



# **Informe de Valuación**

28 de Julio de 2023

Preparado por



# Índice

	Páginas
<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>3</b>
<b>Descripción de la Industria</b>	<b>4</b>
<b>Vicentin SAIC</b>	<b>10</b>
<b>Contexto macroeconómico</b>	<b>12</b>
<b>Valor Justo de Mercado</b>	<b>13</b>
<b>Metodologías de Valuación Empleadas</b>	<b>14</b>
<b>Valuación por Flujo de Fondos Descontados</b>	<b>16</b>
<b>Valuación por Múltiplos comparables / Transacciones recientes</b>	<b>25</b>
<b>Valuación Vicentin SAIC</b>	<b>31</b>

# Resumen Ejecutivo

- El objetivo de nuestro trabajo de Valuación fue definir un rango de valores justos de mercado para Vicentin S.A.I.C. (“Vicentin” o la “Compañía”). El valor justo de mercado es el precio al cual la propiedad cambiaría de manos entre un potencial comprador y un potencial vendedor, viéndose ninguno bajo la obligación de comprar o vender y teniendo, ambos, conocimiento razonable de los hechos relevantes.
- Hemos definido que la manera adecuada de valorar la Compañía es como empresa en marcha normalizada. Este escenario implica que la empresa se encuentra con libre acceso a sus fuentes de crédito tradicionales, está en condiciones de operar comercialmente de manera ordenada, con su capacidad productiva procesando molinera propia y con perspectivas de continuar con su negocio en el futuro. Todo bajo parámetros standard de la industria para un jugador de esta envergadura.
- Para determinar el rango de valores justos de mercado para Vicentin como empresa en marcha normalizada usamos las metodologías con mayor aceptación en el mercado: el método de Flujo de Fondos Descontados y el método de Múltiplos de Compañías Comparables / Transacciones Recientes. Para ello empleamos los parámetros que actualmente utiliza el mercado.
- A cada una de estas metodologías de valuación le hemos aplicado distintos ajustes considerando que Vicentin se encuentra en una situación de crisis o *distress* financiero, se trata de una compañía privada sin cotización pública y opera bajo riesgo del mercado argentino.
- Hemos efectuado sensibilidades a las variables críticas de los modelos trabajados para obtener distintos rangos de valores que cubran diferentes escenarios.
- En función de nuestro análisis, determinamos un rango de valores justos de mercado para Vicentin de entre **USD 315 millones** y **USD 354 millones**, dentro de un rango ampliado de entre **USD 257 millones** y **USD 388 millones**.

## Descripción de la Industria

- La industria globalmente se centra en la compra, almacenamiento, transporte, procesamiento y venta de *commodities* agrícolas mientras se gestiona el riesgo en varias cadenas de valor.
- Los principales productos agrícolas son las semillas de oleaginosas, principalmente soja y girasol, y granos, principalmente trigo y maíz. Las semillas de oleaginosas se procesan en plantas de molienda o *crushing* produciendo aceites vegetales y harinas proteicas, con destino principalmente para las industrias de alimentos, alimentación animal y biocombustibles.
- Debido a su naturaleza de *commodities*, los mercados para estos productos son altamente competitivos. La competencia se basa principalmente en el precio, la calidad, los servicios y la ubicación geográfica. Los principales competidores globales incluyen, entre otros: The Archer Daniels Midland Co. ("ADM"), Bunge, Cargill Incorporated, Louis Dreyfus Group, Viterra (ex Glencore Agriculture) y COFCO International. Bunge y Viterra anunciaron un acuerdo de fusión en junio de 2023.

Las principales características de esta industria son:

- **Capital intensivo.** Para operar y hacer crecer su negocio depende tanto de la generación de fondos propia como del acceso a financiamiento externo en condiciones atractivas. Un aumento en los precios de los productos agrícolas causa aumentos en los niveles de endeudamiento. Requiere de fuertes inversiones en actualizar y ampliar instalaciones para mantener el ritmo competitivo.
- **Basada en volumen o escala.** Dado los bajos márgenes con los que opera debe manejar grandes volúmenes para hacer rentable sus operaciones.
- **Eficiencia de procesamiento.** Es clave contar con cercanía a los lugares de originación de los granos y trabajar con procesos eficientes de molienda.
- **Logística.** Se requiere una estructura logística importante para administrar la recepción y envío de los productos. Poseer u operar directamente instalaciones de terminales portuarias brinda un diferencial para ser más eficiente y operar con menores costos.
- **Exposición a ciertos riesgos.** Climáticos, estacionalidad, políticas y regulaciones gubernamentales. Exposición al riesgo de crédito y contraparte relacionado con clientes y proveedores en el curso ordinario de los negocios. Pueden adelantar capital y otros acuerdos de financiación a los agricultores.

## Descripción de la Industria - Argentina

- Argentina históricamente ha sido el principal exportador mundial de aceite y harina de soja gracias al poderoso complejo industrial oleaginoso del Gran Rosario orientado hacia la exportación ya que todos los países productores – a excepción de Argentina - tienen altos consumos internos del producto y, en consecuencia, menos excedentes exportables. Esta situación ha cambiado en manos de Brasil en estos últimos dos años. El complejo sojero argentino ha representado históricamente un 30% de las exportaciones del país.
- En Argentina hay 41 fábricas de molienda activas con una capacidad de molienda de 208.000 toneladas/día, superando los 68 millones de toneladas anuales en base a un ciclo operativo de 330 días al año. De este total se evidencia una concentración importante entre un grupo de 9 empresas que, distribuidas en 17 fábricas, registran el 79% de la capacidad instalada:

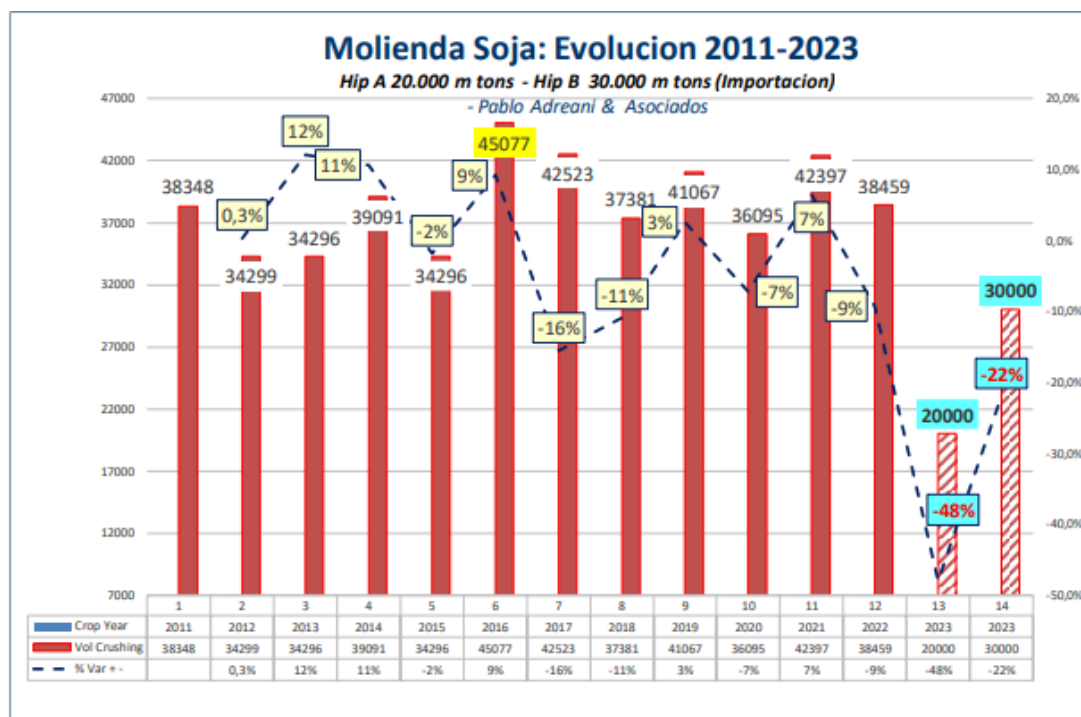
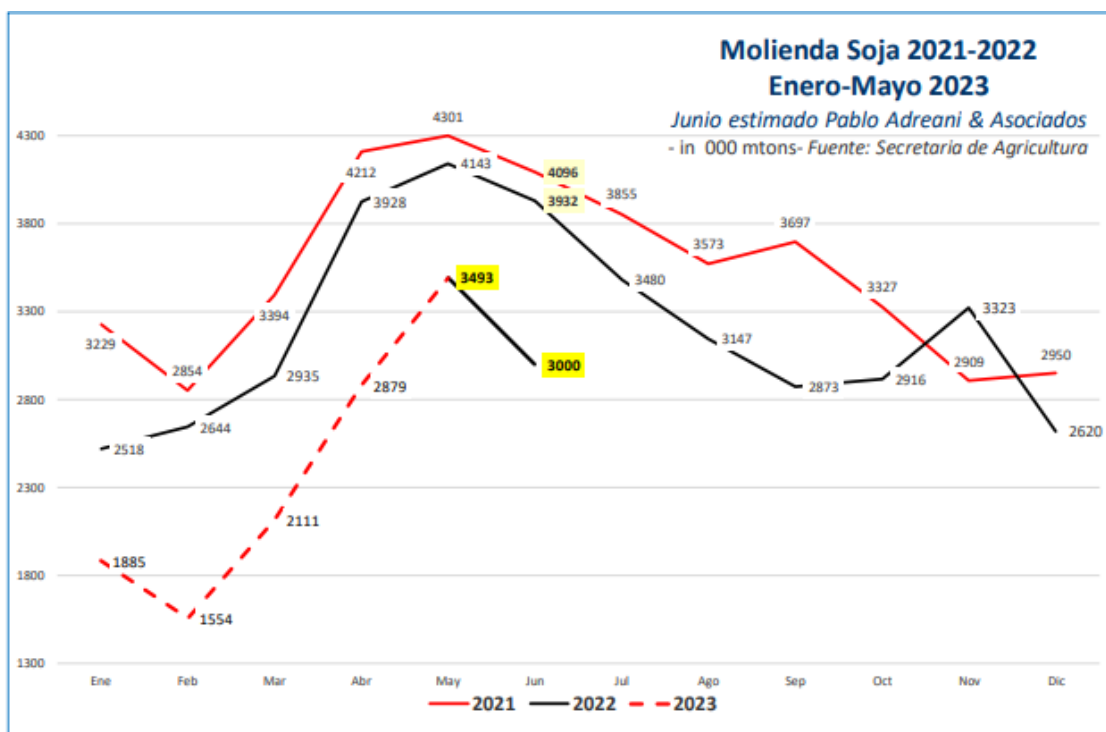
Denominación Planta / Empresa	Localidad	Suma de CP24hs
Bunge Arg. S.A.	Pto. San Martín	8.000
Bunge Arg. S.A.	San Jerónimo Sur	1.200
Cargill SACI	Va. Gob. Gálvez	13.000
Cargill SACI - Pto. Quebracho	Pto. San Martín	6.500
Molinos Río de la Plata S.A.	Rosario	1.200
Molinos Agro S.A.	San Lorenzo	20.000
COFCO Ex Nidera.	Pto. San Martín	6.000
COFCO Ex Noble	Timbúes	8.000
Oleaginosa San Lorenzo S.A.	Pto. San Lorenzo	10.000
Vicentín SAIC (planta-puerto)	Pto. San Lorenzo	6.500
Vicentín SAIC	Ricardone	4.000
Renova (Glencore- Vicentín)	Timbúes	33.000
SACEIF Louis Dreyfus	Gral. Lagos	12.000
SACEIF Louis Dreyfus	Timbúes	8.000
Terminal 6 Industrial S.A.	Pto. San Martín	20.000
Aceitera Chabás S.A.	Chabás	4.000
Buyatti SAICA (a facon Cargill)	Pto. San Martín	3.000

