



VICENTIN S.A.I.C. S/CONCURSO PREVENTIVO

**INFORME SOBRE LA BASE DE
PROCEDIMIENTOS PREVIAMENTE ACORDADOS**

ÍNDICE GENERAL

| | |
|---|----|
| INFORME DE CONTADOR PÚBLICO INDEPENDIENTE SOBRE LA BASE DE PROCEDIMIENTOS PREVIAMENTE ACORDADOS | 3 |
| RESUMEN EJECUTIVO | 6 |
| ANEXO I: PROCEDIMIENTOS PREVIAMENTE ACORDADOS DE REVISION A SER APLICADOS SOBRE: INFORMACIÓN SOLICITADA Y APORTADA POR EL SUB-INTERVENTOR COORDINADOR DEL CONCURSO DE LA EMPRESA VICENTIN S.A.I.C. | 8 |
| ANEXO II: INFORME SOBRE LA BASE DE PROCEDIMIENTOS PREVIAMENTE ACORDADOS | 10 |
| 1. DESCRIPCIÓN DE ACTIVIDADES, FACILIDADES PRODUCTIVAS Y PARTICIPACIONES | 10 |
| 2. CONTEXTO ECONÓMICO | 11 |
| 3. METODOLOGÍAS DE VALUACIÓN | 13 |
| 4. SELECCIÓN DE COMPARABLES | 15 |
| 5. ANÁLISIS DE VALOR DE MERCADO..... | 17 |
| ANEXO III: PROCEDIMIENTOS OMITIDOS | 22 |
| APÉNDICE A – Información de compañías comparables | 23 |

INFORME DE CONTADOR PÚBLICO INDEPENDIENTE SOBRE LA BASE DE PROCEDIMIENTOS PREVIAMENTE ACORDADOS

Sres. Interventores Guillermo Nudenberg/ Andrés Shocron
y Síndicos del Concurso Vicentin S.A.I.C.
Juzgado de 1era Instancia Civil y Comercial de la Segunda Nominación
Alvear 759-Reconquista- Santa Fe- Argentina
Expediente N°: 21-25023953-7

De nuestra consideración:

Objeto del encargo

De acuerdo a la resolución judicial de fecha 23 de junio de 2023 emitida por el JUZGADO DE PRIMERA INSTANCIA EN LO CIVIL Y COMERCIAL DE LA SEGUNDA NOMINACIÓN firmada por el Juez Dr. Fabián Lorenzini en los autos caratulados “Vicentin S.A.I.C.”S/ Concurso Preventivo Expediente N° 21-25023953-7 en la cual se nos solicita el desarrollo de una tarea profesional a través de la cual se nos instruye que *“para el desarrollo de las tareas (dado el acotado marco temporal en que pretendemos su ejecución), deberá conformarse un espacio técnico colaborativo que será coordinado por el Sub Interventor Dr. Guillermo Nudenberg bajo los principios de: a) colaboración técnica y buenas prácticas en el manejo de datos sensibles; b) coordinación y complementariedad (sinergia); c) transparencia y trazabilidad de los datos y; d) uso eficiente del tiempo. El objetivo inicial será igualar el nivel conocimiento técnico específico de los intervinientes (evaluadoras, asistentes técnicos, interventor y sindicatura). Para ello se pondrá a disposición de todas las personas que intervengan en forma inmediata, el material existente (tasaciones de activos, informes de la sindicatura, impugnaciones, valuaciones privadas, etc.), respetando las pautas de confidencialidad y manejo responsable de información sensible. Luego, se deberán establecer instancias de diálogo y validación de datos, solicitando a cada interviniente en este espacio una conducta colaborativa y de buena fe, compartiendo toda información particular que pueda contribuir al mejor desarrollo de las tareas conjuntas. Deberán coordinarse encuentros presenciales o virtuales a demanda de los intervinientes. Contemplando lo manifestado por las evaluadoras designadas, se extenderá el plazo que se había fijado para la presentación de los informes definitivos hasta el día 31.7.2023 inclusive. Deberán acompañarse al expediente informes de avances en fechas 30 de junio de 2023 y 7 de julio de 2023, sin perjuicio de otros que pudieran resultar necesarios, conforme a las circunstancias”*, les adjuntamos el presente Informe de Procedimientos Previamente Acordados.

Hemos realizado los Procedimientos Previamente Acordados con Uds. que se detallan en nuestro “Informe sobre la base de Procedimientos Previamente Acordados” relacionados con el análisis de un rango de valores de “Empresa en Marcha” en lo referente a la valuación de la firma Vicentin S.A.I.C. basándonos en los antecedentes que fueron parcialmente puestos a disposición en una carpeta de uso compartido, la información complementaria que requerimos oportunamente, que nos fue provista a través del sub-interventor Guillermo Nudenberg designado como coordinador de la mesa técnica por resolución judicial de fecha 23 de junio de 2023 la cual ha sido establecida a los efectos de facilitar el dialogo y la compilación de datos, cuya verificación y validación de corrección e integridad no hemos efectuado dada la naturaleza del encargo profesional, información que ha sido producida por terceros ajenos a SMS San Martin, Suarez y Asociados S.C. (en adelante SMS); y las entrevistas realizadas de acuerdo al

cronograma propuesto en los informes de avances presentados en el expediente en las fechas solicitadas,

Responsabilidad de los Interventores y Síndicos

La determinación de la naturaleza, oportunidad y alcance de los procedimientos de revisión previamente acordados que se nos han solicitado realizar, según lo expuesto en el informe denominado "Procedimientos previamente acordados" de este informe, son responsabilidad de Uds. En consecuencia, no asumimos responsabilidad por la suficiencia de los procedimientos aplicados, ya sea a los fines para los cuales se ha solicitado este informe o para cualquier otro propósito. Por otra parte, no efectuamos ninguna manifestación en este informe con respecto a cuestiones de interpretación legal.

