



BANCO DE LA NACIÓN ARGENTINA

PRENSIDENCIA

Buenos Aires, 14 de enero de 1993

BNE/NQ 39

Al señor Presidente de
Yacimientos Petrolíferos Fiscales S.A.
Ingeniero José A. Estenssoro



Me dirijo a Ud. a fin de adjuntarle la tasación
efectuada por el Banco Nacional de Desarrollo de la Destilería Dock
Sud de esa empresa.

Al hacerle saber que la factura correspondiente a
los honorarios profesionales por el trabajo realizado le será remitida
una vez concluida la valuación de la planta de aerosoles, saludo a Ud.
con mi mayor consideración.

[Handwritten signature]

[Handwritten mark]



Banco Nacional de Desarrollo



VALUACION DE LA DESTILERIA DOCK SUD - Y.P.F. S.A.

1.- Introducción

Y.P.F. S.A. ha presentado la valuación económica de la Destilería Dock Sud (Provincia de Buenos Aires) para proceder a su llamado a licitación en el marco del plan de privatización de la Empresa.

La tarea evaluativa fue realizada por la consultoría MERCHANT BANKERS ASOCIADOS. Una vez en posesión de la formulación original y preliminar de la misma se fueron analizando distintas hipótesis de trabajo y por aproximaciones sucesivas se consensuó su presentación final. Se señala, asimismo, que no se tuvo a la vista el tenor del pliego de licitaciones ni las obligaciones que recaerán sobre el adjudicatario en el futuro (contratos a la fazón con YPF y convenios preexistentes entre YPF y otras petroleras para el manejo del muelle de carga y descarga)

2.- Descripción de los Activos

La planta ocupa un predio de 32 has, lindantes con el Río de la Plata, el Arroyo Sarandí y la petrolera CBC en el área de refinerías de Dock Sud, partido de Avellaneda, Provincia de Buenos Aires. La superficie cubierta con instalaciones de producción, servicios y administración es de 24.000 m². Posee así, una excelente capacidad de expansión, además de una ubicación de privilegio, con vinculaciones por ductos, fluviales, ferroviarias y terrestres.

Está capacitada para producir combustibles, especialmente por destilación de petróleos livianos, aceites lubricantes y grasas. Las unidades de procesamiento y sus capacidades instaladas son:

Producto	Unidad	Capacidad Instalada
Combustible	Combinada (Topping-Vacío)	650 m ³ /día operativo (paro de 12 a 17 días/año).
Bases Lubricantes	Atmosférica	350 m ³ /día operativo (paro de 10 a 15 días).
Lubricantes	Acido-Contacto	2.000 m ³ /mes.
Lubricantes	Mezcla y Envasado	5.000 m ³ /mes.



Banco Nacional de Desarrollo



La Planta Combinada procesa crudos livianos, principalmente, procedentes de Tierra del Fuego, obteniéndose: Nafta Virgen, Base para Nafta Común, Solventes (Stoddard, "B", Destilado Base Insecticida, Aguarrás, etc.), Kerosene, Gas Oil, Gas Oil Turbonaval, Gas Oil Pesado para Cracking, Fuel Oil, Fuel Oil Parafínico y Diesel Oil. A partir de crudo Neuquén - Río Negro, se producen fondos asfálticos.

La Unidad Atmosférica utiliza como materias primas: producto contaminado (con agregado de cortes y recuperados), aceite usado y alquilado pesado. Produce nafta, kerosene, gas oil, fuel oil y cortes básicos para aceites.

La Planta de Acido refina los cortes básicos de aceite usado y alquilado pesado, realiza el tratamiento de solventes provenientes de la unidad combinada y agrega fluido etílico a las naftas.

La Planta de Contacto para la obtención de lubricantes procesa los cortes refinados de la Planta de Acido, cortes básicos provenientes de Destilería La Plata y corte para transformador.

En la Planta de Preparación y Envasado se elaboran los distintos tipos de aceites lubricantes.