Fuente: Bolsa de Comercio de Rosario

- El 85% de la capacidad de molienda e industrialización del Gran Rosario se encuentra en plantas con puerto anexo sobre el Río Paraná.
- Solo el 15% se encuentra en plantas exclusivamente procesadoras.
- Esto da cuenta del fuerte perfil exportador de la actividad en la zona.

# Descripción de la Industria - Argentina

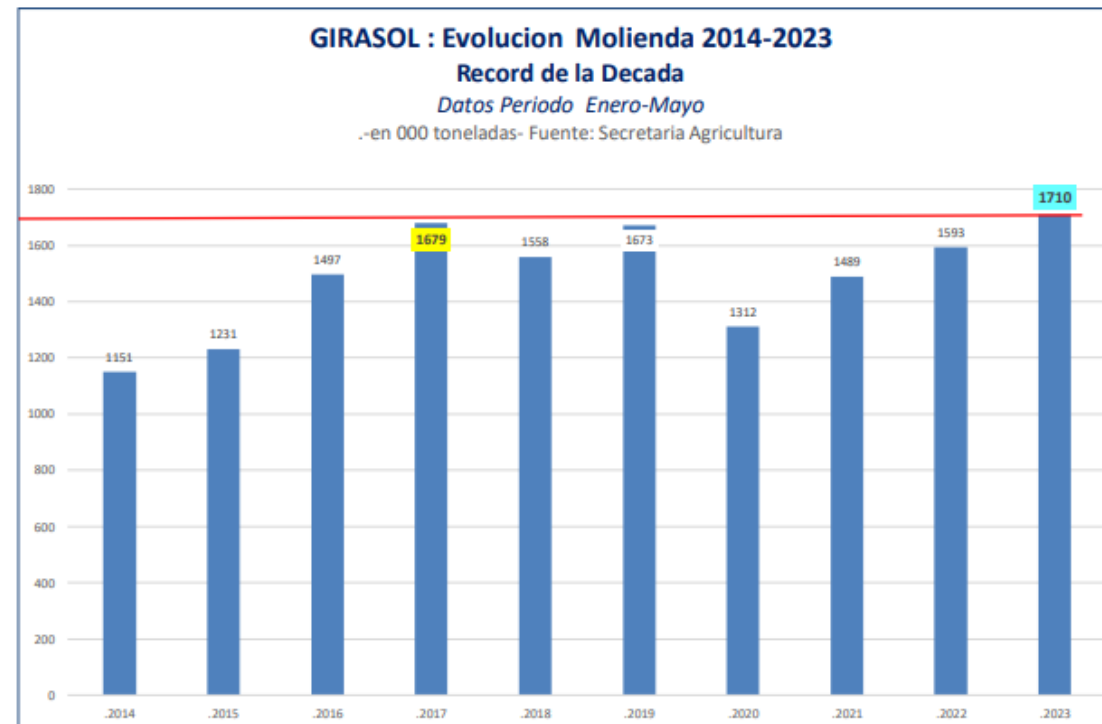
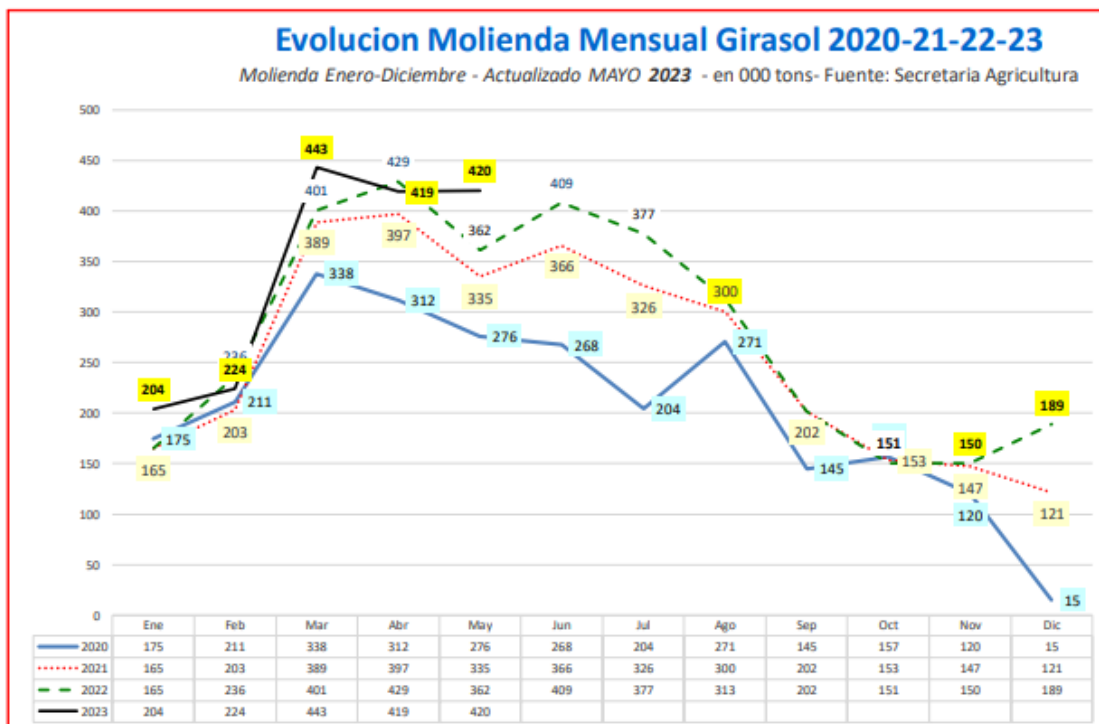
- Debido a la sequía, la producción de soja se redujo de 43,8 millones de toneladas en la campaña 21/22 a 21,0 millones de toneladas en la presente campaña 22/23, según estimaciones de la Bolsa de Cereales de Rosario. En consecuencia, la molienda podría llegar a un mínimo de 20 millones de toneladas en el ciclo 23/24.
- La Argentina todos los años importa soja de países vecinos (Paraguay principalmente) bajo el régimen de admisión temporaria reexportando el aceite de soja y la harina de soja procesado. Se estima que podrá importar unos 10 millones de toneladas para mejorar la capacidad de molienda, aun así, será la menor molienda de los últimos 12 años.



Fuente: CIARA. Monitor Agroindustrial Junio 2023.

