveedor del

servicio de gas es Metrogas y actualmente la tarifa se encuentra parcialmente subsidiada por tratarse de un club de barrio (Categoría CB1).

Las variaciones en el precio de la tarifa se verán afectadas por la decisión política con respecto a la quita de subsidio, pudiendo llegar a incrementarse en un 100% si se debiera abonar tarifa plena a valores actuales.

Asimismo, el precio internacional del gas afectará el costo del gas a nivel local. El siguiente cuadro evalúa la sensibilidad del ROIC ante una variación en la tarifa de gas, considerando incrementos entre un 50% y un 1000%. El mismo cuadro analiza el impacto de cada tarifa a distintos de niveles de precio de las suscripciones. El resto de las variables son consideradas estáticas en este análisis.

Cuadro de sensibilidad al precio del gas:

		Precio suscripción						
		37.5%	\$25.0	\$26.3	\$26.9	\$27.5	\$31.3	\$42.5
Precio m3 gas	\$104.80 \$/m3	\$2,016	37.5%	42.0%	44.3%	46.5%	60.1%	100.7%
	\$157.20 \$/m3	\$3,024	32.1%	36.6%	38.8%	41.1%	54.6%	95.2%
	\$209.60 \$/m3	\$4,032	26.6%	31.1%	33.4%	35.7%	49.2%	89.8%
	\$314.40 \$/m3	\$6,048	15.8%	20.3%	22.5%	24.8%	38.3%	78.9%
	\$419.20 \$/m3	\$8,065	4.9%	9.4%	11.7%	13.9%	27.4%	68.0%
	\$524.00 \$/m3	\$10,081	-6.0%	-1.5%	0.8%	3.0%	16.6%	57.2%
	\$628.80 \$/m3	\$12,097	-16.9%	-12.3%	-10.1%	-7.8%	5.7%	46.3%
	\$1,048.00 \$/m3	\$20,162	-60.3%	-55.8%	-53.6%	-51.3%	-37.8%	2.8%

- **Plantel de profesores:** Representa un 37% de los costos de funcionamiento. La pauta salarial es fijada por la UTEDYC (Unión Trabajadores de Entidades Deportivas y Civiles).

Se espera que los incrementos futuros acordados por el sindicato estén alineados con la inflación. El siguiente cuadro evalúa la sensibilidad del ROIC ante una variación en el salario del plantel de profesores, considerando incrementos entre un 20% y un 400%. El mismo cuadro analiza el impacto ante distintos de niveles de precio de las suscripciones. El resto de las variables son consideradas estáticas en este análisis.

Retribución Profesores	Precio suscripción						
	37.5%	\$25.0	\$25.6	\$26.3	\$27.5	\$28.8	\$31.3
	\$3,651	37.5%	39.8%	42.0%	46.5%	51.0%	60.1%
	\$4,381	33.6%	35.8%	38.1%	42.6%	47.1%	56.1%
	\$4,563	32.6%	34.8%	37.1%	41.6%	46.1%	55.1%
	\$5,111	29.6%	31.9%	34.1%	38.7%	43.2%	52.2%
	\$5,476	27.7%	29.9%	32.2%	36.7%	41.2%	50.2%
	\$7,302	17.8%	20.1%	22.3%	26.8%	31.4%	40.4%
	\$10,952	-1.9%	0.4%	2.6%	7.2%	11.7%	20.7%
	\$14,603	-21.6%	-19.3%	-17.0%	-12.5%	-8.0%	1.0%

- **Nivel de ocupación:** tal como se mencionó anteriormente, el nivel de ocupación impactará directamente en los ingresos del proyecto y por lo tanto resulta determinante para el proyecto.

Repitiendo el ejercicio realizado para las otras variables, la siguiente tabla muestra el impacto sobre el ROIC ante una variación en el nivel de ocupación para distintos valores en el precio de la suscripción. El resto de las variables se consideran estáticas:

		Precio suscripción						
		37.5%	\$25.0	\$25.6	\$26.3	\$27.5	\$28.8	\$31.3
Ocupación	4.5	76.6%	79.9%	83.1%	89.6%	96.0%	109.0%	
	3.8	57.1%	59.8%	62.6%	68.1%	73.5%	84.5%	
	3.6	53.2%	55.8%	58.5%	63.8%	69.0%	79.6%	
	3.0	37.5%	39.8%	42.0%	46.5%	51.0%	60.1%	
	2.4	21.9%	23.7%	25.6%	29.3%	33.0%	40.5%	
	1.8	6.2%	7.7%	9.1%	12.1%	15.0%	20.9%	
	1.2	-9.5%	-8.4%	-7.3%	-5.1%	-3.0%	1.4%	
	0.6	-25.1%	-24.4%	-23.7%	-22.3%	-21.0%	-18.2%	

Tal como se observa en la tabla, a la tarifa utilizada en el modelo base de USD 25,- este sigue arrojando un ROI positivo, incluso a bajos niveles de ocupación. Es a un 29% de ocupación donde el ROI será 0%.

El nivel de ocupación está correlacionado con el nivel de ingresos de la población y el precio de la suscripción.

Para estimar el nivel de ocupación en un período típico, a la demanda total de la zona (resultado del producto del porcentaje de personas interesadas en deportes acuáticos por la cantidad de habitantes en Lanús centro), se le aplicó un ponderador de 2.7%, asumiendo que ese será el *market share* del natatorio.

Dado que la estrategia de precio es mantenerlo alineado con las tarifas de la competencia, se mantiene ese mismo *market share* a lo largo del periodo analizado.

La variación salarial explica en un 80% las variaciones en la demanda total, es por ello que en el modelo se ha considerado esa relación.

Cabe resaltar que el negocio soporta una caída en el nivel de ocupación (demanda) de hasta un 27% con respecto al nivel de demanda estimado en un periodo típico, sin dar pérdidas. Es por ello que aún en el escenario macro más pesimista, el VAN será de USD 3.984.

3 – Proyección y evaluación “caso base”

3.1 – Premisas y supuestos del “caso base”

Las pautas macroeconómicas consideradas en el caso base corresponden al escenario “Ajustes al modelo primario exportador” desarrolladas por el Profesor Oscar A. De Leo en el marco del Taller de Metodología y Seguimiento de Trabajo Final - MAF MODIGLIANI 2 - 2024 2T.

Las premisas de este escenario son las siguientes: los 20 mil millones de dólares de dinero sincerado y depositado en los bancos (2024), permitió la expansión del financiamiento y la compra de reservas del BCRA junto con la baja del riesgo país habilita realizar un canje voluntario de la deuda en dólares soberana. Con la suscripción de ONs, los fondos tomados por las corporaciones expanden las inversiones en los sectores extractivos y generan una disparada de las importaciones presionando sobre las reservas que se agrava con el súper dólar frente a la debilidad del resto de las monedas. Después de las elecciones, el gobierno decide dar un salto cambiario para corregir el atraso. Ese salto si bien afecta el poder adquisitivo y el consumo también produce una contracción de los sobre márgenes de las empresas al no poder trasladar toda la depreciación cambiaria a los precios. El *passthrough* a precios de la corrección cambiaria resulta entonces bajo, dado el nivel deprimido de la demanda de partida y por resignarse el gobierno a moderar el impacto sobre las tarifas. Se mantiene el cepo a la espera de ingresos de inversiones extranjeras en los sectores dinámicos. La expansión monetaria por el ingreso de esa IED no expande el crédito, conforme las medidas bancarias prudenciales que se toman para no exponerse a una corrida. Tras esta corrección cambiaria, el modelo primario exportador, logra mantenerse en su marcha en forma más robusta.