Responsabilidad del contador público

No somos los auditores de Vicentin S.A.I.C. Los Estados Contables correspondientes a los ejercicios fiscales cerrados entre 2016 hasta 2022, fueron examinados por otro contador público independiente.

Nuestra responsabilidad consiste en llevar a cabo los procedimientos acordados según la Resolución de fecha 23 de junio de 2023 emitida por el Juez del Juzgado de 1era Instancia Civil y Comercial de la 2da Nominación con domicilio en Alvear 759 de la ciudad de Reconquista, Santa Fe, Dr. Fabián Lorenzini de conformidad con las normas sobre encargos para aplicar procedimientos acordados establecidas en la sección VII.A de la Resolución Técnica N°37 de la Federación Argentina de Consejos Profesionales de Ciencias Económicas. Somos independientes de las partes y hemos cumplido las demás responsabilidades de ética de conformidad con los requerimientos del Código de Ética del Consejo Profesional de Ciencias Económicas de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires y de la Resolución Técnica N°37 de la FACPCE que requiere que ejecutemos los procedimientos acordados y que presentemos un informe que contenga los hallazgos derivados de la tarea.

Los procedimientos realizados para el análisis citado no constituyen una auditoría ni una revisión y, por lo tanto, no se expresa ninguna seguridad respecto de la información que es objeto de la aplicación de los procedimientos acordados. Por tal motivo, quienes han solicitado el informe evaluarán por sí mismos los procedimientos y los resultados informados para extraer sus propias conclusiones. Si hubiésemos realizado procedimientos adicionales, una auditoría o una revisión, otras cuestiones podrían haber llegado a nuestro conocimiento, las que les hubiesen sido oportunamente informadas.

Los procedimientos acordados descriptos no deberán ser considerados como reemplazo de las averiguaciones y procedimientos adicionales que Uds. realicen.

Procedimientos acordados realizados

Hemos realizado los procedimientos acordados que se indican en el **ANEXO I**, en relación con la consultoría de análisis de valuación de la empresa Vicentin S.A.I.C. Dichos procedimientos nos permitieron arribar a un rango de valores de flujo de fondos descontados y de ratios de empresas comparables de la Sociedad como "Empresa en Marcha". Compartiremos y

explicaremos los fundamentos de nuestro trabajo de manera que puedan ponderar los mismos para la realización de los informes solicitados por el Juzgado a la sindicatura, interventores y peritos de parte quienes estuvieron presentes en todas las entrevistas que hemos solicitado y realizado en el proceso de indagación sobre información producida por terceros y puesta a nuestra disposición previamente.

Hallazgos

Como resultado de la aplicación de los procedimientos previamente acordados que se describen en el **ANEXO I**, con las limitaciones en relación con los procedimientos omitidos que se detallan en el **ANEXO III**, hemos identificado las observaciones y comentarios que se detallan en el **ANEXO II**, adjunto al presente informe y, en el **RESUMEN EJECUTIVO**.

Otras cuestiones

Les informamos que los comentarios y observaciones que se indican en el párrafo anterior no han sido discutidos con las autoridades de la empresa concursada, ni con sus auditores externos y sus asesores legales, previsionales e impositivos. Tampoco hemos realizado una valuación completa de Vicentin S.A.I.C., sino sólo y exclusivamente un análisis de rango de valores de la Sociedad (en base a flujo de fondos descontado a distintas tasas de descuento y múltiplos de empresas comparables), sobre la base de información de terceros solicitada y puesta a nuestra disposición. Consecuentemente, no podemos asegurar que los mismos vayan a ser aceptados, justificados o discutidos por ellos en el futuro. Asimismo, asumimos que, a la fecha de este informe, a Uds. no les ha llamado la atención, ni han tenido conocimiento de información alguna que, si nos hubiera sido comunicada, podría haber afectado las conclusiones de nuestro trabajo.

Finalmente, entendemos que la resolución de las discrepancias y/o disputas potenciales que pudieran surgir sobre los resultados del trabajo realizado, y de otros asuntos no detectados durante nuestro trabajo a causa del alcance limitado del mismo, pero descubiertos con posterioridad, están fuera de nuestra responsabilidad.

El presente Informe, el resumen ejecutivo y los **ANEXOS I, II y III** que lo acompañan, son exclusivamente para informar a Uds., acerca de los trabajos realizados dentro del marco previsto en nuestra carta propuesta del 22 de junio de 2023 que ha sido confeccionada en base a la Resolución 2125023953-7/10 de fecha 12 de junio de 2023 y aceptada mediante resolución del Juzgado de 1era Instancia Civil y Comercial de la Segunda Nominación a cargo del Sr Juez Dr Fabián Lorenzini de fecha 23 de junio de 2023, donde se nos encomiendan dichas tareas . Consecuentemente el mismo no ha de ser usado, mencionado o distribuido para ningún otro fin.

Ciudad Autónoma de Buenos Aires, 28 de julio de 2023.

SMS San Martin, Suarez y Asociados S.C.



SILVIA ANDREA TEDIN
SOCIA
Contadora Pública (UBA)
C.P.C.E.C.A.B.A. T° 261 - F°127

RESUMEN EJECUTIVO

El presente Informe tiene por objeto establecer un rango de valores de mercado de Vicentin S.A.I.C., una sociedad argentina dedicada fundamentalmente a la molienda de semillas oleaginosas, principalmente semillas de soja y girasol, y la exportación de sus derivados (aceites, harinas y pellets).

Si bien la empresa se encuentra actualmente inmersa en un complejo proceso legal vinculado con la pasada apertura de su concurso preventivo, este Informe asume que, más allá de las particularidades propias de la situación citada, Vicentin S.A.I.C. se halla en funcionamiento y que proseguirá con sus actividades habituales en el futuro previsible. En otras palabras, a los fines de esta valuación se ha trabajado bajo la hipótesis de “Empresa en Marcha”.