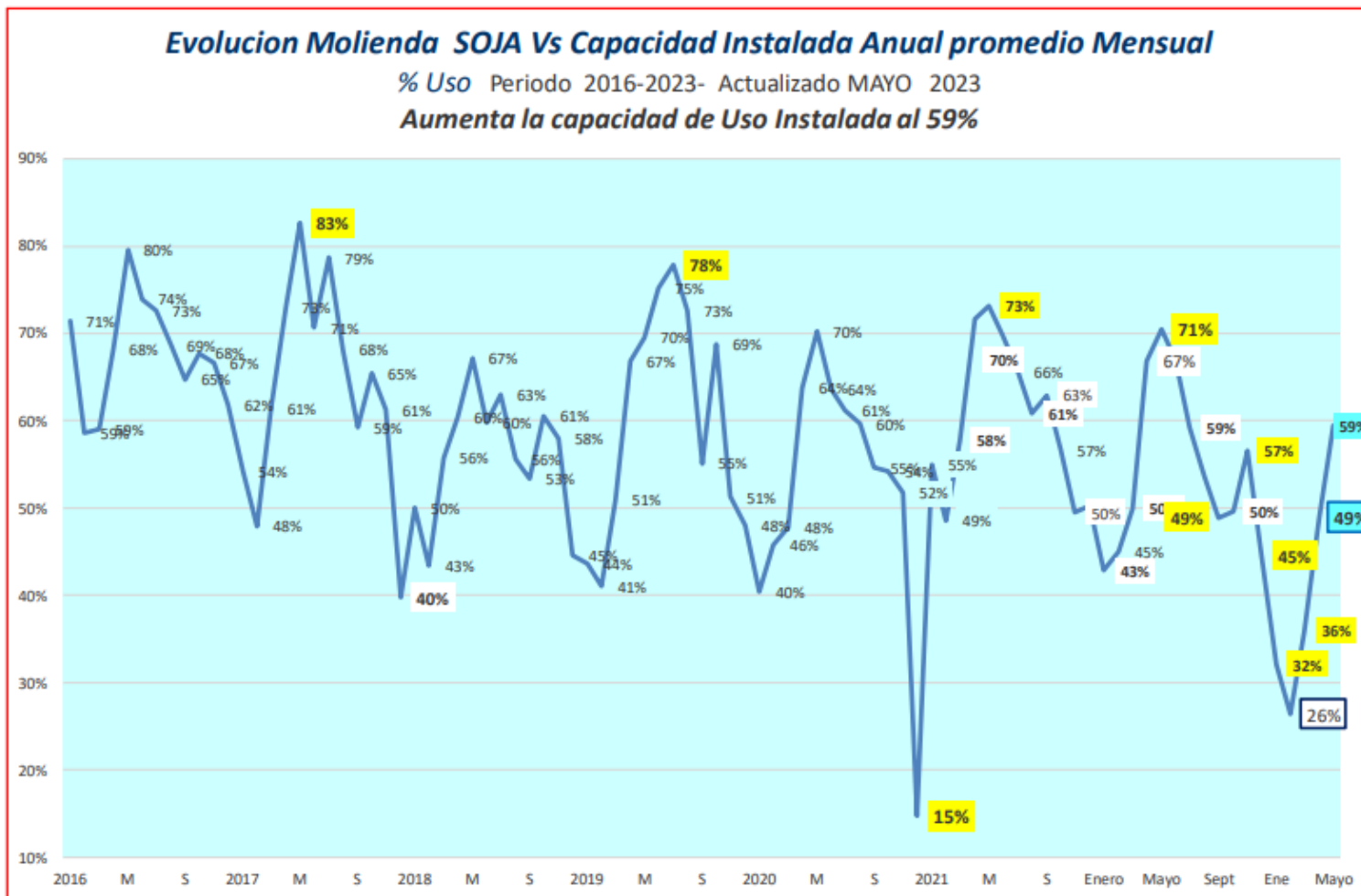
# Descripción de la Industria - Argentina

- En el caso del Girasol la molienda ha continuado firme llegando en el periodo Enero – Mayo 2023 al récord de 1,71 millones de toneladas, el valor más alto de la última década.



Fuente: CIARA. Monitor Agroindustrial Junio 2023.

# Descripción de la Industria - Argentina

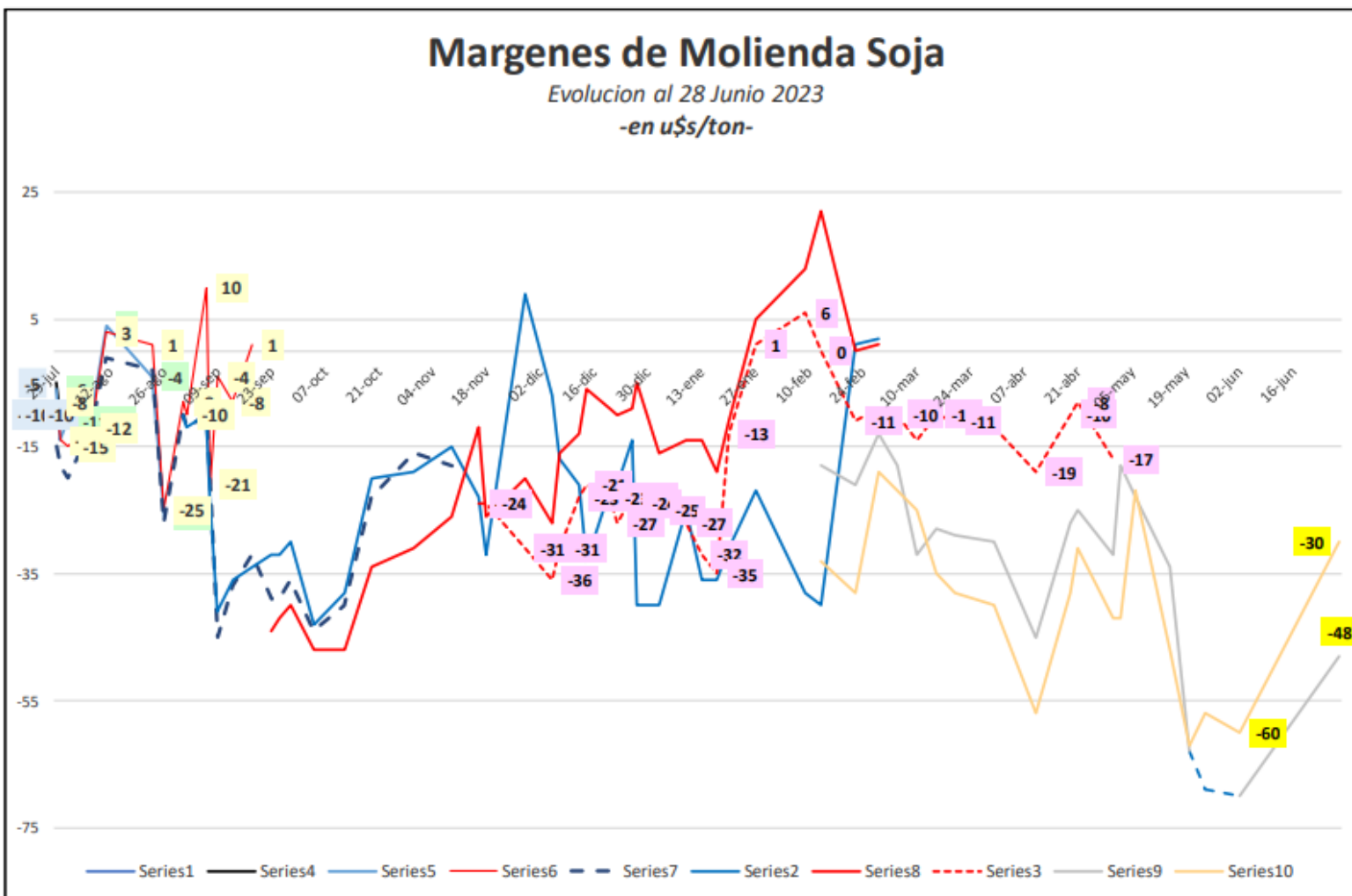


Fuente: CIARA. Monitor Agroindustrial Junio 2023.

- La industria se encuentra operando con un muy bajo uso de la capacidad instalada de molienda.
- El índice de Uso de la Capacidad Instalada (UCI) estuvo en mayo 2023 en 59%.
- Los valores de capacidad instalada actuales se encuentran muy lejanos a los máximos del 83% registrados durante el año 2017.



# Descripción de la Industria - Argentina



Fuente: CIARA. Monitor Agroindustrial Junio 2023.

- En los últimos 12 meses la industria viene operando mayormente con márgenes de molienda negativos.
- La significativa baja en los precios internacionales del aceite y harina de soja ha impactado fuertemente en los márgenes de molienda.
- Aun a pesar de las mejoras producidas durante Junio, las estimaciones de los especialistas indican que los márgenes de molienda están siendo negativos entre -30 y -48 USD / tonelada.

## Vicentin SAIC: Descripción

Vicentin es un jugador importante en la agroindustria argentina. Con casi 100 años de historia produce principalmente aceite de soja, pellets, harina de soja, aceite de girasol, biodiesel, glicerina y bioetanol a partir de la molienda de maíz. Cuenta con dos polos productivos bien diferenciados.

### ➤ Polo Gran Rosario.

**Planta – Puerto San Lorenzo**, con una capacidad instalada de 6.000 ton/día para molienda de soja sobre la ribera del río Paraná y terminal de embarque propia.

**Oleaginosa San Lorenzo**, con una capacidad instalada de 10.000 ton/día para molienda de soja, lindera a la anterior y comunicada con su terminal de embarque.

**Ricardone**, con una capacidad instalada de 4.000 ton/día para molienda de girasol conectada a la terminal de embarque San Lorenzo vía un oleoducto de 3km de extensión que transporta el aceite elaborado.

**Renopack S.A.**, sociedad en la cual Vicentin participa en un 50%, y cuya actividad es el fraccionamiento de aceite refinado, con una capacidad de 9,000 ton/mes.

**Renova S.A.**, sociedad en la cual Vicentin participa en un 33,3%, cuenta con las siguientes plantas: i) Timbúes, localidad vecina a San Lorenzo, con una capacidad de molienda de soja de 32.400 ton/día, con puerto de embarque propio, ii) una refinería de aceite, iii) dos plantas de esterificación de aceite para la obtención de biodiesel y iv) dos plantas refinadoras de glicerina. Renova también posee una planta de molienda de girasol principalmente con una capacidad de 1.600 ton/día en la localidad de Quequén, Provincia de Bs As.