La Planta de Grasas elabora grasas lubricantes y especialidades a partir de aceites bases, gas oil, fondos asfálticos y aditivos.

Se incluye en la transacción el Muelle "E" de la Dársena de Inflamables, el cual se halla en reconstrucción mediante convenio conjunto con Shell.

En el predio de la destilería se ubican tanques de almacenamiento de crudo y productos con una capacidad total de 110.000 m³. La Unidad de Almacenaje P-28, ubicada a 2 Km. de la planta, consta de 4 tanques para almacenamiento de bases de lubricantes provenientes de La Plata, con 14.000 m³. de capacidad.

Se cuenta también con distintos ductos internos y entre la Destilería y el Muelle E y Planta P-28.

3.- Valuación por Flujo de Fondos

MERCHANT BANKERS ha efectuado la valuación de acuerdo con la metodología del flujo de fondos de ingresos y egresos descontados a 10 años más una perpetuidad del último periodo a partir del undécimo año.

Considera los siguientes parámetros:

3.1.- Moneda de Cuenta

Dólares estadounidenses, paridad 1 a 1 con el peso, sin escalamientos.



Banco Nacional de Desarrollo

3.2.- Volúmenes de Actividad:

Se consideran los siguientes volúmenes anuales:

Producto	Planta	Volumen	% Capacidad
Combustibles	Topping y Vacío	215.000 m ³	94,5
Combustibles	Unidad Atmosférica	115.000 m ³	94
Lubricantes a Fazén	Lubricantes	34.211 m ³	
Lubricantes Marca Propia	Lubricantes	1.000 m ³	
		<u>35.211 m³</u>	56,5
Grasas a Fazén	Grasas	5.840 t	
Grasas Marca Propia	Grasas	100 t	
		<u>5.940 t</u>	49,5

3.3.- Ingresos:

Los ingresos anuales que percibe la Unidad Económica son:

a) Por venta de combustibles: la estimación se efectúa sobre la base de 330.000 m³ vendidos.

Gafney & Cline ha estimado el valor ex-refinería de la nafta en U\$S 138/m³ (promedio agosto '92). Por su parte, MSA, para la formulación estipula un valor promedio de los combustibles de U\$S 154,50,-. Con este precio se lleva a cero el ingreso neto de la Destilería, al absorber los costos operativos y el precio de la materia prima.

Por lo tanto, no se generan ingresos netos, siendo los brutos U\$S 6.800.000,-, para una venta de MU\$S 50.986,-.

b) Por venta de lubricantes: el proyecto prevé ingresos de U\$S 15.908.115,- por tarifas a fazén y de U\$S 800.000,- por ventas del producto con



Banco Nacional de Desarrollo



72

marca propia.

- c) Por venta de grasas: las tarifas a fazon permiten un ingreso de US\$ 4.146.400,- y por marcas propias, de US\$ 100.000,-.
- d) Por almacenaje: la disponibilidad de tanques para almacenaje de crudo y productos puede generar un ingreso adicional de US\$ 1.000.000,-.

3.4.- Egresos:

Los egresos que se imputan a la Unidad son:

- a) Costo de las Materias Primas: se toma:
- Precio del crudo proveniente de Tierra del Fuego (base WTI = US\$ 20,7/bbl) = US\$ 138,76/m3.
- Contaminado = US\$ 120,76/m3.
- b) Costos operativos fijos: el costo operativo actual de la Destilería Dock Sud es de US\$ 8.000.000 anuales. Se asume una reducción futura en los costos del 15% desde el primer año, con lo cual se ubican en US\$ 6.800.000,-

La misma relación se aplica para las plantas de lubricantes (de US\$ 5.000.000 a 3.100.000) y de grasas (de US\$ 1.400.000 a 1.190.000)

- c) Costos de insumos: para lubricantes y grasas los costos son:

Lubricantes: bases	\$ 320,0/m3
prepar. y envasado	\$ 164,9/m3
envases	\$ 144,0/m3
aditivos	\$ 133,0/m3
Grasas: bases	\$ 320,0/t
preparación y envasado	\$ 230,9/t
envases	\$ 175,0/t
aditivos	\$ 272,0/t

- d) Inversiones: Se proyectan inversiones protectivas del medio ambiente por US\$ 1.900.000,- distribuidas en 3 ejercicios.