La particular situación actual de Vicentin S.A.I.C. como producto de su proceso concursal, la cual limita sus operaciones industriales y comerciales en el corto plazo, se asume que será superada una vez que concluya el referido proceso. La mayor o menor incidencia de las restricciones señaladas sobre el valor empresa han sido incorporadas a las estimaciones a través de la aplicación de tasas de descuento de distinta magnitud, así como en la adopción de una postura general conservadora en materia de volúmenes operados.

Por otro lado, se debe destacar que no se han realizado las siguientes tareas, que podrían tener incidencia en una valuación completa de “Empresa en Marcha”:

- Visita a las instalaciones industriales de la empresa.
- Reuniones de trabajo con los principales gerentes a cargo y cualquier otro personal clave.
- Confección propia de un flujo de fondos a mediano plazo.

Dadas las limitaciones relativas a las tareas llevadas a cabo durante la referida labor de valuación, se ha hecho uso de la información de terceros que nos fuera puesta a disposición cuya verificación y validación de corrección e integridad no hemos efectuado dada la naturaleza y alcance limitado del presente encargo profesional sobre Vicentin S.A.I.C., sus actividades y posible desenvolvimiento futuro (en especial, las proyecciones contempladas en el denominado “Plan de Negocios 2022 – 2036, Vicentin con Interesados Estratégicos” confeccionado en moneda funcional dólares estadounidenses, el cual fue analizado y discutido con integrantes de los equipos que trabajaron en su confección, sin participación de SMS.

A efectos de realizar la valuación ya señalada se aplicaron dos metodologías de amplio uso en esta materia; a saber:

- Método del Flujo de Fondos Descontado; y
- Método de Múltiplos de Empresas Comparables.

En el primer caso, se realizaron estimaciones de valor probable utilizando tasas de descuento promedio alternativas con el propósito de reflejar distintos escenarios macroeconómicos (asumiendo la gradual estabilización de la economía argentina y su reinserción en el mercado internacional de capitales en el mediano plazo). De dicha manera, se obtuvieron los siguientes valores probables:

- Valor A: US\$ 213,97 millones (tasa de descuento: 18% anual)
- Valor B: US\$ 257,20 millones (tasa de descuento: 15% anual)
- Valor C: US\$ 315,78 millones (tasa de descuento: 12% anual)
- Valor D: US\$ 413,25 millones (tasa de descuento: 9% anual)
- Valor E (promedio): US\$ 300,05 millones

Por otra parte, se efectuaron valuaciones alternativas utilizando múltiplos para los ratios EV/R (Economic Value/Revenue) y EBITDA, utilizando información de compañías comparables a nivel mundial y local.

- Para el ratio EV/R (Economic Value/Revenue) se obtuvieron valores probables de US\$ 360 millones (F) y US\$ 427 millones (G), en función de diferentes niveles de ventas proyectados.
- A su vez, aplicando un múltiplo de EBITDA de 5, se alcanzaron valores probables de US\$ 404 millones (H) y US\$ 425 millones (I) bajo similares supuestos.

En resumen, la consideración del conjunto de valores probables obtenidos permitió establecer un Valor Probable promedio de US\$ 346,25 millones y una mediana de US\$ 360 millones (que representa el punto central de la serie de valores antes mencionada). A continuación se muestra el rango de valores obtenido

| VALORES EMPRESA (en millones de U\$S) | |
|--|--------|
| A | 213,97 |
| B | 257,20 |
| C | 315,78 |
| D | 413,25 |
| E | 300,05 |
| F | 360,00 |
| G | 427,00 |
| H | 404,00 |
| I | 425,00 |
| RANGO | |
| Mínimo | 213,97 |
| Mediana | 360,00 |
| Máximo | 427,00 |

Queda entendido que la presente valuación no ha contemplado la existencia de eventuales contingencias y/o reclamos, impositivas, aduaneras o de otra índole.

Por último, y como complemento de esta labor, se estimó asimismo una necesidad de capital de trabajo equivalente a 1,06 meses de facturación promedio en base a datos históricos; lo cual determinó montos de US\$ 212 millones para ventas anuales de US\$ 2.400 millones, y de US\$ 251,75 millones para ventas anuales de US\$ 2.850 millones.

ANEXO I**ANEXO I: PROCEDIMIENTOS PREVIAMENTE ACORDADOS DE REVISION A SER APLICADOS SOBRE: INFORMACIÓN SOLICITADA Y APORTADA POR EL SUB-INTERVENTOR COORDINADOR DEL CONCURSO DE LA EMPRESA VICENTIN S.A.I.C.****INTRODUCCIÓN**

Hemos sido provistos sólo de alguna información, en función de ello y de la información provista por ustedes hemos elaborado los procedimientos que detallamos en el apartado A del presente Anexo.

Esta labor no incluyó la valuación de los activos fijos de la Sociedad, la cual, queda entendido que ya ha sido realizada oportunamente por otros profesionales del área y que, tratándose de un análisis de rango de valor de la compañía como “Empresa en Marcha”, no han sido tomados en cuenta en nuestro alcance.