El detalle de las métricas macro considerada en este escenario son los siguientes:

		PROMEDIOS ANUALES			
		desde: hasta: 2023	2025 2029	2030 2034	2035 2039
Tasa de Crecimiento	-3.6%		2.9%	2.7%	2.4%
Tipo de Cambio Real	77		78	83	89
TCRM (índice eop) 17Dic2015=100					
Salario Real	94		93	98	101
W/IPC (eop) DIC 2015 =100					
Salario en USD al TC oficial	82		84	89	93
Tasa Inflación Anual	119.3%		14.0%	3.1%	2.6%
Brecha Cambiaria	17.2%		9.0%	0.0%	0.0%
Riesgo País	1370		710	450	300

Además, se consideran las siguientes pautas para el armado del caso base:

- Tarifa de gas, se pronostica un incremento del 75%, dada la eliminación parcial de subsidios en la tarifa, más la variación del precio internacional del gas proyectada para los próximos 15 años ⁵.

	PROMEDIOS ANUALES		
	2025 2029	2030 2034	2035 2039
Variación en el precio de la tarifa de gas	80.3%	76.3%	78.2%

- Precio de las suscripciones, tal como se indicó anteriormente, la estrategia de precios será la de seguir a la competencia, dado que, si el servicio resulta más caro que lo ofrecido en otros natatorios o servicios alternativos, el público puede migrar fácilmente a la competencia con un impacto negativo en el nivel de demanda. Por lo tanto, en el modelo se tiene en cuenta la correlación entre el valor de las suscripciones con dos variables: la inflación y la tendencia de precios en el sector.

La inflación es la establecida en el escenario macro. Para los precios del sector se espera una tendencia cíclica a la baja en los próximos 15 años dada la proliferación de centros de actividades deportivas, como pilates o *crossfit* por ejemplo, resultando en una competencia de precios. De esta mixtura de correlaciones se puede llegar a la conclusión de que los precios del sector seguirán a la inflación, pero ajustando levemente por debajo de esta.

	PROMEDIOS ANUALES		
	2025 2029	2030 2034	2035 2039
Variación en el precio de las suscripciones	-0.8%	1.1%	-0.5%

3.2 – Proyección del negocio

En el Anexo se encuentran los estados de resultados proyectados.

En este ejercicio, alineado con las correlaciones detalladas oportunamente, se modela:

- El precio de las suscripciones atado a la variación en el IPC, según el escenario macro, y a la variación de precios en el sector, según el escenario proyectado para la variable “precios del sector” como descenso cíclico.
- La demanda local atada a la variación en los salarios determinados por el escenario

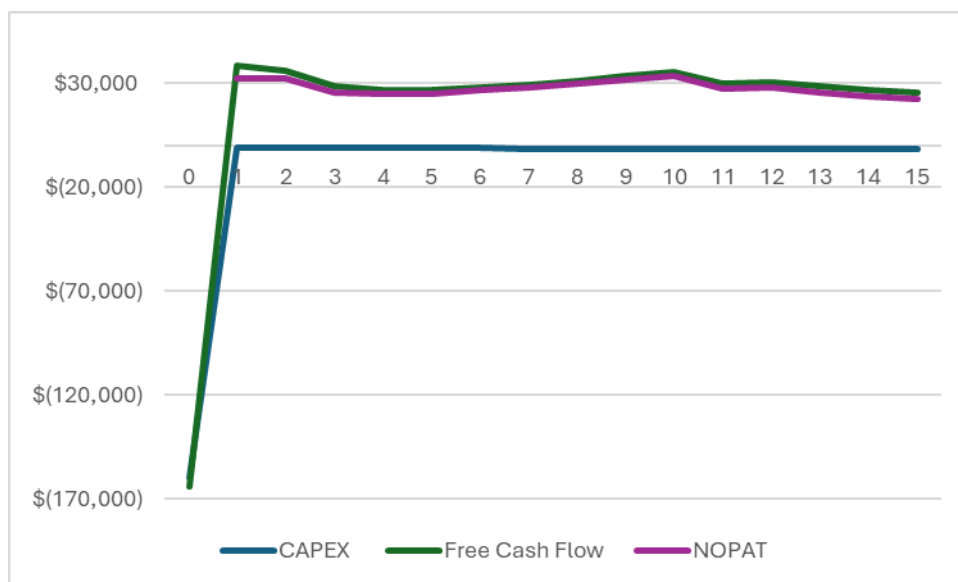
⁵ Fuente: <https://www.binance.com/es-AR/price-prediction/gas>

macro. Del total de la demanda local, se asume una participación en el mercado del 2.7%.

- Para el precio de la tarifa de gas, se asume un incremento del 75% en el primer año dada la quita de subsidios. En los años subsiguientes se asume que la tarifa sigue a la variación del precio del gas⁶.

3.3 – Evaluación económica financiera

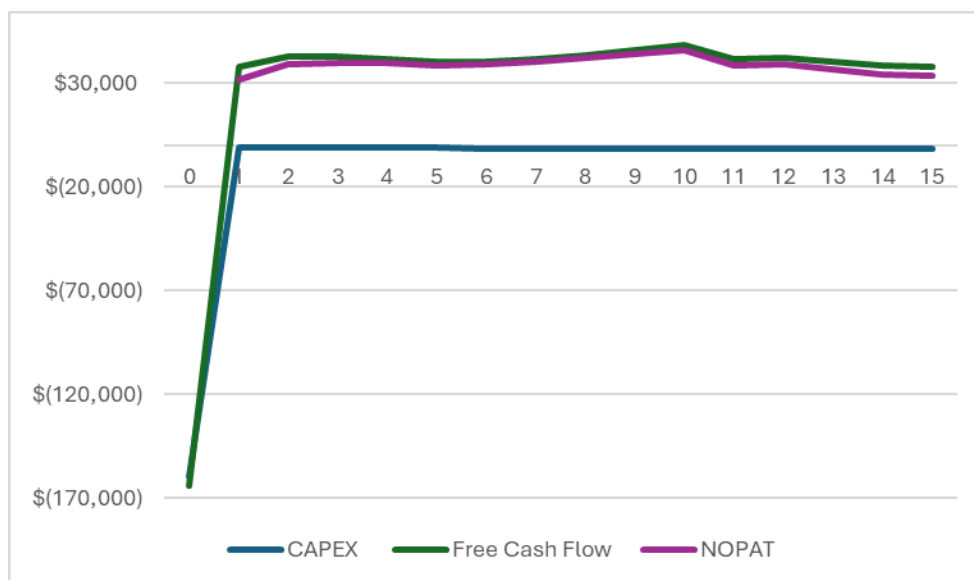
El siguiente gráfico resume la *performance* de las métricas clave del modelo al aplicar los supuestos detallados en el punto anterior:



Tal como se evidencia en el gráfico, el proyecto requiere una fuerte inversión en el momento cero, para luego arrojar un rendimiento bastante uniforme a lo largo de la vida del proyecto.