Se incluye una inversión inicial de US\$ 1.400.000,- para ser atribuida al Muelle E, que sería percibida por Y.P.F. y Shell en partes iguales, de acuerdo a convenios preexistentes.

Además, se estima una inversión para mantenimiento y mejoras de eficiencia equivalente al 25% de las amortizaciones.



Banco Nacional de Desarrollo



e) Capital de Trabajo: se calculó para un mes de trabajo como requerimiento mínimo de caja y nivel de inventarios en U\$S 5.332.000,.

3.3.- Flujo de fondos:

En base a los parámetros establecidos se obtienen los siguientes resultados:

Tasa de Descuento (%)	Valor Presente (000U\$S)	Capital de Trabajo (000U\$S)	Inversión Inicial (1) (000U\$S)	Valor Actual Neto (000U\$S)
14	17.681	(5.332)	(1.400)	10.949
16	15.173	(5.332)	(1.400)	8.441
18	13.261	(5.332)	(1.400)	6.526
20	11.759	(5.332)	(1.400)	5.027

(1) Inversión en Muelle E.

4. Opinión Técnica

La Unidad de Negocio Destilería Dock Sud data del año 1933. Si bien sufrió adaptaciones sucesivas, las instalaciones destinadas a la destilación de crudo, elaboradoras de combustibles y solventes, muestran complicaciones de proceso, con la obtención de productos de baja calificación o muy específicos. Esta circunstancia conspira con la continuidad de la actividad en el futuro o requiere la adaptación estructural de la planta para otorgarle mejores posibilidades de producción. El nuevo propietario no podrá controlar una política de ventas similar a la desarrollada actualmente por Y.P.F., lo cual le restará posibilidades de inserción comercial y el mantenimiento de los precios.

Las plantas de aceites y de grasas, por su parte, resultan adecuadas y de buen rendimiento, al punto de que los productos que obtienen lideran el mercado nacional. Esta situación se estima que perdurará en lo sucesivo y con probabilidades de obtener mayor eficacia.

Existen, además, buenas y amplias instalaciones de almacenamiento de fluidos, capaces de asistir a las destilerías adyacentes, con el consiguiente provecho económico.

En base a lo expuesto, se considera que la Unidad es de gran aptitud para funcionar como productora de aceites y grasas, no resultando competitiva en la obtención de combustibles. Una alternativa atractiva puede ser su utilización como fábrica de lubricantes y depósito de fluidos propios o de terceros, con el beneficio de la posibilidad de aprovechar los terrenos lindantes para



Banco Nacional de Desarrollo



futuras expansiones.

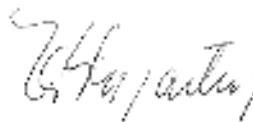
En cuanto a la metodología de evaluación, adoptada por MBA, se señala que su desarrollo es aceptado. Los datos que ésta incluye son del orden de magnitud de los que históricamente ha manejado esa Unidad de Negocios. Los resultados del flujo de fondos se muestran válidos en tanto se mantengan las presunciones de precios de venta de los productos y sus niveles de producción y se dé cumplimiento a los volúmenes y precios establecidos por el fazón.

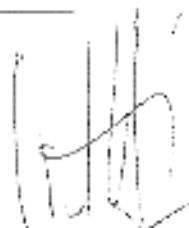
5.- Conclusiones



Considerando los condicionamientos técnico-económicos que presenta el Sector Destilería de la Unidad, reflejados en la incertidumbre de su continuidad operativa de manera competitiva en el mercado, se estima la existencia de un riesgo del negocio que justifica una tasa del orden del 15 al 16%, sobre la base de cálculo expresada por MBA.