A. GENERAL

1. Informarse a través de entrevistas con los Síndicos e Interventores del Concurso a los efectos de comprender los principales aspectos relacionados con la Valuación de la empresa concursada y con el fin de profundizar sobre la información generada por terceros y la información de la Vicentin S.A.I.C. concursada a la fecha.
2. Informarse a través de distintas entrevistas: 1- Con el Sr Interventor Andrés Shocron, 2 – Con el señor Alberto Macua en representación de la empresa Vicentin S.A.I.C., 3 - Con el auditor y valuador de parte (CP. Juan José Forastier), acerca de las principales pautas consideradas para la preparación de parte de la información que obra en el expediente, el flujo de fondos provisto por la Vicentin S.A.I.C. y revisado en las distintas reuniones técnicas y que hace a nuestras tareas para determinar el nuevo rango de valores de la Compañía. Estos procedimientos fueron los siguientes:
 - a) Lectura y análisis conceptual de los Estados Contables de la Empresa Vicentin S.A.I.C. (ejercicios auditados para los cierres fiscales octubre 2016 hasta octubre 2022) y empresas donde posee participaciones relevantes como ser Renova S.A., Renopack S.A. correspondientes a los últimos 3 ejercicios auditados (31.12.2022, 31.12.2021 y 31.10.2020 para el caso de la primera y 31.10.2022, 31.10.2021 y 31.10.2020, para la segunda).
 - b) Relevamiento de volúmenes, ventas totales, márgenes de moliendas y capital de trabajo de los ejercicios fiscales finalizados en 2016 y 2017.
 - c) Consultar acerca de las proyecciones en cuanto a capacidades, márgenes para los próximos 5 años (expresadas en dólares), en las distintas plantas y actividades de la empresa que obran en el expediente sobre el plan de negocios de la compañía consultadas en la entrevista realizada con el señor Alberto Macua.



- d) Obtener información en las entrevistas de los principales contratos relevantes que estén vigentes en 2023.
- e) Análisis de informes producidos por terceros en el expediente del Concurso de Vicentin S.A.I.C. que fueron, relevantes para nuestra tarea.

ANEXO II

ANEXO II: INFORME SOBRE LA BASE DE PROCEDIMIENTOS PREVIAMENTE ACORDADOS**1. DESCRIPCIÓN DE ACTIVIDADES, FACILIDADES PRODUCTIVAS Y PARTICIPACIONES**

La principal actividad de Vicentin S.A.I.C. es la elaboración de aceites vegetales y sus subproductos a partir de la molienda de granos de soja y girasol. Dicha actividad la lleva a cabo en sus propias plantas industriales y facilidades portuarias ubicadas en la Provincia de Santa Fe. Los establecimientos productivos con los que opera pueden dividirse en aquellos localizados en el Nodo Sur y en la Nodo Norte de la citada Provincia.

En el caso del Nodo Sur (San Lorenzo - Timbúes) dichos establecimientos comprenden:

- Planta Ricardone. Posee dos líneas de molienda, con capacidades diarias de 2.000 ton (para soja o girasol) y 2.000 ton (soja, girasol o algodón), además de otras facilidades conexas (plataformas de descarga, tanques de almacenaje, secadora de granos, etc.).
- Planta Oleaginosa San Lorenzo S.A. (propiedad de Vicentin S.A.I.C.). Posee una línea de molienda de soja con una capacidad diaria de 10.000 ton, más facilidades asociadas.
- Planta Terminal Embarque. Posee una línea de molienda de soja con una capacidad diaria de 6.000 ton, más facilidades anexas. También incluye varias líneas de embarque (aceites, biocombustibles, lecitina, glicerina) y zona de descarga para barcos y barcazas. Su capacidad de carga es de 2.400 ton/día para sólidos y de 1.500 ton/día para aceites.
- Playa Externa de Camiones. Con capacidad de residencia de 800/1.000 camiones, así como con un número operativo diario de 450 unidades de ingreso y egreso.

Por otra parte, los establecimientos situados en Nodo Norte (Avellaneda) comprenden:

- Una planta de producción de bioetanol con una capacidad de producción de 310 m³/día, con sus instalaciones conexas (descarga, limpieza, almacenaje); una planta de alimento balanceado con una capacidad de elaboración de 400 ton/día más instalaciones asociadas; una planta de refinería y fraccionado de aceite (fuera de uso); una planta de biodiesel (desmantelada); y una planta de acopio en funcionamiento para maíz, girasol y algodón. A esto se agregan los correspondientes servicios de planta de uso compartido (generación de vapor y energía eléctrica, tratamiento de agua, y sistema de incendio).

Adicionalmente, Vicentin S.A.I.C. posee participaciones en terceras sociedades, entre las que cabe destacar:

- Renova S.A. (33,33%). Dedicada a la producción de aceites vegetales crudos y/o grasas animales, y ubicada en San Lorenzo lindera a las instalaciones de Vicentin S.A.I.C. Entre otras facilidades, posee una planta de molienda de soja en Timbúes con una capacidad de 30.000 ton/día.

ANEXO II

- Renopack S.A. (50%). Dedicada al fraccionamiento de aceites vegetales refinados en su planta de San Lorenzo (lindera a la planta Ricardone).
- Biogas Avellaneda S.A. (50%). Operadora de una planta de biogás generado a partir de residuos orgánicos (lindera a la planta de bioetanol ya referida).

Puede hallarse información pormenorizada sobre los Bienes de Uso y las Inversiones Permanentes en Sociedades de Vicentin S.A.I.C. en el Informe Art. 39° Inc. 2 LCQ de la Sindicatura; así como en el Informe de Análisis y Valuación de Activos elaborado por DE SMET de febrero de 2021, y en la Opinión de Valor Razonable de los Activos Fijos de ORYX CONSULTORA con fecha de referencia 31/01/2021.¹

2. CONTEXTO ECONÓMICO

En el terreno internacional, las últimas proyecciones del Banco Mundial (junio 2023) anticipan que el PBI global aumentará un 2,1% durante este año, y con una leve recuperación en 2024 que llevará el incremento al 2,5% anual. En materia de comercio, el organismo multilateral mencionado pronostica expansiones del 1,7% y del 2,8% para el presente año y el próximo, respectivamente (luego de un crecimiento del 6% en 2022).