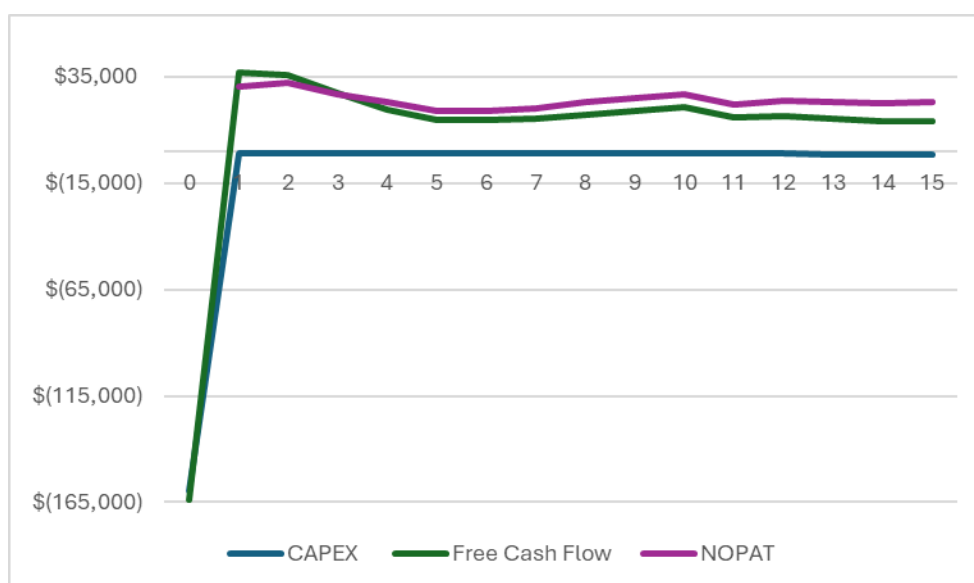
Si se seleccionara el escenario macro correspondiente a un modelo primario agroexportador exitoso, los resultados en cuanto al FCF y al NOPAT son mejores. Esto se debe a que el nivel de salarios proyectado en este modelo es mejor que el seleccionado para el caso base, influyendo directamente en la demanda proyectada.

⁶ fuente: <https://www.binance.com/es-AR/price-prediction/gas>



Por último, bajo el escenario de “colapso por atraso cambiario insostenible”, siendo este el escenario más pesimista de los tres, si bien la performance en el primer año es similar, puede observarse una caída abrupta en el FCF y el NOPAT a partir del año 2.

Otra vez, la variable que explica la caída en el rendimiento del proyecto es el nivel de salarios. Este escenario supone un incremento de apenas 1% en el año 3, seguido por salarios a la baja en los siguientes seis años. Esto impacta directamente en el nivel de ocupación proyectado en el natatorio.



Volviendo al caso base, el VAN del proyecto es de USD 70.334, descontando el flujo de fondos a una tasa de 12.05 correspondiente a la WACC (costo de capital promedio por sus siglas en inglés).

En esta valuación se consideraron los siguientes elementos en el cálculo de la WACC:

- Costo de capital propio: rendimiento de un bono en argentina⁷, 11,1%, multiplicado por el β del sector⁸, 0.81, y el *risk premium* de USA (Prima implícita de riesgo de mercado en base a SP500 cotización al 22/11/2024), de 2.5%.
- Considerando un apalancamiento de 0.3, el β *levered* es de 0.97, resultando en un costo de capital propio de 13.5%
- Considerando la tasa de la deuda en 11.1% y la deducción de IIGG del 35%, el costo de la deuda es de 7.2%,
- Esto resulta en una WACC del 12.05%.

3.4 – Propuesta de financiamiento

Teniendo en cuenta la envergadura y tipo de negocio, la emisión de Obligaciones Negociables no es una opción de financiamiento. Por lo tanto se deberá acudir a una entidad bancaria.

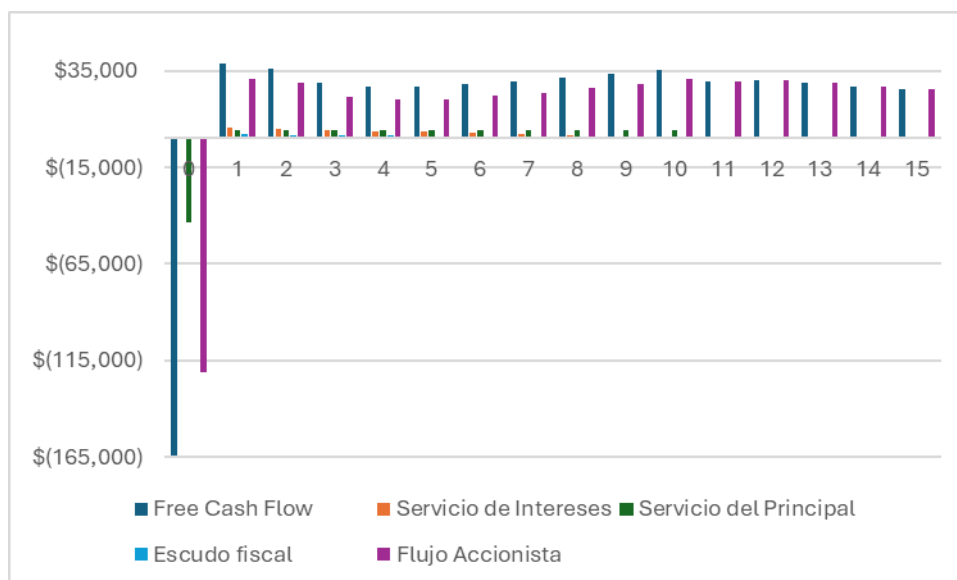
Cabe destacarse que en Argentina aún no se ha reactivado el sistema crediticio completamente. Los préstamos en dólares están limitados a aquellos negocios que generan ingresos en esa misma moneda. Si bien el gobierno ha anunciado la intención de habilitar el acceso libre a préstamos en moneda extranjera, a la fecha de publicación de este trabajo esto no ha ocurrido aún. En consecuencia se asume el acceso a financiación a una tasa del 12%, bajo un esquema de amortización alemán, por un periodo de 10 años, alineado con la tasa de un préstamos PyME en Estados Unidos.

A fin de mantener una relación deuda/capital razonable y saludable para el proyecto, el nivel de endeudamiento se asume al 30%.

El siguiente gráfico muestra la evolución del FCF y el valor para el accionista a través de los años. Cómo se asume la toma de deuda a 10 años para financiar la inversión inicial, a partir del periodo 11, el FCF iguala al flujo para los accionistas.