### ➤ Polo Nodo Norte. Avellaneda.

Complejo industrial compuesto por las siguientes unidades de negocios: i) **Bioetanol**, con capacidad teórica de 310m<sup>3</sup>/día, ii) **Alimento balanceado**, con capacidad de 400 ton/día, iii) **Biodiesel**, capacidad de 125.000 ton/año, inactiva desde 2012, iv) **Biogas**, (50% de participación) a base de vinaza, subproducto del etanol y v) **Almacenaje**.

Asimismo, Vicentin tiene distintas participaciones en sociedades que representarían actividades denominadas *non core* según informa en sus balances.

## Vicentin SAIC: Descripción

Los siguientes son los niveles de molienda que experimentó Vicentin en los últimos 7 ejercicios:

Ejercicio	Ricardone y Fazon Sur			Puerto	Oleag.SL	Renova	Vicentin Consolidado			Molienda Nacional		Part % Vicentin	
	Girasol	Soja	Total	Soja			Girasol	Soja	Total	Girasol	Soja	Girasol	Soja
2016	561.040	56.868	617.908	1.663.221	2.475.516	3.019.139	561.040	7.214.744	<b>7.775.784</b>	2.801.693	43.070.338	20%	17%
2017	683.653	23.132	706.785	1.633.371	2.580.174	2.907.734	683.653	7.144.411	<b>7.828.064</b>	3.172.468	43.229.334	22%	17%
2018	691.788	163.431	855.219	1.625.239	2.466.973	2.211.287	691.788	6.466.930	<b>7.158.718</b>	2.984.782	36.723.631	23%	18%
2019	829.331	611.063	1.440.394	1.585.441	2.645.750	3.599.363	829.331	8.441.617	<b>9.270.948</b>	3.414.951	40.905.261	24%	21%
2020	-	-	-	1.394.596	217.184	2.565.485	-	4.177.265	<b>4.177.265</b>	2.634.828	37.400.211	0%	11%
2021	100.382	98.361	198.743	1.313.636	2.389.074	2.510.133	100.382	6.311.204	<b>6.411.586</b>	2.971.678	40.387.744	3%	16%
2022	361.230		361.230	1.107.908	2.087.539	2.268.638	361.230	5.464.085	<b>5.825.315</b>	3.295.349	39.941.243	11%	14%

**Fuente:** Estados Contables de Vicentin SAIC

Su mejor performance en este periodo fue durante el ejercicio 2017 en el cual presentó un nivel de molienda de 7,8 millones de toneladas, con ventas por USD 3.200 millones de dólares y EBITDA de USD 90 millones aproximadamente, generando un Margen de EBITDA del 2,8% según cifras de sus EECC y estimaciones propias.

La empresa se presentó en concurso preventivo de acreedores el 10 de febrero de 2020. Como puede evidenciarse en el cuadro de arriba, en los ejercicios 2020 y subsiguientes los niveles de molienda caen significativamente reflejando esta realidad, pasando la compañía a operar mayormente a fasón (procesando materia prima de terceros).

La situación de la compañía encuadra en lo que habitualmente en el mercado financiero se denomina como de crisis o de *financial distress* ya que evidencia una incapacidad para hacer frente a sus compromisos financieros.

## Contexto Macroeconómico

SUPUESTOS MACRO	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Variación PBI	-2,6%	-2,0%	-9,9%	10,7%	5,0%	-2,5%	-0,2%	2,5%	2,2%	2,2%
Exportaciones (USD bn)	61,8	65,1	54,9	77,9	88,4	74,8	82,7	89,6	90,7	95,4
<i>% de Variación Anual</i>	5,3%	5,4%	-15,7%	41,9%	13,5%	-15,4%	10,6%	8,3%	1,2%	5,2%
Inflación Anual (IPC fin de período)	47,6%	53,8%	36,1%	50,9%	94,8%	139,2%	114,3%	56,3%	36,6%	24,0%
Tipo de Cambio Oficial (fin de período)	37,7	59,9	84,1	102,7	177,1	452	924	1.439	1.877	2.315
<i>% de Variación Anual</i>		58,9%	40,4%	22,1%	72,4%	155,2%	104,4%	55,7%	30,4%	23,3%
Inflación Anual (IPC promedio)	34,3%	53,5%	42,0%	48,4%	72,4%	116,0%	129,1%	70,7%	44,8%	34,4%
Tipo de Cambio Oficial (promedio)	28,1	48,3	70,7	95,2	130,9	273	746	1.181	1.658	2.096
<i>% de Variación Anual</i>		71,9%	46,4%	34,7%	37,5%	108,6%	173,3%	58,3%	40,4%	26,4%

**Fuente:** Latinfocus Consensus Forecast - Argentina - Julio 2023 - Consenso de mercado elaborado por **Focus Economics**. Participan más de 50 instituciones dentro de las cuáles se encuentran los principales: bancos internacionales, bancos locales, calificadoras de crédito y estudios de macroeconomía de la Argentina.

- Como se puede observar en el cuadro, el consenso de mercado proyecta una estabilización de la economía a futuro, mostrando un crecimiento del PBI a partir del año 2025 en niveles superiores al 2% anual, así como un crecimiento de las exportaciones medidas en dólares del 27,5% para el período 2023-2027.
- A su vez, el mercado proyecta un pico de la inflación para fines del corriente año y una posterior disminución de la misma para los próximos años estimando una inflación anual inferior al 25% para el último año.
- En línea con las expectativas de la evolución de la inflación, el mercado también estima una estabilización cambiaria respecto de los niveles de devaluación actuales para llegar a una devaluación estimada anual del 26% para el último año proyectado (2027).

# Valor Justo de Mercado

Una definición clásica de “valor justo de mercado” es la utilizada por la Corte Suprema de Estados Unidos en el caso Cartwright<sup>1</sup> donde citando regulaciones del Tesoro de Estados Unidos en lo relativo a impuestos federales, dijo:

*“El valor justo de mercado es el precio al cual la propiedad cambiaría de manos entre un potencial comprador y un potencial vendedor, viéndose ninguno bajo obligatoriedad de comprar o vender y ambos teniendo conocimiento razonable de los hechos relevantes”*

*“Es el precio al cual la propiedad cambiaría de manos”*: esto quiere decir aquel precio en el cual efectivamente existe una transacción de compra-venta. En otras palabras, el precio del bien en el cual se juntan la oferta con la demanda.

*“Viéndose ninguno bajo obligatoriedad de comprar o vender”*: esto quiere decir que tanto el comprador como el vendedor toman su decisión en forma totalmente voluntaria.

*“Ambos teniendo conocimiento razonable de los hechos relevantes”*: esto significa que tanto la situación macroeconómica del país como las condiciones específicas del negocio y de la compañía en particular son conocidas y tenidas en consideración al momento de la valuación del bien.

A su vez, Lieblich<sup>2</sup> dice: *“Para que una transacción tenga lugar, el comprador debe creer que no está pagando más de lo que el activo vale para él...”*

De esta definición, surge claramente el concepto de “costo de oportunidad” ya que tanto el comprador como el vendedor van a conformar el precio de la transacción observando los precios y retornos que el mercado ofrece en ese momento para riesgos similares. Aquí es donde surge la importancia de tener en cuenta las valuaciones de mercado de compañías comparables cuyas acciones coticen en bolsa, las que nos brindan parámetros objetivos de valor, así como las tasas de descuento o retornos esperados por los inversores que utiliza actualmente el mercado.

1) Estados Unidos vs. Cartwright 411 U.S. 546

2) Lieblich, W. *Determining the economic value of expropriated income-producing property in international arbitration*. Journal of International Arbitration, 8: 59-80.

## Metodologías de valuación empleadas

Para calcular un rango de valores justos de mercado de una compañía la metodología generalmente aceptada y más utilizada en el mercado es la de **Flujo de Fondos Descontados** (FFD o *DCF* por sus siglas en inglés) ya que otorga una idea precisa de la capacidad actual y futura que tiene una compañía o un negocio de generar ganancias o flujos libres de fondos.

Se estiman los flujos libres futuros que generara la empresa, asumiendo que la misma tendrá una supervivencia más allá del periodo proyectado, y se descuentan los mismos a una tasa que refleje el costo ponderado de las fuentes de financiación de la empresa (accionistas y deuda). El método de FFD es el método valuatorio más enfocado en el futuro y, por lo tanto, puede captar este escenario de forma más apropiada.

La metodología de **Múltiplos de Compañías Comparables** también es comúnmente aceptada y utilizada para obtener rangos de valores justos de mercado. A su vez, valida y confirma los resultados obtenidos por el método de FFD, brindándole consistencia a la valuación.

En este caso se identifican empresas comparables con cotización pública en la misma industria, se toman las métricas financieras que generalmente acepta el mercado, mayormente el cociente entre el Valor Compañía (*Enterprise Value*) sobre la utilidad operativa (*EBITDA*) conformando el ratio (*EV/EBITDA*), y se aplica un promedio de la muestra a la compañía objeto de valuación.

Luego de obtenidos los rangos de valor por ambas metodologías, se proceden a realizar determinados ajustes por cuestiones como: i) riesgo país, ii) tamaño, iii) liquidez, iv) *distress* financiero, cuestiones que explicaremos más adelante cuando desarrollemos cada metodología en particular.