Es de destacar que, la variación de los niveles de producción o de los precios de venta de los productos incluidos en la formulación, muestra una alta sensibilidad que afecta al resultado final. Esta situación debe ser contemplada, muy especialmente, al considerar el encuadre del negocio.

Buenos Aires, 13 de enero de 1993.


ING. MABEL MARTÍN
MAT. CP. ING. DUNICA 2023


ING. DANIEL A. SABIO
GEOLOGO N. P. 954
GERENCIA TECNICA



ING. ALBERTO H. V. DE
Gerente Técnico

CONFIDENCIAL



75

Método de Valuación

económica del conjunto de bienes objeto de la valuación, incluyendo, en ese flujo de fondos, el valor residual de esos bienes al final del período considerado o una estimación de dicho valor residual, a través de calcular una anualidad perpetua del flujo del último período considerado.

- En el cálculo del valor actual del flujo de fondos futuros intervienen tres factores principales:

- * La proyección de los montos de ingresos y egresos que determinan el flujo neto esperado;
- * el período en que esos flujos se producirán;
- * la tasa de descuento a aplicar, que debe contemplar el costo del capital y el riesgo implícito (incluyendo el riesgo país existente).

La proyección propiamente dicha requiere, entre otros aspectos, la previa determinación de los siguientes elementos:

- Definición del horizonte de la proyección (plazo).
- Elección del escenario macroeconómico a proyectar.
- Tasa de descuento a utilizar.
- Unidad de cuenta a emplear.
- El análisis y clasificación de la información:
 - * Estados Contables.
 - * Ventas.
 - * Precios de venta.
 - * Proyección anual de ventas.
 - * Estructura de costos.
 - * Matriz de insumo producto.
 - * Inventarios.
 - * Situación fiscal.
 - * Plan anual de inversiones.
 - * Estimación de la evolución futura de precios.
 - * Forma de pago a proveedores.
 - * Plazos y condiciones de venta
 - * Bienes de Uso; valor de libros y cálculo de las amortizaciones.
 - * Altas y bajas de bienes de uso planeadas.
 - * Otros.

CONFIDENCIAL



Método de Valuación

- Existen otros métodos de valuación que suelen ser utilizados, sobre todo como elemento de comparación y a efectos de contrastar sus resultados con los del FFD. Dos de tales métodos, comunmente aplicados internacionalmente, no presentan resultados relevantes o, en algunos casos, no pueden ser utilizados en Argentina:

Transacciones Comparables:

En países como los Estados Unidos, puede llegar a obtenerse una clara referencia sobre montos de transacciones comparables, debido a que existe un volumen considerable de operaciones con características similares entre sí, que determinan la existencia de un cierto mercado de, por ejemplo, venta de destilerías. Esta situación no se verifica en Argentina, a lo que se agrega además la dificultad de que Dock Sud es, más que una destilería propiamente dicha, una "fábrica de especialidades" difícilmente comparable a otras empresas.

Cotización Pública de Acciones

La cotización pública de las acciones de compañías, en países con mercados de capitales desarrollados, suele ser una referencia importante del valor total de tales compañías. Ello obedece a que hay una gran cantidad de empresas que ofrecen públicamente sus acciones, las cotizaciones reflejan con un cierto grado de aproximación el valor de las empresas y las proporciones del capital que son negociadas en el mercado son de magnitudes importantes. Una vez más esta situación no se verifica en Argentina, ya que la cantidad de empresas que cotizan en bolsa es reducida y no hay ninguna estrictamente comparable a Dock Sud.



Tasa de Descuento

La tasa de descuento es un factor determinante del valor presente de un flujo de fondos proyectado. Es por ello que su correcta estimación constituye un elemento fundamental en el trabajo de valuación de un negocio.

La tasa elegida y un razonable rango superior e inferior a ella, debe reflejar tanto el costo del capital teórico para el proyecto bajo análisis, como las componentes del riesgo específico involucradas, entre las que se destaca, en el caso argentino, el llamado "riesgo país".