⁷ Se considera como tasa libre de riesgo de Argentina el rendimiento de un bono corporativo en lugar de un bono del Tesoro argentino, dada la existencia de la anomalía de que la deuda corporativa cotiza a mayor precio que un bono soberano de igual *duration*.

⁸ [Damodaran Online: Home Page for Aswath Damodaran](#); β por industria, sector recreación.



3.5 – Análisis de valuación bajo premisas “caso base”

Bajo las premisas macro y los escenarios proyectados para las variables clave, el modelo arroja las siguientes métricas:

- VAN: USD 70.334,-
- TIR: 19.3%
- TIRM: 14.6%
- Payback: 5 años

4 – Análisis de sensibilidad y riesgo

4.1 – Formulación de escenarios alternativos

Los escenarios macro alternativos evaluados en este proyecto fueron provistos por el profesor Oscar A. De Leo. Estos son:

- Afianzamiento del Modelo Primario Exportador

Contraste marcado entre la prosperidad de los sectores extractivos y el peligro de cierre de la industria manufacturera. Gobierno consigue implementar un canje de deuda soberana externa a un *exit yield* de 10% alargando plazos de amortización de capital. El FMI esta dispuesto a otorgar fondos frescos para facilitar esa operación en una línea FCL (línea de crédito flexible) para que opere en forma contingente como garantía de pagos de la deuda con acreedores privados. El BCRA reduce a 1% el *crawling peg*, los precios de transables convergen a la inflación internacional, mientras que los servicios sostienen la inflación por encima de la pauta del *crawling*. Los ingresos de mayores exportaciones e inversiones bajo el RIGE y el aumento de la demanda de dinero permiten acumular

reservas y rollear los vencimientos de la deuda soberana en pesos. Una vez que la deuda en pesos alarga sus plazos significativamente y las reservas internacionales netas llegan a 15 mil millones se abre el "cepo" pero sosteniendo un tipo de cambio fijo. Se reducen impuestos en la medida que también lo hacen los gastos por de la Administración Central. Hay indicios de "enfermedad holandesa" que una vez hechas las reformas estructurales se enfrentan al dar salida a las divisas vía importaciones por apertura comercial con bajas de aranceles y pagos de servicios de la deuda soberana con superávit fiscal. El crecimiento es constante, pero con marcada disparidad entre sectores, expansión de los sectores primarios extractivos se verifica junto al achicamiento de los sectores dedicados al mercado interno.

		PROMEDIOS ANUALES			
		desde: 2025	2030	2035	
	hasta:	2029	2034	2039	
	2023				
Tasa de Crecimiento	-3.6%	2.5%	2.6%	1.7%	
Tipo de Cambio Real	77	73	76	81	
<i>TCRM (índice eop) 17Dic2015=100</i>					
Salario Real	94	94	96	97	
<i>W/IPC (eop) DIC 2015 =100</i>					
Salario en USD al TC oficial	82	92	95	98	
Tasa Inflación Anual	119.3%	8.8%	2.7%	1.9%	
Brecha Cambiaria	17.2%	2.4%	0.0%	0.0%	
Riesgo País	1370	390	300	300	

- Atraso cambiario insostenible y colapso

El gobierno actual se concentra en la convergencia de la tasa de inflación a la pauta cambiaria descendente. Sin embargo, la evolución al alza de los precios de los servicios continúa reduciendo el tipo de cambio real. Las importaciones crecen por encima de la media histórica a producto, fruto del atraso cambiario y de la apertura de la economía. La producción agrícola se estanca y también sus exportaciones. Las exportaciones petroleras y de gas sostienen la oferta de dólares, pero no son suficientes para que el BCRA pueda acumular divisas. La falta de acumulación de reservas, hacen caer la demanda de dinero, escapándose la brecha aún con "cepo" el cual no puede relajarse. La deuda soberana en pesos muestra dificultades para rollearse. La tasa de interés sube, se contrae el crédito. La actividad y el empleo caen, el gobierno pierde el apoyo de los gobernadores colaboracionistas, el superávit fiscal no puede sostenerse por caída de la recaudación. El gobierno no logra ser reelegido y resurge una nueva fuerza que ensaya un plan heterodoxo similar al Plan Austral basado en un salto devaluatorio compensado con retenciones, con acuerdo de precios y salarios y aumento de impuestos, quitas de

exenciones como la eliminación de "gastos tributarios".

		PROMEDIOS ANUALES		
		desde: 2025	2030	2035
		hasta: 2029	2034	2039
	2023			
Tasa de Crecimiento	-3.6%	2.0%	3.4%	2.8%
Tipo de Cambio Real	77	82	93	100
<i>TCRM (índice eop) 17Dic2015=100</i>				
Salario Real	94	94	99	102
<i>W/IPC (eop) DIC 2015 =100</i>				
Salario en USD al TC oficial	82	81	80	85
Tasa Inflación Anual	119.3%	18.3%	3.7%	2.3%
Brecha Cambiaria	12.6%	13.1%	11.6%	9.0%
Riesgo País	1370	920	760	500

Tanto en los escenarios 1 “Modelo primario exportador exitoso” y 2 “Ajustes al modelo primario exportador” arrojan un VAN positivo y una TIR por encima del costo de capital. Solo en el caso del escenario 3 “Colapso por atraso cambiario” se obtiene un VAN positivo, pero de apenas USD 4.018, con una TIR de 11.4%, 66 BPS por debajo de la WACC.

Tal como se analizó en el punto 3.3 de este trabajo, la variable que resulta un diferencial en el modelo es el nivel de salarios para cada uno de los escenarios. Esto se debe a que el nivel de los salarios afecta directamente al nivel de demanda en el modelo: se ha asumido una correlación de 0.8 entre ambas variables.

4.2 – Análisis de tablas de sensibilidad

La siguiente tabla muestra el VAN para cada uno de los escenarios macro alternativos:

	1. Modelo primario exportador exitoso	2. Ajustes al modelo primario exportador	3. Colapso por atraso cambiario insostenible	Valor esperado
Probabilidad	30%	40%	30%	
Valor Esperado	USD 156.011	USD 72.373	USD 4.018	USD 76.958

Seleccionando el escenario macro con mayor probabilidad, el número 2 “Ajuste al modelo primario exportador”, se obtiene la siguiente matriz al combinar los escenarios alternativos planteados para las variables propias del modelo: precio del gas y precios relativos de las suscripciones:

ESCENARIOS de PRECIOS Relativos de las suscripciones

Precio del gas		Descenso monótono	Descenso cíclico	Constantes	Ascenso Cíclico	Ascenso monótono
	Suba muy alta	-\$118,377	-\$68,667	-\$16,256	\$38,693	\$93,051
	Suba alta	\$26,606	\$72,373	\$124,785	\$179,374	\$234,092
	Mantiene	\$111,230	\$156,998	\$209,409	\$264,358	\$318,716
	Baja	\$133,797	\$179,564	\$231,976	\$286,925	\$341,283
	Baja abrupta	\$167,646	\$213,414	\$265,826	\$320,774	\$375,132

Valor Máx. \$375,132

Valor Mín. -\$118,377

Los resultados más probables son aquellos coloreados en verde en la tabla anterior, estos tres resultados acumulan un 40% de probabilidad. Siendo \$72,373, correspondiente a la intersección de un descenso cíclico en los precios de las suscripciones con una suba alta del precio del gas, el valor más probable con un 15% de probabilidad de ocurrencia.