Es por ello que, en nuestra Propuesta de trabajo, así como en el presente informe, no hemos incluido la alternativa de valuación de Vicentin por el método del **Costo de reposición de Activos** ya que no refleja la capacidad de generar fondos/ganancias de dichos activos y no proporciona una idea de retorno o repago del capital a ser invertido. A su vez, esta metodología no es utilizada en la práctica para valuar compañías en este tipo de industrias. Por el contrario, esta metodología se utiliza en la industria del *real estate* (residencial u oficinas predominantemente) donde hay multiplicidad de precios de referencia (mercado de precios más transparente) y donde el costo de reposición (costo del terreno + costo de construcción) es un aspecto importante en la fijación del precio de los inmuebles.

## Metodologías de valuación empleadas

Al momento de definir bajo que escenario futuro se debería valorar Vicentin se presentan dos alternativas: i) bajo el esquema actual en el que opera la compañía, desarrollando sus negocios mayormente a fasón, o ii) en base a un esquema de empresa normalizada realizando molienda propia.

La operatoria a fasón implica procesar materia prima de terceros exclusivamente, totalmente dependiente de los volúmenes que otros jugadores del mercado remitan. Como vimos anteriormente, la industria en la que opera Vicentin es altamente competitiva y los principales jugadores del mercado cuentan a su vez con sus propias plantas de molienda, y en algunos casos terminales de embarque, por lo que priorizan el uso de sus instalaciones.

Esto lleva a que esta operatoria implica una subutilización de los activos generando un nivel de flujos que es solo una fracción de su potencial. Aplicar la metodología de FFD sobre proyecciones bajo el esquema de fasón llevaría a conclusiones que no reflejarían el valor justo de mercado de Vicentin, razón por la cual hemos descartado este análisis.

Al considerar a Vicentin como una **empresa normalizada** realizando molienda propia estamos asumiendo que no se encuentra en situación de estrés financiero o *distress*, desarrolla la totalidad de sus capacidades, desde la compra de las semillas, procesándolas en sus plantas industriales y obteniendo los productos finales para su comercialización.

En un análisis teórico, el operador de Vicentin estará en condiciones económico-financieras para desarrollar el negocio, tendrá suficiente prestigio y acceso a crédito entre las entidades financieras, productores y agentes de mercado, llegada a mercados externos, de tal forma que no va a requerir un aporte adicional para el capital de trabajo.

Dicho contexto no es otro que el que contaba Vicentin en sus mejores años de operación o el que expone actualmente uno de sus competidores locales más importantes como Molinos Agro, sin nombrar a los principales jugadores globales del mercado o cualquier otro jugador/inversor que tenga la capacidad para llevar adelante el negocio bajo análisis.

# Valuación por Flujo de Fondos Descontados

Para la elaboración del flujo de fondos proyectado de la compañía, entre otras cosas, nos basamos en:

- Performance histórica de Vicentin, principalmente niveles de molienda, de facturación, márgenes de rentabilidad, así como sus principales activos (estado, capacidad instalada, ubicación estratégica, etc.).
- Plan de Negocios resultante del proceso de negociación entre Vicentin e inversores estratégicos y puesto a consideración de los acreedores y distintas partes intervinientes en varias mesas técnicas (en adelante: "Plan de Negocios").
- Ratios y parámetros de la industria.
- Entrevistas e información recibida sobre consultas realizadas.
- Contexto macroeconómico.
- Informes de *research* de compañías comparables, así como de distintas acciones cotizantes en Argentina.

Como el objetivo de nuestro trabajo es obtener un rango de valores justos de mercado para Vicentin como empresa en marcha normalizada procuramos que nuestro trabajo considere y sea consistente con los niveles de tasas de descuento utilizados actualmente en el mercado, con las expectativas económicas de mercado (por ello nos basamos en un consenso de mercado para la evolución proyectada de la economía Argentina donde participaron más de 50 instituciones), así como las expectativas específicas del mercado en relación a esta industria.

Asimismo, nuestra intención es contemplar distintos escenarios para lo cual hemos realizado un análisis de sensibilidad sobre las principales variables que afectan la valuación de Vicentin, como son: tasas de descuento, valores terminales y distintos escenarios de rentabilidad operativa.

Como mencionamos anteriormente nuestra valuación considera a Vicentin como una empresa normalizada realizando molienda propia, no encontrándose en situación de estrés financiero y con pleno acceso al mercado financiero y fluida relación con los productores por lo que **no requerirá un aporte inicial para su capital de trabajo**, no realizando ninguna deducción por este tema.



# Valuación por Flujo de Fondos Descontados: Performance histórica de VICENTIN

VICENTIN SAIC - BALANCES ANUALES		
En Millones USD	oct-16	oct-17
<b>Tipo de Cambio del Período</b>	<b>13,97</b>	<b>16,24</b>
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>2.622,0</b>	<b>3.185,7</b>
% de Cambio	18,0%	21,5%
Costo de Productos Vendidos	-2.176,9	-2.873,1
<b>GANANCIA BRUTA</b>	<b>445,0</b>	<b>312,6</b>
Margen Bruto	17,0%	9,8%
<b>TOTAL GASTOS</b>	<b>135,2</b>	<b>143,1</b>
Rtdos. x Tenencia / Dif. de Cambio / Incobr.	-244,5	-103,2
Resultados Participacion en Sociedades	2,2	11,9
Resultados Varios	4,8	1,0
Depreciaciones Bienes de Uso	12,2	11,2
<b>EBITDA</b>	<b>84,6</b>	<b>90,5</b>
Margen de EBITDA	3,2%	2,8%
<i>Promedio (oct-16 a oct-17)</i>		<b>3,0%</b>

Cálculo de EBITDA por Tonelada (USD)	oct-16	oct-17
<b>Total Molienda Vicentín Consolidado (MM's Tn)</b>	<b>7,78</b>	<b>7,83</b>
<b>EBITDA Total Grupo Vicentín (USD MM's)</b>	<b>84,6</b>	<b>90,5</b>
- Rtdos Participación en Sociedades	-2,2	-11,9
- Resultados Varios	<u>-4,8</u>	<u>-1,0</u>
<b>EBITDA originado en Molienda</b>	<b>77,5</b>	<b>77,5</b>
<b>EBITDA por Tonelada (USD)</b>	<b>10,0</b>	<b>9,9</b>
<b>EBITDA Promedio por Tonelada (USD)</b>	<b>9,94</b>	

- Los ejercicios 2016 y 2017 se convirtieron a dólares utilizando un tipo de cambio promedio ya que los mismos no fueron ajustados por inflación. El tipo de cambio utilizado fue el del BCRA Mayorista Comunicación A 3500 - Referencia.
- Hemos realizado el cálculo del *EBITDA* dado que los EECC no incluyen el mismo.
- Para dichos cálculos de *EBITDA* se incluyeron los resultados ordinarios de las participaciones en sociedades, eliminándose los ingresos originados por ventas de algunas participaciones por considerarlos no operativos (extraordinarios).
- En el ejercicio 2018 (con ajuste por inflación) no se pudo deducir los intereses financieros ya que los resultados financieros y por tenencia se muestran en una sola línea. Ver Nota 1.4 de los EECC. Se solicitó a la compañía sus *EBITDA* estimados, pero no fueron proporcionados. En consecuencia, el **EBITDA del ejercicio 2018 se encuentra distorsionado** por lo que preferimos no considerarlo en este análisis.
- Al *EBITDA* calculado le deducimos aquellos ingresos que no están directamente vinculados a la actividad de molienda de manera de obtener un *EBITDA* depurado y poder calcular un *EBITDA* por tonelada molida.

## Valuación por Flujo de Fondos Descontados: Supuestos Operativos

La proyección de flujos de fondos surge de una ponderación de distintos supuestos operativos que constituyen los factores críticos que influyen significativamente en la determinación de valor de Vicentin. Dichos factores críticos y sus rangos se exponen a continuación:

**Molienda:** Estimamos un rango de molienda total de oleaginosas de entre **7,6** y **8,2** millones de toneladas. Como se expuso anteriormente Vicentin alcanzó niveles totales de molienda de 7,8 millones en sus ejercicios 2016 y 2017. En el ejercicio 2019 Vicentin alcanzó 9,3 millones, su pico de molienda total, nivel extraordinario por el efecto de la importación de soja americana que llevó a la compañía a mantener niveles elevados de molienda en épocas de escasa disponibilidad local de oleaginosas. A su vez, en dicho ejercicio Vicentin poseía el 50% de Renova, contando en la actualidad con el 33,3% (31% de capacidad de molienda).

**GCM de soja (*Gross Crushing Margin*):** Estimamos que el margen de molienda de soja se encontrará en un rango de entre **USD 25,5** y **USD 27** la tonelada en línea con los niveles históricos de la compañía y de la industria.

**EBITDA x Tonelada:** Proyectamos un rango de *EBITDA* de entre **USD 9,50** y **USD 10,50** por tonelada molida. El *EBITDA* promedio por tonelada de Vicentin para los ejercicios 2016 y 2017 ascendió a USD 10. Como referencia, el *EBITDA* estimado para Molinos Agro para sus ejercicios fiscales 2024 a 2029 por una de las principales sociedades de bolsa en su informe de junio de 2023 asciende a USD 12,5 x tn.

**Margen de EBITDA:** Estimamos un rango de *EBITDA*/Ventas del **2,5%** al **3,0%**. El margen de *EBITDA* histórico de Vicentin para sus ejercicios 2016 y 2017 ascendió al 3,2% y el 2,8% respectivamente. El mismo está incluyendo los resultados de las participaciones societarias de Vicentin en su cálculo (entre ellas Renopack). Nuestra estimación es consistente con dichos márgenes históricos, así como con los márgenes proyectados por la mencionada casa de bolsa en su *research* de MOLA donde proyecta niveles del 2,8% y 3,4% para los ejercicios 2024 y 2025 respectivamente.