El primer paso en la determinación de la tasa consiste, por lo tanto, en definir un costo del "equity" promedio teórico para empresas o proyectos similares al analizado. Si el proyecto tiene financiación, deberá también contemplarse el costo de dicha financiación en la proporción en que ésta participe del monto total de la inversión a realizar para obtener el costo del capital. En segundo lugar, se deberá estimar una tasa de riesgo adecuada para la valuación de la destilería Dock Sud.

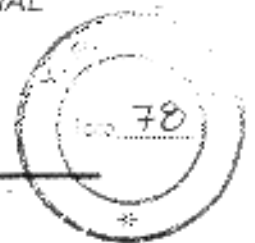
Basándose en una revisión de métodos analíticos alternativos, el Asesor Financiero propone integrar elementos de un modelo del mercado estadounidense -siguiendo las técnicas del "Capital Asset Pricing Model"- con datos indicativos del riesgo inherente a inversiones en Argentina. Con dichos valores se obtuvo un costo del "equity" del 20.6%.

Para el elemento de financiación por deuda se estimó una tasa del 15%.

Si se considera una combinación de Equity y Deuda en proporciones iguales, se puede estimar en base a la información anterior una tasa promedio de costo del capital del 15.6%.
(Ver Anexo).



Pautas Generales de la Proyección



Para realizar la proyección económico-financiera de la destilería, se utilizaron las siguientes pautas generales:

Reestructuración:

La transacción de venta tiene características especiales ya que no coincide la estructura a transferir con las condiciones de explotación actuales de la destilería, que está hoy inserta en la estructura global de YPF. Al carecer de estados contables que reflejen la actividad de la destilería en la forma en que ésta será transferida, hubo que reestructurar la información y hacer una estimación de dichos estados para la base de la proyección, a partir de una serie de datos y supuestos que son explicados en cada caso en particular.



Escisión:

Se separaron las actividades de la destilería propiamente dicha de la planta de aerosoles para el hogar. Para ello se asignaron a cada negocio los activos fijos correspondientes y se establecieron los ingresos y gastos de acuerdo con criterios de razonabilidad y teniendo en cuenta la forma en que será estructurada la transacción de venta.

Moneda de Cuenta:

Las proyecciones se realizaron utilizando dólares constantes como moneda de cuenta.

Inflación:

Si bien se trabajó en moneda constante, se estimó una tasa de inflación proyectada al solo efecto de medir su incidencia en los resultados por exposición a la inflación sobre los activos expuestos.

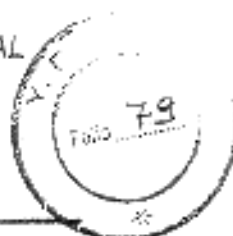
Período de la Proyección:

El período de la proyección abarca un total de 10 años. Sin embargo, a efectos de obtener el valor presente neto, se calculó una anualidad a perpetuidad del último de los flujos proyectados y se la incorporó como un ingreso del período 11. Este método implica suponer que el último de los flujos proyectados se mantendrá a perpetuidad en el futuro. Se ha considerado que este método es el más adecuado, pues evita el intentar calcular el valor de realización de los activos al fin de la proyección, alternativa más difícil y de dudosa confiabilidad.

Capital de Trabajo:

Dado que se transferirá la destilería sin inventarios de materias primas, productos en proceso y productos terminados, sin activos ni pasivos comerciales y sin la caja, se ha estimado un nivel técnico de capital de trabajo necesario para encarar la operación, que deberá ser aportado por el comprador al momento de hacerse cargo de la destilería. Por lo tanto, a efectos de arribar al valor presente neto de la destilería como empresa en marcha, el costo de este nivel técnico de capital de trabajo necesario, se resta del valor presente de los flujos de fondos a obtener a partir del primer año de funcionamiento, los que suponen la existencia de dicho capital de trabajo.