Asimismo, la probabilidad de obtener un VAN por debajo del proyectado en el caso base es del 10%, ver celdas coloreadas en rojo en la tabla anterior. Esta situación se daría ante una suba en la tarifa del gas por encima del 200%, sumado a un descenso en los precios del sector, o incluso con una suba moderada en estos.

4.3 – Planteo de árbol de decisión

Considerando que en caso de darse el escenario macro 3 “Colapso por atraso cambiario insostenible”, la TIR y la TIR modificada quedan por debajo del costo de capital, se realizó la siguiente evaluación utilizando un árbol de decisión, ponderando cada escenario según su probabilidad de ocurrencia. Además, se utilizó la WACC para descontar los flujos y calcular el valor actual de cada escenario.

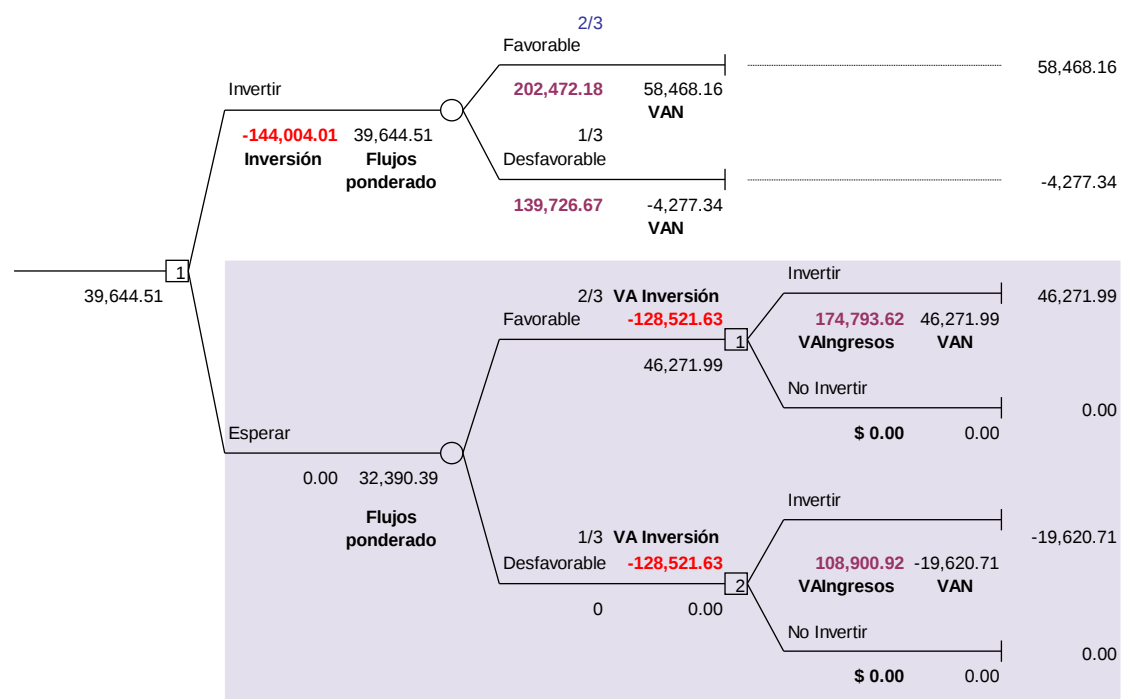
En caso de realizar la inversión en el periodo 0, el valor de esta es de USD 144.004. En caso de darse el escenario macro 2 “Ajustes al modelo primario exportador”, el VAN del proyecto es USD 58,468; mientras que en caso de verificarse el escenario 3 “Colapso por atraso cambiario insostenible”, el VAN sería de (USD 4.277). Ponderando cada escenario por su probabilidad de ocurrencia, se obtiene un valor de USD 39.645 para los flujos esperados al invertir en el periodo 0.

En caso de optar por esperar un periodo de un año y verificar qué escenario macro se ha desarrollado efectivamente, el valor actual de realizar la inversión dentro de un año es USD 128.522. Mientras que el valor actual de los flujos en caso de darse el escenario macro 2, es

de USD 46,272; en caso de haberse verificado el escenario 3 la opción lógica sería no invertir dado que el valor actual en ese escenario sería de (USD 19.621). Al ponderar por su probabilidad de ocurrencia, se obtiene un valor de USD 32.390 para los flujos esperados en caso esperar un año para realizar la inversión.

Como resultado, la recomendación es realizar la inversión en el periodo 0, ya que el valor actual de invertir en este periodo es mayor que el valor actual de esperar un año para realizar el proyecto.

A continuación, el árbol de decisión representado gráficamente:



Finalmente, cabe destacar que retirarse del proyecto antes de finalizar el contrato de concesión no es una opción atractiva considerando que el 100% de la inversión debe realizarse al inicio y en caso de retirarse no hay posibilidades de recuperarla ya que las mejoras de infraestructura quedan a favor del Club Podestá según el contrato mencionado.

5 – Informe final

5.1 – Resumen de la evaluación y conclusiones

Del análisis realizado se destaca que en dos de los tres escenarios macro analizados el VAN resulta positivo y la TIR supera el costo del capital; mientras que en el único escenario donde el rendimiento del proyecto no es óptimo, el VAN continúa siendo positivo y la TIR se

posiciona apenas por debajo del costo del capital con una diferencia de 66 BPS.

En cuanto a los riesgos, es pertinente destacar que el modelo soporta un estrés amplio en las variables identificadas como críticas:

- El precio del gas debería incrementarse en más de un 125% para que el modelo, bajo el escenario macro número 2, arroje una TIR por debajo del costo del capital.
- En cuanto al precio de las suscripciones, el modelo soporta una caída del 15% en el precio durante los primeros 9 años, manteniendo el VAN positivo y la TIR por encima del costo de capital en 224 BPS.