Combinando estos supuestos y utilizando los distintos rangos establecidos llegamos a valores de **EBITDA de entre USD 85 y USD 95 millones** para el primer año de la proyección con lo que para el caso base tomamos su rango medio de **USD 90 millones**.

**Capital de Trabajo:** estimamos un capital de trabajo del 8,1% de las Ventas (29,7 días, ratio histórico promedio de Vicentin y MOLA).

**Capex o Inversiones en Bienes de Uso:** El nivel estimado por la Compañía de USD 11 millones anuales es consistente con los niveles invertidos en sus ejercicios 2017 y 2019, similar al rango Capex/Ventas de MOLA últimos años. Luego asumimos como razonable el capex extraordinario de USD 3 millones/año para los próximos 3 años considerando el actual grado de subinversión según lo informado.

# Valuación por Flujo de Fondos Descontados: Estimación del WACC

<b>WACC (Weighted Average Cost of Capital)</b>	
Tasa Libre de Riesgo EEUU (Retorno Bono a 10 años período 1928-2022 / NYU Damodaran)	4,57%
Riesgo País Argentina (EMBI+ Promedio últimos 10 años / JP Morgan)	11,78%
Beta Promedio Industria (Yahoo Finance: 5 años - mensual)	0,68
Equity Premium / S&P 500 Vs. T.Bonds (NYU-Damodaran período 1928-2022)	5,06%
<b>Costo del Equity</b>	<b>19,8%</b>
Costo de Endeudamiento (Referencia: Financiamiento Renova Libor 6m + 4,45%)	10,3%
Tasa de Impuesto a las Ganancias	35%
<b>Costo de Deuda después de Impuestos</b>	<b>6,7%</b>
Deuda Neta Financiera sobre Capitalización Total / Promedio industria (Dic-2022)	19,4%
Equity sobre Capitalización Total / Promedio industria (Dic-2022)	80,6%
<b>WACC (Weighted Average Cost of Capital)</b>	<b>17,25%</b>

<b>Compañía:</b>	<b>Betas</b>
ADM	0,81
Bunge	0,65
MOLA	0,59
<b>Promedio</b>	<b>0,68</b>

<b>Compañía:</b>	<b>Deuda NF s/ Cap. Total</b>
ADM	13,9%
Bunge	21,4%
MOLA	22,8%
<b>Promedio</b>	<b>19,4%</b>

El Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC por sus siglas en inglés) es la tasa de descuento, o valor tiempo del dinero, utilizado para convertir flujos de fondos futuros esperados a valor presente para todos los inversores (Accionistas y Deuda).

**Fuentes:** A. Damodaran - Stern School of Business - New York University / **Betas:** Yahoo Finance (Período: 5 años / Mensual)  
Balances de MOLA y Reportes Anuales de ADM y Bunge.

## Valuación por Flujo de Fondos Descontados: WACC *Equities* Argentinos

Banco	Acción	Fecha	WACC
Banco Internacional 1	YPF	19/7/2023	19,7%
Banco Internacional 2	YPF	8/5/2023	18,8%
Banco Internacional 3	YPF	11/5/2023	18,0%
Banco Internacional 4	Pampa	11/5/2023	20,8%
	TGS	11/5/2023	20,0%
	Telecom Arg	1/6/2023	19,9%

Compañía:	Betas *
YPF	1,74
Pampa	1,09
TGS	0,87
Telecom Arg	0,85
<b>Molinos Agro</b>	<b>0,59</b>

**Fuentes:** *Research* de Bancos Internacionales que siguen *equities* argentinos / **Betas:** Yahoo Finance (Período: 5 años / Mensual).

Como se observa en el cuadro superior, los WACC's utilizados por los departamentos de *research* de los principales bancos internacionales que cubren a empresas públicas argentinas oscila entre un rango del 18% al 20,8%, siendo la **tasa de descuento promedio** utilizada en estos 6 casos del **19,5%**.

Sin embargo, las empresas cubiertas son de industrias que tienen una Beta mayor a la del promedio de las compañías comparables a Vicentin. La beta ( $\beta$ ) mide el "riesgo sistemático" o "de mercado". Cuanto más volátil sea una acción con respecto al índice del mercado, tanto mayor será su "riesgo de mercado". Este coeficiente afecta el cálculo del Costo del Capital, a mayor Beta, mayor Costo de Capital y por ende una mayor tasa de descuento.

A modo de ejemplo, si para nuestro cálculo del Costo del Capital solo modificásemos la beta y en lugar de poner la de la industria de Vicentin tomamos la **beta de Pampa Energía o YPF**, los WACCs resultantes ascenderían al **18,9% y 21,6%** respectivamente. Esto demuestra que nuestra tasa es consistente con las del mercado y arroja un valor más bajo de **17,25%** sólo por tratarse de una industria con menor riesgo o volatilidad respecto a la del mercado.

# Valuación por Flujo de Fondos Descontados: Proyección

En Millones de USD

WACC **17,25%**

FLUJO DE FONDOS	Año 0	Año 1	Año 2	Año 3	Año 4	Año 5	
<b>EBITDA</b>		<b>90,0</b>	<b>92,3</b>	<b>94,6</b>	<b>96,9</b>	<b>99,3</b>	
% de Cambio			2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	
- Impuesto a las Ganancias (35%)		26,6	27,4	28,2	30,0	30,9	
- Variación de K de Trabajo (Aplicación de fondos)			-6,7	-6,9	-7,1	-7,2	<b>Valor Terminal (VT)</b>
- Capex Ordinario		11,1	11,1	11,1	11,1	11,1	
- Capex Extraordinario		3,0	3,0	3,0			
<b>Múltiplo de EBITDA Período Terminal</b>							<b>5,0x</b>
<b>Flujo Libres de Fondos (Free Cash Flow - FCF)</b>		<b>49,3</b>	<b>44,1</b>	<b>45,4</b>	<b>48,7</b>	<b>50,1</b>	<b>496,7</b>
Factor de descuento	1,00	0,85	0,73	0,62	0,53	0,45	0,45
<b>FCF + VT descontados</b>		<b>42,1</b>	<b>32,1</b>	<b>28,2</b>	<b>25,8</b>	<b>22,6</b>	<b>224,1</b>
<b>Valor Compañía (Millones de USD)</b>		<b>375</b>					

Como explicamos previamente, para nuestra proyección partimos como escenario base de un EBITDA de USD 90 millones. Dicha estimación surge de la ponderación de los distintos factores críticos que afectan el negocio considerando su punto medio.

El Valor Terminal representa los Flujos Libres de Fondos por todo el periodo de tiempo desde el fin de la proyección hasta la perpetuidad, ya que se asume que la Compañía continuara operando en el futuro. Para calcular dicho flujo de fondos una metodología generalmente aceptada es usar un Múltiplo de la industria. Como ya vimos, el Múltiplo a aplicar es el de *EV/EBITDA* y lo estimamos en 5,0x, en línea con lo que veremos más adelante en la sección relacionada a la valuación según dicha metodología.

Al Valor de la Compañía obtenido más arriba se lo debe ajustar por sendas primas de *distress* e iliquidez y luego le aplicaremos distintas sensibilidades de manera de obtener rangos de valor justos de mercado para Vicentin según la metodología por FFD.

## Descuento por *Distress* Financiero

La valuación de mercado de Vicentin deberá incorporar un descuento adicional por *distress* financiero.

Decimos que una empresa está en situación de *distress* cuando no puede hacer frente a sus compromisos financieros, habiendo implementado distintas medidas de reestructuración operativa que han resultado insuficientes para generar el flujo de caja necesario para revertir tal situación, pudiendo desembocar en situaciones de insolvencia.

Owley & Kaufman<sup>1</sup> dicen "...Casi invariablemente, la empresa pierde valor como resultado del daño resultante: el valor para los accionistas se erosiona, los competidores avanzan al percibir la debilidad financiera, los empleados clave se van, la administración se distrae con las crisis financieras y las juntas directivas se enfrentan a nuevos desafíos, deberes y responsabilidades potenciales...". El punto de suma importancia en esa frase es que, en general, todas las empresas que se ven en situaciones de *distress* sufren pérdidas de valor, y esto se puede ver reflejado de diferentes formas.

Aplicar el descuento por *distress* se justifica por el hecho que, ante el mayor riesgo, mayor debe ser el retorno de la inversión, con lo cual no vale lo mismo una empresa que tenga capacidad de generar fondos para cumplir con sus obligaciones de deuda con una que se encuentre en crisis. Este ajuste se puede incluir incrementando la tasa de descuento WACC a través de una prima en el Costo del Capital o aplicando un descuento sobre las valuaciones obtenidas según métodos de FFD o Múltiplos de Compañías Comparables.

Aswath Damodaran, uno de los expertos más reconocidos en temas valuatorios a nivel mundial, considera que se debe aplicar un descuento de entre un 10 a un 25% a las valuaciones por *distress* financiero.

Dado que nosotros ya aplicamos una tasa de descuento o WACC, a todo el periodo de la proyección, que incorpora una situación de riesgo país elevada (EMBI+ de 12%) y que también estaremos estimando un descuento por *Iliquidez*, consideramos prudente aplicar a la valuación por FFD el descuento mínimo por *distress* del 10%.