CONFIDENCIAL



Pautas Generales de la Proyección

Activos en Exceso de lo Necesario para la Operación:

Dock Sud tiene una capacidad de almacenamiento de insumos que excede sus necesidades para el normal funcionamiento de la operación. Se ha estimado que el comprador percibirá un ingreso adicional por el alquiler a terceros de esa capacidad excedente.

Por este concepto se estimó un ingreso anual de 1.000 mil dólares.

Façon en Lubricantes y Grasas:

Se ha establecido que para mantener la continuidad en la producción de lubricantes y grasas de YPF y para asegurar por otra parte al comprador una actividad normal a partir de su toma de posesión de la destilería, se establecerá un contrato de fabricación a façon por cuenta de YPF en las condiciones y plazos que se establezcan oportunamente. A los efectos de la proyección se consideró entonces que el volumen anual (proyectado sobre la base del acumulado a octubre 1992), será procesado bajo este régimen. El contrato a façon permanecería vigente durante un plazo de 10 años y comprende la totalidad de lubricantes y grasas que actualmente se procesan en Dock Sud.

En este escenario, YPF proveerá las bases para la elaboración de grasas y lubricantes y el comprador tendrá a su cargo la gestión de compra de los envases y aditivos.



A handwritten mark or signature in the bottom left corner of the page.

CONFIDENCIAL

Descripción de las Proyecciones

El modelo elaborado suministra la siguiente información económica y financiera:

Principales Resultados de la Proyección

Se exponen los principales resultados que surgen de la proyección, con el objeto de sintetizar los rubros, las variaciones y las relaciones más importantes de la actividad de la destilería.

Estados de Resultados

El cuadro de resultados se proyecta de la siguiente forma:

a) Ventas:

Las ventas netas se obtienen de multiplicar las cantidades vendidas de cada producto por sus respectivos precios. La apertura por cada producto se desarrolla en el Cálculo de la Contribución Marginal. El rubro ventas incluye también el ingreso generado por el fañon y por el alquiler de la capacidad excedente de almacenamiento.

b) Costo Directo:

Se calcula el impuesto a los ingresos brutos, como porcentaje de las ventas netas. Los costos de los insumos se calculan para cada producto en forma individual, proyectando un porcentaje de variación real anual para obtener los valores de los años siguientes. La contribución marginal se obtiene por diferencia entre ventas netas y costo directo.

c) Costos Fijos:

Los costos fijos del año base son proyectados mediante el supuesto de una tasa de variación real anual. La amortización anual se obtiene del cuadro correspondiente a Bienes de Uso. La ganancia operativa se obtiene por diferencia entre el margen bruto y los costos fijos.

d) Resultados Financieros:

Los ingresos financieros se obtienen aplicando la tasa de interés real pasiva anual al saldo promedio del cash flow generado en cada período (restando la caja mínima necesaria para operar).

e) Resultado por Exposición a la Inflación:

El ajuste por inflación surge de aplicar la tasa de inflación proyectada al saldo promedio de la caja generada en cada período.



CONFIDENCIAL



Descripción de las Proyecciones

f) Ganancia Neta:

Para obtener la ganancia neta se supone que la tasa del impuesto a las ganancias (30%) se aplica sobre la ganancia final.

Balances:

El balance se proyecta de la siguiente forma:

a) Activos Corrientes:

La caja se proyecta suponiendo un mínimo técnico establecido en días de ventas, y el saldo al cierre de cada ejercicio está determinado por el cash-flow. Al inicio de cada ejercicio se parte nuevamente con el mínimo técnico de caja. El monto de deudores por ventas surge de suponer para cada año un determinado número de días de venta como plazo promedio de cobranza. Los inventarios se obtienen suponiendo "n" días de costo de inventarios de materias primas y "n" días de costo de inventarios de producto terminado para cada año.

b) Activos no Corrientes:

Los bienes de uso se proyectan en base al valor de compra que supuestamente pagaría el comprador por la destilería, que sólo al efecto de computar este rubro en el balance y calcular las amortizaciones anuales correspondientes, se estima en us\$ 18 millones. El total de activos surge de la suma entre los corrientes y los no corrientes.