El siguiente cuadro compara los indicadores más relevantes para cada uno de los escenarios macro:

	1. Modelo primario exportador exitoso	2. Ajustes al modelo primario exportador	3. Colapso por atraso cambiario insostenible
Probabilidad	30%	40%	30%
Valor Esperado	USD 156.011	USD 72.373	USD 4.018
TIR	27.5%	19.3%	11.4%
TIRM	17.1%	14.6%	11.8%
Payback	3.6 años	4.9 años	6.9 años

6 – Anexos

6.1 – Estados financieros proyectados

ESTADO DE RESULTADOS
Natatorio Club Podestá
USD

	1	2	3	4	5	6	7	8
Ventas Locales	204,454.2	202,353.5	186,416.0	185,450.5	187,901.6	192,431.1	195,758.6	199,954.9
Exportaciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Ventas Brutas	204,454.2	202,353.5	186,416.0	185,450.5	187,901.6	192,431.1	195,758.6	199,954.9
Regalías	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Impuesto a los Ingresos Brutos	1,840.1	1,821.2	1,677.7	1,669.1	1,691.1	1,731.9	1,761.8	1,799.6
Ingresos Netos	202,614.1	200,532.3	184,738.3	183,781.4	186,210.4	190,699.3	193,996.8	198,155.3
(-) Costo Vble de Producción	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Costo Vble de Comercialización	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Contribución Marginal	202,614.1	200,532.3	184,738.3	183,781.4	186,210.4	190,699.3	193,996.8	198,155.3
Margen de Contribución %	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
(-) Gastos de Planta	144,288.3	144,440.5	139,957.7	140,665.8	142,892.8	145,118.1	146,371.8	147,513.1
(-) Gastos de Estructura	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Impuesto a las Transferencias Bancarias	1,620.9	1,604.3	1,477.9	1,470.3	1,489.7	1,525.6	1,552.0	1,585.2
(+) Otros Ingresos/ Egresos Operativos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Depreciaciones Bienes de Uso	1,127.1	1,227.7	1,277.3	1,358.6	1,452.2	1,550.6	1,644.7	1,740.6
(-) Amortización Cargos Diferidos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(+) Resultado por Exposición a la Devaluación al Tipo de cambio comercial o único	-620.1	1,658.5	1,744.8	755.8	387.2	264.2	269.2	248.8
Utilidad Operativa	54,957.7	54,918.3	43,770.0	41,042.6	40,763.0	42,769.1	44,697.5	47,565.1
(-) Impuesto a las Ganancias Operativo	19,235.2	19,221.4	15,319.5	14,364.9	14,267.1	14,969.2	15,644.1	16,647.8
Util. Operativa después de Imp. a las Gcias	35,722.5	35,696.9	28,450.5	26,677.7	26,496.0	27,799.9	29,053.3	30,917.3
Margen Operativo %	17.6%	17.8%	15.4%	14.5%	14.2%	14.6%	15.0%	15.6%
(+) Otros Ingresos/ Egresos No Operativos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Intereses Pagados	5,558.7	5,002.8	4,447.0	3,891.1	3,335.2	2,779.4	2,223.5	1,667.6
(+) Deducción IIGG por Intereses Pagados	1,945.5	1,751.0	1,556.4	1,361.9	1,167.3	972.8	778.2	583.7
(+) Intereses Ganados	0.0	-121.8	-236.1	1,287.5	607.9	1,097.3	1,011.7	337.6
(-) IIGG por Intereses Ganados	0.0	-42.6	-82.6	450.6	212.7	384.1	354.1	118.2
(-) Impuesto a las Ganancias - No Operativo-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utilidad Neta	32,109.4	32,365.9	25,406.5	24,985.4	24,723.2	26,706.6	28,265.7	30,052.8

	9	10	11	12	13	14	15
Ventas Locales	204,683.1	209,349.1	212,333.5	215,179.8	213,130.8	211,172.5	211,148.4
Exportaciones	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Total Ventas Brutas	204,683.1	209,349.1	212,333.5	215,179.8	213,130.8	211,172.5	211,148.4
Regalías	0.0	0.0	10,616.7	10,759.0	10,656.5	10,558.6	10,557.4
Impuesto a los Ingresos Brutos	1,842.1	1,884.1	1,911.0	1,936.6	1,918.2	1,900.6	1,900.3
Ingresos Netos	202,841.0	207,465.0	199,805.8	202,484.2	200,556.1	198,713.3	198,690.6
(-) Costo Vble de Producción	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Costo Vble de Comercialización	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Contribución Marginal	202,841.0	207,465.0	199,805.8	202,484.2	200,556.1	198,713.3	198,690.6
Margen de Contribución %	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
(-) Gastos de Planta	148,851.7	150,206.9	151,767.1	153,287.0	154,517.5	155,785.4	156,989.5
(-) Gastos de Estructura	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Impuesto a las Transferencias Bancarias	1,622.7	1,659.7	1,598.4	1,619.9	1,604.4	1,589.7	1,589.5
(+) Otros Ingresos/ Egresos Operativos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Depreciaciones Bienes de Uso	1,840.6	1,942.8	2,049.8	2,159.8	2,271.2	2,386.0	2,502.2
(-) Amortización Cargos Diferidos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(+) Resultado por Exposición a la Devaluación al Tipo de cambio comercial o único	228.0	231.3	211.7	210.8	213.2	193.5	193.8
Utilidad Operativa	50,754.0	53,886.9	44,602.2	45,628.4	42,376.2	39,145.7	37,803.2
(-) Impuesto a las Ganancias Operativo	17,763.9	18,860.4	15,610.8	15,969.9	14,831.7	13,701.0	13,231.1
Util. Operativa después de Imp. a las Gcias	32,990.1	35,026.5	28,991.4	29,658.5	27,544.5	25,444.7	24,572.1
Margen Operativo %	16.3%	16.9%	14.5%	14.6%	13.7%	12.8%	12.4%
(+) Otros Ingresos/ Egresos No Operativos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Intereses Pagados	1,111.7	555.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(+) Deducción IIGG por Intereses Pagados	389.1	194.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(+) Intereses Ganados	-584.6	-1,781.3	-2,265.6	-2,512.0	-2,763.0	-2,994.8	-3,206.4
(-) IIGG por Intereses Ganados	-204.6	-623.5	-793.0	-879.2	-967.0	-1,048.2	-1,122.2
(-) Impuesto a las Ganancias - No Operativo-	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Utilidad Neta	31,887.5	33,507.3	27,518.8	28,025.6	25,748.6	23,498.1	22,487.9