1) *Distressed Investment Banking: To the Abyss and Back*

2) Damodaran, A. *The Cost of Distress: Survival, Truncation Risk and Valuation*. Stern School of Business. New York University

# Descuento por Iliquidez

Damodaran<sup>1</sup>, explica que cuando se compra una acción o un bono, el inversor debe considerar el costo de la iliquidez. La iliquidez no guarda relación con los flujos de fondos de una compañía, sino con la posibilidad del inversor de deshacerse de la inversión que acaba de realizar. Entre varias de sus citas podemos resaltar las siguientes:

*"(...) el costo de la iliquidez es el costo del remordimiento cuando el comprador quiere dar marcha atrás con su decisión (de inversión) y vender lo que acaba de comprar".*

*"Los costos de transacción asociados a la compra y venta de una compañía privada pueden oscilar desde sustanciales a prohibitivos (...), donde hay relativamente pocos potenciales compradores y el costo de búsqueda (asociado a encontrar estos compradores) será alto".*

*"Con cualquier activo, el descuento por iliquidez debe ser una función del número de potenciales compradores del activo y la facilidad con la que el activo puede ser vendido". [Traducción propia]*

Ljungqvist y Richardson<sup>2</sup>, en trabajos citados por Damodaran, sostienen que los inversores les demandan a las compañías de capital privado, o sea aquellas que no cotizan en la bolsa, retornos extras de entre 5% y 8% por año en comparación con aquellas que cotizan en bolsa. Estas son primas que encarecen el Costo del Capital Accionario en el cálculo del WACC, lo que en la práctica implicaría aplicar un descuento a la Valuación por FFD de entre el 10% y el 18%.

Nuevamente, dado que nosotros ya aplicamos una tasa de descuento o WACC, a todo el periodo de la proyección, que incorpora una situación de riesgo país elevada (EMBI+ de 12%) y que también estimamos un descuento por *distress* financiero, consideramos prudente aplicar el descuento mínimo en este caso. Dicho impacto se ve reflejado en un descuento adicional a la valuación por FFD de Vicentin del 10% ya que es una compañía privada y no cotiza en Bolsa.

1) Damodaran, A. *Marketability and Value: Measuring the Illiquidity Discount*. Stern School of Business, New York University.

2) Ljungqvist, A y Richardson, M. *The cash flow, return and risk characteristics of private equity*. National Bureau of Economic Research, Working Paper 9454.

# Valuación por Flujo de Fondos Descontados Ajustada - Sensibilidad

Como ya desarrollamos, hemos calculado el valor de Vicentin como empresa en marcha normalizada, operando en todas sus capacidades y como si fuese una compañía con cotización pública arribando a un valor para el escenario base de **USD 375 millones**. A dicho valor estimado se le deben aplicar los correspondientes descuentos por su situación de *distress* financiero e iliquidez por tratarse de una compañía que no cotiza en bolsa.

Considerando que los respectivos descuentos fueron determinados en un 10% cada uno, el descuento a aplicar a nuestra estimación de valuación de Vicentin asciende al 20%.

<b>Valor Compañía Caso Base (sin Ajustar)</b>	<b>375</b>
Descuentos por distress e iliquidez	20%
<b>Valor Compañía Caso Base (Ajustada)</b>	<b>300</b>

A continuación, presentamos un ejercicio de sensibilidad a la valuación estimada en el escenario base modificando las variables más críticas que afectan la valuación, como lo son: el múltiplo del valor terminal, la tasa de descuento y el *EBITDA* de base.

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD VALUACIÓN VICENTIN (Valor Compañía)		TASA DE DESCUENTO				
		14%	15%	17,25%	19%	20%
Múltiplo EBITDA p/ Valor Terminal	3,50x	275	265	246	232	225
	4,25x	306	295	273	257	249
	5,00x	337	325	300	282	273
	5,75x	368	354	327	307	297
	6,50x	398	384	354	332	321

ANÁLISIS DE SENSIBILIDAD VALUACIÓN VICENTIN (Valor Compañía)		TASA DE DESCUENTO				
		14%	15%	17,25%	19%	20%
EBITDA de base para proyección (En USD Millones)	80	295	285	263	247	239
	85	316	305	281	265	256
	90	337	325	300	282	273
	95	357	345	318	300	290
	100	378	365	337	317	307

**De esta manera llegamos a rangos de valores justos de mercado para Vicentin de entre USD 257 millones y USD 354 millones según la metodología de Flujo de Fondos Descontados.**



## Valuación por Múltiplos comparables / Transacciones recientes

Para determinar el valor justo de mercado con el método de múltiplos comparables, se deben identificar las empresas comparables con cotización pública que operen en la misma industria. Luego de un estudio detallado identificamos como comparables a Molinos Agro, Archer Daniels Midland, Bunge y Viterra. A continuación, se realiza una descripción de las compañías seleccionadas.

**MOLINOS AGRO.** Entre las más importantes empresas locales operando en la industria argentina y cuyo principal accionista es la familia Perez Companc. Tiene más de 120 años de historia, es uno de los principales procesadores de poroto de soja y girasol, y forma parte del top ten de exportadores de maíz y trigo con clientes en más de 50 destinos fronteras afuera de Argentina. Tiene una planta de molienda de soja en San Lorenzo con una capacidad de molienda diaria de 20.000 Toneladas integrada con el Puerto San Benito. Cuenta con capacidad de almacenaje para materias primas y subproductos, aceite de soja y biodiesel.

<b>Molinos Agro</b>	<b>Ejercicios Fiscales Cerrados</b>					
<b>En Millones de Dólares</b>	<b>mar-18</b>	<b>mar-19</b>	<b>mar-20</b>	<b>mar-21</b>	<b>mar-22</b>	<b>mar-23</b>
<b>Total Molienda* (M's de Tn)</b>	<b>5.305</b>	<b>4.813</b>	<b>6.397</b>	<b>6.456</b>	<b>7.454</b>	<b>6.400</b>
<i>% de Cambio</i>		-9,3%	32,9%	0,9%	15,5%	-14,1%
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>1.863,4</b>	<b>1.739,1</b>	<b>1.996,6</b>	<b>2.456,6</b>	<b>3.739,8</b>	<b>3.592,0</b>
<i>% de Cambio</i>		-6,7%	14,8%	23,0%	52,2%	-4,0%
<b>EBITDA</b>	<b>39,3</b>	<b>43,5</b>	<b>63,3</b>	<b>56,4</b>	<b>50,9</b>	<b>35,4</b>
<i>Margen de EBITDA</i>	<b>2,1%</b>	<b>2,5%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,3%</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,0%</b>
<i>Promedio (mar-18 a mar-23)</i>	<b>2,1%</b>					
<b>CAPEX/Inversion Bs. De Uso</b>	<b>38,1</b>	<b>20,8</b>	<b>7,0</b>	<b>8,1</b>	<b>10,6</b>	<b>4,6</b>
<i>% s/Ventas</i>	<b>2,0%</b>	<b>1,2%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,3%</b>	<b>0,1%</b>

\* Volúmenes de molienda de oleaginosas y recepción de cereales.

# Valuación por Múltiplos comparables / Transacciones recientes

## ARCHER DANIELS MIDLAND (ADM)

Es una de las empresas de nutrición más grande del mundo, tanto para consumo humano como animal. Compra, transporta y transforma cultivos, conectando productores con consumidores. Su cobertura global le permite ofrecer los mejores ingredientes a cualquier parte del mundo. Posee unas 300 plantas de procesamiento y unas 750 facilidades (almacenaje) atendiendo a más de 200 países.

## BUNGE

Más de 200 años de experiencia con cobertura global. Es el líder mundial en procesar oleaginosas y uno de los productores líderes de aceites, grasas y proteínas vegetales. Tiene infraestructura en los seis continentes que incluye elevadores de granos, plantas de procesamiento y puertos propios. Posee más de 300 plantas operando en más de 40 países.

## VITERRA

Tiene una red agrícola de escala mundial totalmente integrada que conecta productores con consumidores. Maneja más de 100 millones de toneladas anuales de productos agrícolas, incluyendo cereales, oleaginosas, arroz, azúcar, aceites vegetales, además de una variedad de alimentos para animales. Compra directamente de los productores agropecuarios y proveedores en más de 65 países y vende a clientes en más de 125 países.

Archer-Daniels-Midland	Ejercicios Anuales	
En Millones de Dólares	dic-21	dic-22
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>85.249</b>	<b>101.848</b>
<i>% de Cambio</i>		19,5%
<b>EBITDA</b>	<b>4.907</b>	<b>6.830</b>
<i>Margen de EBITDA</i>	<b>5,8%</b>	<b>6,7%</b>
<i>Promedio (dic-21 a dic-22)</i>	<b>6,2%</b>	
<b>CAPEX/Inversion Bs. De Uso</b>	<b>1.169</b>	<b>1.319</b>
<i>% s/Ventas</i>	1,4%	1,3%

Bunge Limited	Ejercicios Anuales	
En Millones de Dólares	dic-21	dic-22
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>59.152</b>	<b>67.232</b>
<i>% de Cambio</i>		13,7%
<b>EBITDA</b>	<b>2.954</b>	<b>3.262</b>
<i>Margen de EBITDA</i>	<b>5,0%</b>	<b>4,9%</b>
<i>Promedio (dic-21 a dic-22)</i>	<b>4,9%</b>	
<b>CAPEX/Inversion Bs. De Uso</b>	<b>399</b>	<b>555</b>
<i>% s/Ventas</i>	0,7%	0,8%

Viterra (Glencore)	Ejercicios Anuales	
En Millones de Dólares	dic-21	dic-22
<b>TOTAL INGRESOS</b>	<b>39.986</b>	<b>53.854</b>
<i>% de Cambio</i>		34,7%
<b>EBITDA</b>	<b>2.179</b>	<b>2.660</b>
<i>Margen de EBITDA</i>	<b>5,4%</b>	<b>4,9%</b>
<i>Promedio (dic-21 a dic-22)</i>	<b>5,2%</b>	
<b>CAPEX/Inversion Bs. De Uso</b>	<b>351</b>	<b>271</b>
<i>% s/Ventas</i>	0,9%	0,5%

## Valuación por Múltiplos comparables / Transacciones recientes

Consideramos que el mercado de valores es el principal referente para testear la consistencia de la valuación de una compañía, ya que es el mercado más líquido y transparente, donde la oferta y la demanda se juntan en forma totalmente voluntaria y de donde se puede obtener información objetiva y fidedigna de precios en cualquier momento determinado. Para lograr una comparación más adecuada aplicamos ajustes por tamaño, riesgo país, diversificación geográfica y liquidez para lograr un valor justo de mercado más preciso para el caso de Vicentin.