En lo referente a nuestro país, después de registrar una sustancial recuperación en el año 2021 (+10% en relación con el año previo) debido a la gradual flexibilización de las restricciones impuestas a causa de la emergencia sanitaria COVID-19, la actividad económica experimentó en el 2022 un crecimiento moderado: sobre este particular, las cifras oficiales han señalado un incremento del PBI real del 5,2% anual. Dicha disminución del ritmo de crecimiento se encuentra asociada al agotamiento del efecto “rebote” post pandemia y a los menores niveles de consumo e inversión producto de una política económica más restrictiva implementada a partir de mediados del año pasado.

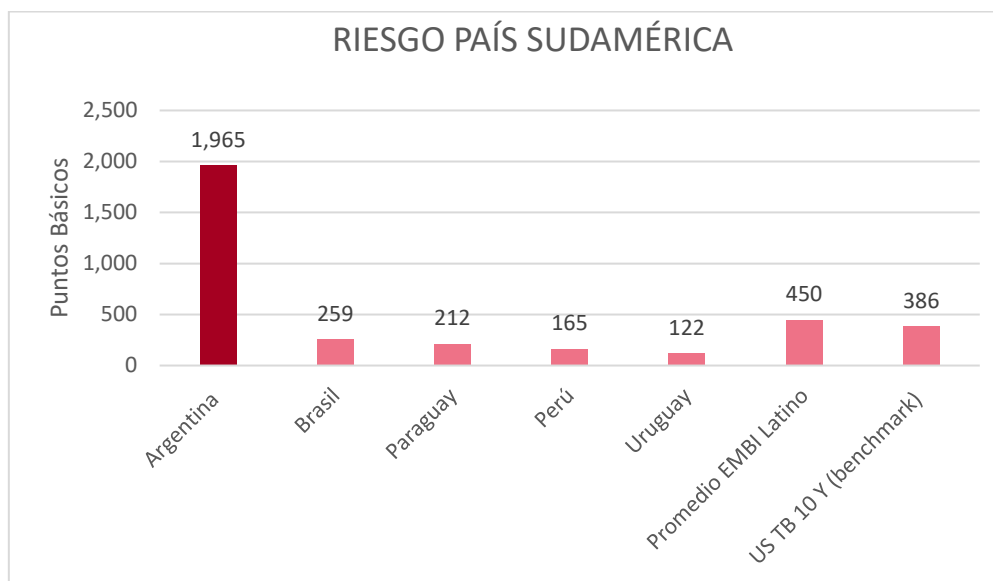
A su vez, durante el primer trimestre de este año, el PBI real aumentó sólo el 1,3% en relación con igual período del año inmediato anterior, circunstancia que se explica en particular por la sustancial caída del sector agropecuario afectado por la sequía. Coincidentemente, el Estimador Mensual de la Actividad Económica (EMAE – INDEC) exhibió en mayo pasado una caída del 5,5% en relación con el mismo mes del año previo y un acumulado enero – mayo del 0% (sin variación) en comparación con igual lapso del 2022 (en especial, a consecuencia de una significativa disminución del sector de Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura).

Por otro lado, la estimación oficial contenida en la Ley de Presupuesto General de la Administración Nacional para el Ejercicio Fiscal del año 2023 consigna un crecimiento proyectado del PBI real del 2% con respecto al año 2022. El Banco Mundial, por su parte, difundió recientemente sus estimaciones que anticipan en lo concerniente a Argentina una disminución del PBI real del -2,0% anual para el año en curso. En el plano de las fuentes privadas, los resultados derivados de la encuesta del último Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM - BCRA, junio 2023) consignan para nuestro país caídas esperadas del PBI real (medianas de -3% y -0,6% para los años 2023 y 2024), así como elevados aumentos del IPC (medianas de +142,4% y +105% para los mismos períodos antes referidos).

¹ Para información de carácter general: www.vicentin.com.ar

ANEXO II

Cabe destacar que, en buena medida, las diferencias apuntadas se vinculan con la incertidumbre que rodea al cumplimiento por parte del Gobierno Nacional de las metas comprometidas en el acuerdo alcanzado con el FMI durante el año pasado y su eventual renegociación. El elevado nivel actual de riesgo país, por encima de los 2.000 puntos básicos, confirma la negativa percepción del mercado con respecto a la situación y perspectivas de la economía argentina en el corto plazo.



Fuente: Elaboración propia con información obtenida en Puentenet.com, 24/07/2023

En materia sectorial, la pasada sequía afectó severamente a la producción agrícola: la cosecha de soja de la campaña 2022/23 apenas alcanzó los 20 millones de toneladas, un 55% por debajo del promedio quinquenal anterior y la peor desde el año 1999 (BCR), y una molienda estimada en 12 millones de toneladas. La cosecha de girasol, en cambio, se ubicó en 3,9 millones de toneladas, sin experimentar una reducción apreciable.

En cambio, para el ciclo 2023/24 se estima que la producción de las principales materias primas agrícolas (trigo, maíz, sorgo, soja, girasol, maní y cebada) podría alcanzar en nuestro país los 130/135 millones de toneladas, todavía por debajo del pico de los 155 millones de toneladas de la campaña 2016/17 (IERAL).

El USDA proyecta en la actualidad para nuestro país producciones de 28 millones de toneladas de harina de soja y de 7,1 millones de toneladas de aceite ídem, con recuperaciones del orden del 20% en relación con la campaña que acaba de finalizar. En lo referente al girasol se estima para esta campaña una superficie total de siembra de 1.950.000 ha, un 11% menor a la del ciclo previo pero por encima del promedio del último quinquenio, debido a la desfavorable relación insumo/producto y a la condición de las reservas hídricas de ciertas zonas (Informe de Pre-Campaña Girasol 23/24, Bolsa de Cereales de Buenos Aires, 19/07/2023).