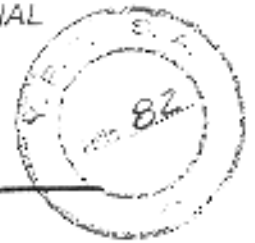
c) Pasivos Corrientes:

Las necesidades de financiación de proveedores, surgen en base al supuesto establecido para cada año, de días de costo de ventas en el pago a los proveedores. Dado que no existen pasivos no corrientes, el total de pasivos es igual a los pasivos corrientes.

d) Patrimonio Neto:

Se incorporan los resultados a distribuir en cada ejercicio y por diferencia entre activos y pasivos más resultados, se obtiene el capital supuesto para la destilería.





Descripción de las Proyecciones

Flujo de Fondos

Se determina el flujo de fondos a partir de los cuadros de resultados y de los balances proyectados, mediante un esquema de orígenes y aplicaciones de fondos. Luego se deduce el monto técnico mínimo de caja necesario y se obtiene el cash flow distribuable, del que posteriormente se obtendrá el valor presente neto.

Supuestos Generales y Cálculos Auxiliares

Se exponen los supuestos generales (pautas macro y microeconómicas) y los cálculos auxiliares utilizados en la proyección.

a) Supuestos Generales:

Se incluye una planilla con todas las pautas y supuestos utilizados para la proyección. Inflación, tasas de interés, días de inventarios, de cuentas a pagar y a cobrar, tasas de impuestos, crecimiento de gastos, etc.

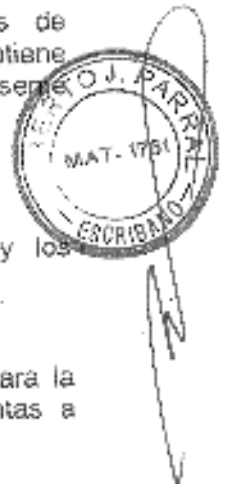
b) Cálculos Auxiliares:

Bienes de Uso.

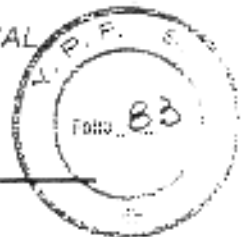
Se muestra la apertura de valores originales asumidos en la proyección, evolución de las amortizaciones acumuladas, amortizaciones de cada ejercicio y valor residual de todo el activo fijo, como así también las altas de inversiones a desarrollar durante los años del proyecto.

Cálculo de la Contribución Marginal.

Este capítulo de la proyección corresponde al cálculo auxiliar de los montos de ventas y costos de producción expuestos en el Estado de Resultados. La información está referida a: Matriz de insumo-producto de las distintas líneas de producción; precios de venta; volumen de venta por productos; incrementos de las dos variables anteriores, montos de ventas, costos unitarios por unidades de producto final; y costo total de producción de todo el volumen de ventas proyectado.



CONFIDENCIAL



Conclusiones

En base a los objetivos del presente trabajo; teniendo en cuenta los alcances y las limitaciones que se han descrito; y utilizando el método de valuación del Flujo de Fondos Descontado que ha sido explicado en el capítulo correspondiente, se ha arribado a un rango que razonablemente podría representar el valor de utilización económica de los activos de la Destilería Dock Sud, a ser transferidos en el proceso de transformación de YPF Sociedad Anónima, con las salvedades señaladas respecto a la diferencia entre la valuación objetiva y el precio a ser obtenido en una licitación.

La amplitud del rango obtenido está determinada básicamente por variación en la tasa de descuento considerada.

El rango de valores obtenidos, expresados en miles de dólares estadounidenses, es el siguiente:

Tasa de Descuento	Valor Presente Neto
14%	10,949
16%	8,441
18%	6,529
20%	5,027