El múltiplo que hemos elegido para esta valuación es el de Valor Compañía o *Enterprise Value* (EV) en relación a su ganancia operativa o *EBITDA* (**EV/EBITDA**) por ser el más utilizado en el mercado y porque el mismo permite comparar las compañías seleccionadas considerando su eficiencia operativa. El tomar el *EBITDA* como medida de eficiencia operativa permite la comparación entre distintas empresas evitando alteraciones que surjan por diferencias en la situación financiera, la estructura de capital, los criterios de amortización o las diferentes alícuotas impositivas.

Hemos descartado la utilización del múltiplo de EV/Ventas porque no hemos encontrado que el mismo sea utilizado por el mercado en esta industria. Por caso, no es aconsejable tomar las ventas de ADM y compararlas con las de Vicentin como empresa normalizada cuando la primera tiene más del doble de margen de *EBITDA* que la segunda (con las mismas ventas genera el doble de ganancia operativa). El múltiplo de ventas se suele utilizar en industrias o compañías que suelen encontrarse en una etapa temprana en el desarrollo de su negocio donde todavía no alcanzaron la rentabilidad (por ej. empresas tecnológicas en dicho estadio).

Tampoco utilizamos el múltiplo de Valor Compañía en relación a su valor libros ya que al igual que el anterior no es comúnmente utilizado. Es un valor que se ve fuertemente afectado por los criterios contables que se adopten, así como por las fuertes distorsiones que suelen presentarse en entornos de elevada inflación. A modo de ejemplo: el valor de los activos fijos de Molinos Agro que surgen de su último ejercicio (marzo 2023) ascienden a sólo USD 94 millones.

## Valuación por Múltiplos comparables / Transacciones recientes

Hemos tomado el *EBITDA* de **Archer Daniels Midland** (ticker: ADM) y de **Bunge** (ticker: BG) para sus ejercicios fiscales a diciembre 2022 y 2023 en base a la información de sus reportes anuales, y el ratio EV/*EBITDA* de *Yahoo Finance* así como de estimaciones de un reconocido banco internacional para el año 2023. Toda la información se relevó al 17 de julio de 2023.

Para el caso de **Viterra** se tomó el múltiplo implícito de EV/*EBITDA* en la Transacción Reciente con Bunge calculado por un banco internacional a raíz de la fusión anunciada en junio de 2023.

Para el cálculo del múltiplo de **Molinos Agro** (ticker: MOLA) consideramos su *EBITDA* proyectado a marzo-2025 por una de las sociedades de bolsa más grandes de Argentina que cuenta con un importante equipo de *research*.

Tomamos dicho periodo ya que el mismo no se vería afectado por la menor molienda de la actual campaña (impacto sequía) y para dicho ejercicio se esperan niveles de molienda y márgenes normalizados.

Para el cálculo de su capitalización bursátil tomamos el precio promedio de la acción de los últimos 60 días dado que la misma viene registrando oscilaciones diarias importantes y de esta manera se obtiene un valor más homogéneo. Esta es una práctica muy utilizada en el mercado en Ofertas Públicas de compra de Acciones (OPA) y en casos de compañías con muy bajo volumen de operaciones y alta volatilidad de precios.

En el cuadro siguiente se exponen los volúmenes diarios promedio de las operaciones en los mercados bursátiles respectivos relacionados a los nombres sujeto a análisis. En el mismo se evidencia la poca profundidad y representatividad de volumen transado en el mercado local para MOLA de solo cuarenta mil dólares diarios en promedio últimos tres meses.

En USD	ADM	Bunge	Molinos Agro
Volumen diario promedio (ultimos 3 meses)	220.000.000	125.000.000	40.000

Fuente: Yahoo Finance.

## Valuación por Múltiplos comparables / Transacciones recientes

En lo que respecta a Transacciones Recientes tomamos la referida a la fusión Bunge – Viterra dado que se cuenta con información pública, fidedigna y confiable, además del informe de research de un banco internacional de primera línea sobre el particular. Asimismo, el anuncio es de hace solo un mes atrás, Junio 2023.

Por el contrario, hemos descartado como transacción reciente la venta del 16,7% de Renova en diciembre de 2019 por parte de Vicentin ya que la misma tuvo un componente estratégico muy importante para Viterra al tomar una posición de control en dicha compañía por lo que pudo estar fuertemente afectada por esta situación considerando una prima de control implícita. Consecuentemente dicho componente podría generar distorsiones significativas para el análisis. A su vez entendemos que existen muchos condicionantes para la transferibilidad de la posición accionaria en dicha compañía fruto de acuerdos de accionistas y cláusulas contractuales con acreedores afectando sensiblemente la liquidez de dichas acciones.

Una vez obtenidos los múltiplos de EV/EBITDA de ADM, Bunge y Viterra les hemos aplicado un **ajuste o descuento del 20% al 35%** para equiparar los mismos a una empresa que cotice en Argentina (por ej MOLA). Dicho ajuste o prima de descuento refleja el riesgo país, tamaño, liquidez y diversificación geográfica. Como hemos visto se trata de grandes multinacionales que operan en distintos países y regiones y con una liquidez de mercado muy distinta. La sociedad de Bolsa que cubre la acción de MOLA utiliza un descuento del 35% por estos motivos (Research: junio 2023). En general, en los últimos 20 años, el rango de descuento aplicado en el mercado por estos conceptos ha oscilado entre el 15% y el 40% dependiendo de: la industria, las compañías, las diferencias de tamaño y liquidez, así como del nivel de riesgo país y expectativas de cada momento.

De esta forma ya contamos con los múltiplos de ADM, Bunge, Viterra y Molinos bajo un mismo parámetro.

Para aplicar dichos múltiplos a **Vicentin** es necesario realizar dos ajustes adicionales considerando por un lado que la compañía se encuentra en *distress* financiero y por el otro que no tiene oferta pública de sus acciones (no cotiza en bolsa) lo que implica una restricción de liquidez, ambos ajustes ya comentados en la sección de la metodología FFD. Dichos ajustes son de 10% cada uno.

# Valuación por Múltiplos comparables / Transacciones recientes

	EV/EBITDA
<b>Compañías Internacionales:</b>	<b>FY23E</b>
Archer-Daniels-Midland (ADM)	8,3x
Bunge Limited (BG)	6,4x
Viterra (Grupo Glencore)	5,5x
<b>Promedio:</b>	<b>6,7x</b>

	EV/EBITDA
<b>Compañías en Argentina:</b>	<b>mar-25e</b>
Molinos Agro (Mola)	5,1x
	<b>5,1x</b>

Rango de descuento por riesgo país, tamaño, liquidez y diversificación geográfica

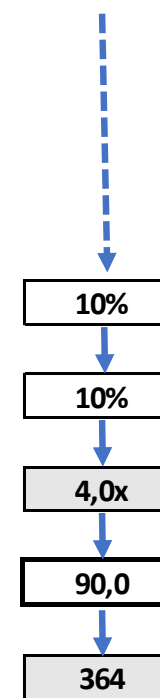
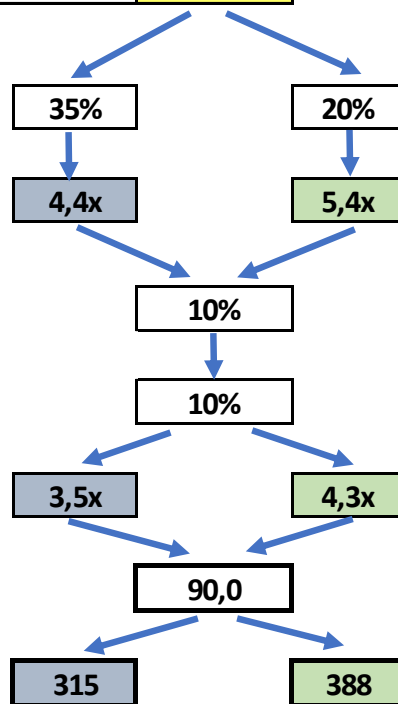
Multiplo a aplicar a una compañía en Argentina mismo sector con cotización pública en bolsa

- Descuento por liquidez (no cotizar en Bolsa)
- Descuento por Distress Financiero

Multiplo a aplicar a Vicentín SAIC

EBITDA Proyectado Vicentín SAIC (USD millones)

Rango de Valor de Vicentín por Múltiplos (USD millones)



**De esta manera llegamos a rangos de valores justos de mercado para Vicentín de entre USD 315 millones y USD 388 millones según la metodología de Múltiplos Comparables / Transacciones recientes.**

# Valuación Vicentin SAIC

Para obtener los rangos de valores justos de mercado para Vicentin exponemos los resultados de ambas metodologías:

## Valuación en USD millones



En función de nuestro análisis, determinamos un rango de valores justos de mercado para Vicentin SAIC de entre **USD 315 millones** y **USD 354 millones**, dentro de un rango ampliado de entre **USD 257 millones y USD 388 millones**.