En términos generales, los precios internacionales de las diferentes materias primas han regresado a los niveles anteriores a los alcanzados como consecuencia de la crisis de Ucrania, aunque aún se mantienen elevados en términos históricos (ver Tabla de Precios Internacionales Promedio en U\$/Ton). Sobre este particular, no se descartan nuevos movimientos de precios en función del futuro desarrollo de los acontecimientos alrededor de la situación de los puertos

ANEXO II

del Mar Negro (Rusia y Ucrania producen el 50% de la oferta mundial de girasol y más del 70% de la oferta de aceite global de esta oleaginosa).

SOJA – Precios Internacionales Promedio (en US\$/ton)

| | 2020 | 2021 | 2022 | 01-03/2023 | 04-06/2023 |
|--------|------|-------|-------|------------|------------|
| Harina | 394 | 481 | 548 | 597 | 519 |
| Aceite | 838 | 1.385 | 1.667 | 1.236 | 1.008 |
| Grano | 407 | 583 | 675 | 635 | 601 |

Fuente: World Bank Commodities Price Data (06/07/2023)

A mediados de este mes de julio, los distintos contratos de futuros indican para los próximos tres años valores a la baja para la soja (Chicago Mercantile Exchange, CME) y valores sostenidos para las tasas de interés en dólares estadounidenses y para el tipo de cambio Euro/US\$.

De acuerdo con las recientes proyecciones del BCRA en lo relativo a la balanza comercial de nuestro país para 2024 – 2030, se estima que las exportaciones de Granos y Derivados se recuperarán significativamente el año próximo una vez superada la sequía, y que luego crecerán moderada pero sostenidamente durante el resto del período considerado.

Por último, en lo que respecta al tipo de cambio es valioso mencionar que los analistas del Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) pronosticaron el tipo de cambio nominal promedio de \$267,07 por dólar para julio de 2023 (7,4% de variación mensual esperada) y quienes pronosticaron con mayor precisión esta variable en el corto plazo proyectaron que el tipo de cambio nominal promedio para el mismo período se ubique en \$267,20/US\$ (7,4% mensual de variación respecto del dato de junio).

3. METODOLOGÍAS DE VALUACIÓN

Las metodologías de valuación de empresas son diversas y su uso específico depende de las características de cada caso en particular.

En términos generales, dichas metodologías pueden dividirse en los siguientes grandes grupos:

- La consideración del valor de libros o valor contable;
- El uso de múltiplos de diverso tipo (PER², EV/Rx³, EBITDAX⁴, etcétera); y
- La utilización de flujos de fondos descontados (DCF).

En el caso de la utilización del **valor de libros**, se trata de aplicar el método de valuación más directo y simple, el cual consiste en tomar el valor registrado de la empresa en sus últimos estados contables auditados. Dicho valor surge de la diferencia entre sus Activos Totales y sus Pasivos Totales a una fecha determinada; es decir, su Patrimonio Neto. En ciertas situaciones, el citado valor contable puede experimentar “correcciones” de orden técnico para reflejar elementos que no se encuentran adecuadamente registrados. Si se tratase de empresas con cotización bursátil, se utiliza alternativamente su valor de “capitalización de mercado” (o Market

² Price Earnings Ratio

³ Enterprise Value/Revenue

⁴ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

ANEXO II

Cap) que equivale al valor que surge de multiplicar la cantidad de acciones que integran el capital de la empresa por la última cotización de su acción en la Bolsa de Comercio correspondiente.

En lo referente al uso de **múltiplos** se trata de mecanismos de cálculo muy difundidos basados en información de origen contable histórica, con un nivel de sofisticación medio (puesto que se asume la continuidad del desempeño corporativo e, incluso, se compara a la empresa objeto de valuación al promedio de la industria a la que pertenece). En el campo profesional, esta mayor simplicidad ha determinado que la utilización de múltiplos se haya difundido ampliamente.

Así, por ejemplo, el uso de las relaciones EV/EBITDA (Enterprise Value dividido EBITDA - Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – este último un concepto equivalente a las ventas menos los gastos directos y los de estructura); y EV/R (Enterprise Value dividido Revenue) son considerados indicadores claves en materia de valuaciones empresarias.

Desde un punto de vista práctico, y en función de la experiencia verificada en los países desarrollados en materia de fusiones y adquisiciones de empresas, se admiten generalmente múltiplos de hasta EBITDA x 7 para la valuación de firmas de regular envergadura (cifra que puede disminuir aún más en el caso de compañías cerradas), y múltiplos superiores en el caso de grandes empresas líderes o de gran dinamismo en sus industrias específicas (que pueden alcanzar un nivel de EBITDA x 15 o incluso mayor).

A título ilustrativo, se consigna que el valor promedio del múltiplo de EV/EBITDA provisto por la Stern School of Economics (Universidad de New York, Estados Unidos de América) en enero pasado, elaborado en base a información contable de 5.649 empresas estadounidenses con cotización bursátil (excluidas las firmas financieras) fue de 12 (si bien con una sustancial dispersión entre industrias).

Por otro lado, los múltiplos EV/R se hallan actualmente en los siguientes niveles para industrias seleccionadas en los Estados Unidos de América (según la firma Stockcircle):

- Transporte y almacenaje: 2,0x
- Minería, extracción de petróleo y gas: 1,3x
- Agricultura, forestación y pesca: 0,8x
- Comercio mayorista: 0,4x

Cabe señalar que durante el año 2022 se observó una caída significativa de operaciones de Fusiones y Adquisiciones (M&A) a nivel mundial, tanto en términos de valor dinerario total como en cantidad de transacciones; en virtud, fundamentalmente, de las subas de las tasas de interés verificadas a partir de junio de dicho período (de hecho, se alcanzó un valor total en M&A un 36% por debajo del 2021, monto que representó el más bajo de los últimos cinco años). Como reflejo de esta situación, el múltiplo EV/EBITDA implícito promedio se ubicó en alrededor 12 para la categoría de “operaciones estratégicas o industriales” (compraventas corporativas), el coeficiente más bajo de los últimos diez años. Para el año en curso se espera que las valuaciones empresarias sean incluso más conservadoras, con múltiplos más cercanos a 9/10 promedio general (S&P Global Market Intelligence, “M&A by the Numbers: 2022 in Review”; así como: Bain & Company on M&A 2022).