CASH FLOW
Natatorio Club Podestá
USD

	0	1	2	3	4	5	6	7	8
(+) Utilidad Operativa		54,957.7	54,918.3	43,770.0	41,042.6	40,763.0	42,769.1	44,697.5	47,565.1
(-) Impuesto a las Ganancias Operativo		19,235.2	19,221.4	15,319.5	14,364.9	14,267.1	14,969.2	15,644.1	16,647.8
(+) Depreciaciones Bienes de Uso		1,127.1	1,227.7	1,277.3	1,358.6	1,452.2	1,550.6	1,644.7	1,740.6
(+) Depreciaciones Cargos Diferidos		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(+) Cash Flow Operativo		36,849.6	36,924.6	29,727.9	28,036.3	27,948.2	29,350.6	30,698.1	32,657.9
(-) Inversión Fija		159,810.4	1,217.7	1,221.8	1,227.0	1,237.4	1,253.0	1,268.6	1,299.3
(-) Inversión en Cargos Diferidos	#	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Inversión en Capital de Trabajo		4,160.2	-2,758.6	-560.3	-388.2	-49.8	-10.1	56.7	89.8
Cash Flow Operativo Neto		-163,970.6	38,390.5	36,263.1	28,889.0	26,848.7	26,705.3	28,025.3	29,360.6
(+) Otros Ingresos / Egresos No Operativos		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Impuesto a las Ganancias No Operativo		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow		-163,970.6	38,390.5	36,263.1	28,889.0	26,848.7	26,705.3	28,025.3	29,360.6
(+) Toma Fondos Deuda Estructural		43,191.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Servicio Principal Deuda Estructural		4,319.1	4,319.1	4,319.1	4,319.1	4,319.1	4,319.1	4,319.1	4,319.1
(-) Servicio Intereses Deuda Estructural		5,558.7	5,002.8	4,447.0	3,891.1	3,335.2	2,779.4	2,223.5	1,667.6
(+) Deducción IIGG por Intereses Pagados		1,945.5	1,751.0	1,556.4	1,361.9	1,167.3	972.8	778.2	583.7
Flujo del Accionista		-120,779.4	30,458.3	28,692.2	21,679.4	20,000.3	20,218.3	21,899.6	23,596.2
(+) Aporte de Capital		120,779.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Pago de Dividendos		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(+) Colocaciones (Toma de Fondos) Corto Plazo		0.0	30,458.3	28,570.3	21,443.3	20,837.2	20,613.4	22,612.8	24,253.8
(+) Intereses Cobrados(Pagados) Corto Plazo		0.0	0.0	-121.8	-236.1	1,287.5	607.9	1,097.3	1,011.7
(-) Impuesto a las Ganancias por Intereses Ganados (Pagados)		0.0	0.0	0.0	450.6	212.7	384.1	354.1	118.2
Total Fuente de Financiamiento		163,970.6	-38,390.5	-36,263.1	-28,889.0	-26,848.7	-26,705.3	-28,025.3	-29,360.6

	9	10	11	12	13	14	15
(+) Utilidad Operativa	50,754.0	53,886.9	44,602.2	45,628.4	42,376.2	39,145.7	37,803.2
(-) Impuesto a las Ganancias Operativo	17,763.9	18,860.4	15,610.8	15,969.9	14,831.7	13,701.0	13,231.1
(+) Depreciaciones Bienes de Uso	1,840.6	1,942.8	2,049.8	2,159.8	2,271.2	2,386.0	2,502.2
(+) Depreciaciones Cargos Diferidos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(+) Cash Flow Operativo	34,830.7	36,969.2	31,041.2	31,818.3	29,815.7	27,830.7	27,074.3
(-) Inversión Fija	1,318.2	1,339.4	1,363.3	1,389.7	1,416.2	1,443.2	1,470.7
(-) Inversión en Cargos Diferidos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Inversión en Capital de Trabajo	98.7	96.1	31.3	31.3	-122.4	-114.5	-45.7
Cash Flow Operativo Neto	33,413.7	35,533.7	29,646.6	30,397.3	28,521.9	26,502.0	25,649.3
(+) Otros Ingresos / Egresos No Operativos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Impuesto a las Ganancias No Operativo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Free Cash Flow	33,413.7	35,533.7	29,646.6	30,397.3	28,521.9	26,502.0	25,649.3
(+) Toma Fondos Deuda Estructural	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Servicio Principal Deuda Estructural	4,319.1	4,319.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Servicio Intereses Deuda Estructural	1,111.7	555.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(+) Deducción IIGG por Intereses Pagados	389.1	194.6	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Flujo del Accionista	28,372.0	30,853.3	29,646.6	30,397.3	28,521.9	26,502.0	25,649.3
(+) Aporte de Capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(-) Pago de Dividendos	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
(+) Colocaciones (Toma de Fondos) Corto Plazo	27,787.4	29,072.0	27,381.0	27,885.3	25,758.9	23,507.1	22,442.9
(+) Intereses Cobrados(Pagados) Corto Plazo	-584.6	-1,781.3	-2,265.6	-2,512.0	-2,763.0	-2,994.8	-3,206.4
(-) Impuesto a las Ganancias por Intereses Ganados (Pagados)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

EVOLUCIÓN PATRIMONIO NETO
Natatorio Club Podestá
USD

	0	1	2	3	4	5	6	7	8
Capital	120,779.4	120,779.4	120,779.4	120,779.4	120,779.4	120,779.4	120,779.4	120,779.4	120,779.4
Reserva Legal	0.0	1,605.5	3,223.8	4,494.1	5,743.4	6,979.5	8,314.8	9,728.1	11,230.8
Resultados No Asignados	0.0	30,503.9	61,251.5	85,387.7	109,123.8	132,610.8	157,982.1	184,834.5	213,384.7
PATRIMONIO NETO	120,779.4	152,888.8	185,254.6	210,661.2	235,646.5	260,369.7	287,076.3	315,342.1	345,394.9

	9	10	11	12	13	14	15
Capital	120,779.4	120,779.4	120,779.4	120,779.4	120,779.4	120,779.4	120,779.4
Reserva Legal	12,825.1	14,500.5	15,876.4	17,277.7	18,565.2	19,740.1	20,864.5
Resultados No Asignados	243,677.8	275,509.7	301,652.5	328,276.9	352,738.0	375,061.2	396,424.7
PATRIMONIO NETO	377,282.3	410,789.6	438,308.4	466,334.0	492,082.6	515,580.7	538,068.6

RESULTADO FINANCIERO
Natatorio Club Podestá
USD

0	1	2	3	4	5	6	7	8
---	---	---	---	---	---	---	---	---

Tasas de Interés Nominal Anual

Tasa deuda estructural anual en dólares	12.9%	-6.5%	2.0%	2.0%	4.0%	3.0%	3.3%	3.1%	2.6%
Spread soberana (bps)	-1500	-1200	-700	-600	-300	-300	-220	-190	-190
Tasa deuda Corto Plazo anual en dólares	11.7%	-7.4%	1.1%	1.1%	3.1%	2.1%	2.4%	2.2%	1.7%
Spread duration (bps)	-120	-90	-90	-90	-90	-90	-90	-90	-90
Tasa Pasiva Colocaciones anual en dólares	10.2%	-8.9%	-0.4%	-0.4%	1.6%	0.6%	0.9%	0.7%	0.2%
Spread Activa-Pasiva corto plazo	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15

EXCEDENTES NO DISTRIBUIDOS

Inicial	0.0	0.0	30,458.3	59,028.6	80,471.9	101,309.1	121,922.5	144,535.3	168,789.2
Colocación (Cancelación)	0.0	30,458.3	28,570.3	21,443.3	20,837.2	20,613.4	22,612.8	24,253.8	26,085.2
Intereses Devengados	0.0	0.0	-121.8	-236.1	-1,287.5	607.9	1,097.3	1,011.7	337.6
Intereses (Cobrados)Pagados	0.0	0.0	121.8	236.1	-1,287.5	-607.9	-1,097.3	-1,011.7	-337.6
Saldo Excedentes no Distribuidos	0.0	30,458.3	59,028.6	80,471.9	101,309.1	121,922.5	144,535.3	168,789.2	194,874.3