A su vez, las transacciones de M&A a nivel global volvieron a mostrar una caída interanual sustancial en el primer semestre de este año, en comparación con un muy buen primer semestre

ANEXO II

post pandemia de 2022. Se espera, no obstante, una mayor actividad durante el próximo semestre en especial en operaciones por debajo de los US\$ 25.000 millones y en industrias específicas (materias primas, farmacéuticas, finanzas).

En lo referente a M&A en nuestro país, en el año 2022 se relevaron 84 transacciones por un total de US\$ 3.700 millones que, si bien por encima de las cifras de 2020 y 2021, se ubicaron en cantidad y monto por debajo de los promedios de los últimos diez años (debe mencionarse que se verificaron dos operaciones, Ganseng Lithium/Pluspetrol y SoFi/Technisys en el rango de los US\$ 1.000 millones). Los sectores en que se produjo mayor actividad fueron TMT (Tecnología, Medios y Telecomunicaciones) y Energía & Recursos Naturales. Por otro lado, durante el primer trimestre de este año se relevaron 23 transacciones por un total de US\$ 400 millones, con una cantidad de operaciones similar a la del 2022 pero por un monto más acotado. Nuevamente, unas pocas operaciones explicaron la mayor parte del monto registrado (la compra del proyecto minero “Los Azules” por parte de Stellantis, y las ventas por parte de ENEL de sus inversiones en generación eléctrica). Los sectores industriales más activos fueron TMT y Energía & Recursos Naturales. Las perspectivas de corto plazo indican que la incertidumbre y la volatilidad económica impactarán negativamente en materia de M&A, demorando decisiones en dicho terreno y generando la retracción de los inversores. No obstante, los excesos de liquidez en pesos y la imposibilidad de acceder al mercado de cambios podrían actuar como incentivos circunstanciales sobre el mercado (PwC Argentina, “Fusiones y Adquisiciones en Argentina: Cierre 2022 y Perspectivas 2023”).

Por último, en el caso del uso de **flujos de fondos descontados** se trata de métodos teóricamente más sofisticados pero, a la vez, más complejos debido a la necesidad de establecer un amplio conjunto de supuestos que brinden sustento a la construcción de las correspondientes proyecciones. La referida complejidad hace que, en general, estos métodos se reserven para la valuación de proyectos de inversión, de start-ups o de empresas que se espera que experimenten cambios significativos en su desempeño económico futuro (por la incorporación de nuevas líneas de negocios, desinversiones u otros factores). Dentro de este grupo, la utilización del método del Valor Presente Neto (VPN) permite determinar el valor actual de todos los flujos de caja futuros descontados al costo del capital (menos el monto de la inversión inicial en el caso de proyectos). Entre otros factores, la tasa de descuento, la extensión de las proyecciones y la consideración del valor terminal inciden de modo significativo en la estimación del VPN (Valor Presente Neto).

Debe mencionarse que, dadas las circunstancias excepcionales vividas en relación con la emergencia sanitaria COVID-19 (limitaciones a las actividades regulares de las empresas, difusión del trabajo remoto, operativos de vacunación, recomendaciones oficiales sobre el regreso al trabajo de casos positivos y contactos estrechos, etc.), ciertos analistas consideran aconsejable el uso prudente de la información corporativa histórica correspondiente a los períodos 2020 y 2021.

4. SELECCIÓN DE COMPARABLES

El proceso de valuación de la Compañía requiere de la identificación de un grupo de compañías comparables.

ANEXO II

El uso de compañías comparables locales sería la forma más adecuada para la justificación y/o validación de resultados. Sin embargo, dada la escasez de información pública en Argentina para obtener información sobre compañías comparables resulta necesario recurrir a la búsqueda de empresas comparables extranjeras.

En consecuencia, a continuación, se describe el proceso de búsqueda de compañías comparables externas que ha sido realizado en el presente trabajo.

El cierre de ejercicio fiscal de las compañías seleccionadas como comparables en el presente estudio puede no coincidir con el de la compañía sujeta a estudio. En consecuencia, a efectos de realizar el análisis de comparabilidad se han considerado los ejercicios fiscales 2018 a 2022 para las compañías comparables.

Se ha consultado la base de datos ONESOURCE, publicada por la compañía Thomson Reuters Corporation, que permite acceder a la base de datos Thomson Reuters Fundamentals, con información financiera de negocio de más de 70.000 compañías públicas de más de 110 países alrededor del mundo.

Dentro de la base de datos Thomson Reuters Fundamentals, se han buscado por nombre las siguientes compañías:

- Molinos Agro S.A.
- Aceitera General Deheza S.A.
- Molinos Cañuelas S.A.
- Archer, Daniels, Midland Company
- Bunge Limited
- Conagra Brands, Inc.
- Viterro Inc.
- China National Cereals, Oil & Foodstuffs - Cofco International
- Louis Dreyfus Company
- CHS Inc.
- Grain Corp. (Australia)

Adicionalmente, se llevó a cabo una búsqueda en Internet de “Principales compañías procesadoras de soja en Ucrania” donde se identificó las siguientes compañías:

- Ukroliya
- Pology OEP S.A.

En consecuencia, se ha obtenido una muestra compuesta por 13 compañías potencialmente comparables, las cuales fueron analizadas individualmente. En consecuencia, se han eliminado del análisis aquellas compañías que:

- No cuenten con cotización bursátil y/o no presenten información de capitalización de mercado, para el periodo 2018 a 2022. Es el caso de China National Cereals, Oil & Foodstuffs, International, CHS Inc. y Ukroliya.
- No se disponga de acceso a los Estados Contables Consolidados para el periodo considerado (2018 a 2022). Es el caso de Pology OEP S.A., Aceitera General Deheza S.A. y Molinos Cañuelas S.A.