Posicion Deuda Estructural

Inicial	0.0	43,191.2	38,872.1	34,552.9	30,233.8	25,914.7	21,595.6	17,276.5	12,957.4
Endeudamiento	43,191.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intereses Devengados	0.0	5,558.7	5,002.8	4,447.0	3,891.1	3,335.2	2,779.4	2,223.5	1,667.6
Servicio de Intereses	0.0	5,558.7	5,002.8	4,447.0	3,891.1	3,335.2	2,779.4	2,223.5	1,667.6
Servicio del Principal	0.0	4,319.1	4,319.1	4,319.1	4,319.1	4,319.1	4,319.1	4,319.1	4,319.1
Saldo Deuda Estructural	43,191.2	38,872.1	34,552.9	30,233.8	25,914.7	21,595.6	17,276.5	12,957.4	8,638.2

9	10	11	12	13	14	15
---	----	----	----	----	----	----

Tasas de Interés Nominal Anual

Tasa deuda estructural anual en dólares	2.1%	1.6%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
Spread soberana (bps)	-190	-190	-150	-150	-150	-150	-150
Tasa deuda Corto Plazo anual en dólares	1.2%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
Spread duration (bps)	-90	-90	-90	-90	-90	-90	-90
Tasa Pasiva Colocaciones anual en dólares	-0.3%	-0.8%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%	-0.9%
Spread Activa-Pasiva corto plazo	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-15

EXCEDENTES NO DISTRIBUIDOS

Inicial	194,874.3	222,661.7	251,733.7	279,114.7	306,999.9	332,758.8	356,265.9
Colocación (Cancelación)	27,787.4	29,072.0	27,381.0	27,885.3	25,758.9	23,507.1	22,442.9
Intereses Devengados	-584.6	-1,781.3	-2,265.6	-2,512.0	-2,763.0	-2,994.8	-3,206.4
Intereses (Cobrados)Pagados	584.6	1,781.3	2,265.6	2,512.0	2,763.0	2,994.8	3,206.4
Saldo Excedentes no Distribuidos	222,661.7	251,733.7	279,114.7	306,999.9	332,758.8	356,265.9	378,708.8

Posicion Deuda Estructural

Inicial	8,638.2	4,319.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Endeudamiento	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intereses Devengados	1,111.7	555.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Servicio de Intereses	1,111.7	555.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Servicio del Principal	4,319.1	4,319.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Saldo Deuda Estructural	4,319.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

VALUACIÓN
Natatorio Club Podestá
USD

2. AJUSTES AL MODELO PRIMARIO EXPORTADOR
CASH FLOW OPERATIVO
Inversión en Capital de Trabajo
CAPEX
Free Cash Flow

0	1	2	3	4	5	6	7
0.0	36849.6	36924.6	29727.9	28036.3	27948.2	29350.6	30698.1
-4160.2	2758.6	560.3	388.2	49.8	10.1	-56.7	-54.6
-159810.4	-1217.7	-1221.8	-1227.0	-1237.4	-1253.0	-1268.6	-1282.9
-163970.6	38390.5	36263.1	28889.0	26848.7	26705.3	28025.3	29360.6

Renta Permanente
Tasa de reinversión
Rendimiento de la Inversión (TIR Nuevos Proyectos (tasa real))
Tasa real de descuento último periodo (% anual)
EVA % sobre Tasa de descuento real
Tasa de Crecimiento

0.0%
11.0%
10.05%
1.00%
0.00%

	-163970.6	38390.5	36263.1	28889.0	26848.7	26705.3	28025.3	29360.6
Resultado por Ajuste por BRECHA CAMBIARIA sobre CASH FLOW OPERATIVO y WC	611.2	-9140.4	-3407.7	-1434.1	0.0	0.0	0.0	0.0
Resultado por Ajuste por BRECHA CAMBIARIA sobre CAPEX	23480.1	281.0	111.1	58.4	0.0	0.0	0.0	0.0
FREE CASH FLOW DEL PROYECTO	-139879.2	29531.2	32966.5	27513.4	26848.7	26705.3	28025.3	29360.6
	1.0000	0.9447	0.8431	0.7525	0.6716	0.5994	0.5349	0.4774
Flujo Acumulado	-139879.2	-111980.6	-84185.1	-63481.4	-45450.1	-29443.3	-14451.3	-433.6
VALOR PROYECTO	72373.3	USD						

RESULTADO POR BRECHA DEUDA ESTRUCTURADA	-4124.8	1481.7	550.8	271.3	0.0	0.0	0.0	0.0
	1.0000	0.9488	0.8542	0.7690	0.6923	0.6232	0.5611	0.5051
VALOR por BRECHA CAMBIARIA sobre DEUDA	-2039.8							

VALOR TOTAL PROYECTO	70333.5	USD						
----------------------	---------	-----	--	--	--	--	--	--

2. AJUSTES AL MODELO PRIMARIO EXPORTADOR
CASH FLOW OPERATIVO
Inversión en Capital de Trabajo
CAPEX
Free Cash Flow

8	9	10	11	12	13	14	15
32657.9	34830.7	36969.2	31041.2	31818.3	29815.7	27830.7	27074.3
-89.8	-98.7	-96.1	-31.3	-31.3	122.4	114.5	45.7
-1299.3	-1318.2	-1339.4	-1363.3	-1389.7	-1416.2	-1443.2	-1470.7
31268.8	33413.7	35533.7	29646.6	30397.3	28521.9	26502.0	25649.3

	31268.8	33413.7	35533.7	29646.6	30397.3	28521.9	26502.0	25649.3
	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Resultado por Ajuste por BRECHA CAMBIARIA sobre CASH FLOW OPERATIVO y WC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Resultado por Ajuste por BRECHA CAMBIARIA sobre CAPEX	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
FREE CASH FLOW DEL PROYECTO	31268.8	33413.7	35533.7	29646.6	30397.3	28521.9	26502.0	25649.3
	0.4261	0.3803	0.3394	0.3029	0.2703	0.2413	0.2153	0.1922
Flujo Acumulado	12890.0	25596.9	37657.1	46637.5	54855.2	61737.0	67443.9	72373.3
VALOR PROYECTO								
RESULTADO POR BRECHA DEUDA ESTRUCTURADA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
	0.4547	0.4094	0.3685	0.3318	0.2987	0.2689	0.2421	0.2179

AUTORIZACIÓN PUBLICACIÓN DEL TRABAJO FINAL

Completar cada punto con SI o NO:

- **Repositorio Institucional:** (completar con SI o NO)

SI autorizo a la Universidad del CEMA a publicar y difundir en el Repositorio Institucional de la Universidad de la Biblioteca con fines exclusivamente académicos y didácticos el Trabajo Final de mi autoría.

- **Catálogo en línea** (completar con SI o NO)

SI autorizo a la Universidad del CEMA a publicar y difundir en el Catálogo en línea (acceso con usuario y contraseña) de la Biblioteca con fines exclusivamente académicos y didácticos el Trabajo Final de mi autoría.

- **Página web UCEMA** (completar con SI o NO):

SI autorizo a la Universidad del CEMA a publicar y difundir en la página web de la Universidad como Trabajo destacado, si el mismo obtuviese la distinción correspondiente, con fines exclusivamente académicos y didácticos el Trabajo Final de mi autoría.

Firma del Autor: _____

Nombre y Apellido del Autor: Ronconi Analiz

DNI Nro.del Autor: DNI 32358401