ANEXO II

- No realicen actividades similares a la empresa bajo análisis en función de su grado de diversificación de producto. Se han rechazado por este motivo Archer, Daniels Midland Company, Conagra Brands Inc., Louis Dreyfus Company, y Grain Corp.

Luego de aplicar el procedimiento de búsqueda detallado se han seleccionado 3 compañías como comparables a fin de formar parte del análisis realizado en el presente trabajo:

- Bunge Limited
- Vitterra Inc.
- Molinos Agro S.A.

5. ANÁLISIS DE VALOR DE MERCADO

INTRODUCCIÓN

Como parte de la tarea encomendada se han tomado en consideración un conjunto de antecedentes en la materia que fueran puestos a disposición oportunamente; entre ellos:

- El Informe Artículo 39° inc. 2 de la LCQ elaborado por la Sindicatura adoptando como fecha de corte el 31/01/2021 (el que fuera observado mediante el Informe N° 7 de los Sres. Sergio J. Arelovich y Juan José López Forastier, de fecha 20/04/2021);
- La Opinión de Valor Razonable de los Activos Fijos y el Informe de Valuación de Activos Fijos de Vicentin S.A.I.C. ambos realizados por Oryx Consultora S.R.L., del 31/10/2019 y del 07/02/2020, respectivamente;
- El Informe de Análisis y Valuación de Activos de Vicentin S.A.I.C. efectuado por DE SMET Engineers & Contractors de febrero 2021;
- El denominado Análisis de Liquidación de Vicentin S.A.I.C. ante un eventual “supuesto de quiebra” confeccionado por la firma Russell Bedford Argentina, del 19/05/2023; y
- El Plan de Negocios 2022 – 2036, elaborado por Vicentin S.A.I.C. e Interesados Estratégicos (IE) en 2021 (aquí denominado como “BP 2021”).

El presente análisis parte de considerar a Vicentin S.A.I.C. como una “Empresa en Marcha”, es decir, como una firma que desarrolla sus actividades productivas y comerciales con normalidad. Si bien es cierto que en la actualidad Vicentin S.A.I.C., a consecuencia de su proceso concursal en curso, se ha visto limitada en cuanto a sus operaciones y restringida a trabajar bajo la modalidad de fasón (entendiéndose por tal la manufactura por pedido de terceros, dueños de los insumos necesarios para la elaboración de productos), no resulta razonable suponer que la referida situación, extraordinaria y transitoria, podría continuar en el tiempo una vez que, de una manera u otra, se resolviera la finalización del proceso concursal antes mencionado. Por el contrario, cualquiera sea la conclusión del citado proceso, Vicentin S.A.I.C. debiera retornar a su funcionamiento histórico regular en un plazo relativamente breve.

ANEXO II

En tal sentido, el BP 2021 contiene estimaciones de volúmenes de molienda (soja y girasol), márgenes, gastos y demás variables económicas y financieras abarcando un período prolongado y asumiendo la misma premisa referida con anterioridad (funcionamiento histórico regular pleno). Desde dicha perspectiva, y dadas la extensa y profunda discusión que el aludido BP 2021 requirió a sus autores y las verificaciones luego efectuadas, dicho documento debe ser considerado como la fuente de información más sólida a tener en cuenta en este análisis.

MÉTODO DEL VALOR DE LIBROS

En materia específica del establecimiento de valores de empresa, el método de determinación a través del Valor de Libros o Contable no resulta aplicable al presente caso: de acuerdo con el Estado de Situación Patrimonial Consolidado de Vicentin S.A.I.C. al 31/10/2022, la sociedad exhibía a dicha fecha un Patrimonio Neto negativo de \$ 114.120.587.092 y se encontraba en virtual “estado de disolución por pérdida del capital social” según el Inciso 5 del Artículo 94° de la Ley de Sociedades Comerciales 19.550, considerando lo consignado tanto en el Informe de la Comisión Fiscalizadora (Inciso c Punto IV de su Opinión) como en el Informe del Auditor Independiente (Punto 3: Énfasis sobre la situación financiera y capital corriente). En consecuencia, y hasta tanto no finalice el actual proceso concursal y se ingrese a una eventual etapa de recomposición patrimonial, esta metodología no puede tomarse en consideración a los fines encomendados.

MÉTODO DEL FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS

Para la aplicación de esta metodología se utilizó la información correspondiente a los “fondos libres” derivados del flujo correspondiente al BP 2021 para los primeros cinco períodos allí considerados, de 2022 a 2026, (sin tomar en cuenta los pagos por deudas con Renova S.A. ni aquellos eventualmente comprometidos con los acreedores concursales). A fines de determinar el Valor Presente Neto se aplicaron distintas tasas de descuento promedio, que reflejan escenarios macroeconómicos alternativos asumiendo la estabilización de la economía de nuestro país en el mediano plazo⁵, y se consideró la existencia de un Valor Residual en la forma de una renta perpetua (replicando el flujo del último período y utilizando las mismas tasas ya referidas).

Debe tenerse presente que el BP 2021 consigna los siguientes valores base:

- Volumen total de molienda de soja: 6,9 millones de toneladas
- Volumen total de molienda de girasol: 0,7 millones de toneladas
- Ventas totales: US\$ 2.400 millones
- EBITDA: US\$ 80,8 millones
- Margen de EBITDA: 3,35%

⁵ Como dato reciente, se destaca que, a fines del mes de junio pasado, la República de Paraguay colocó en el mercado una emisión de US\$ 500 millones de bonos a 10 años de plazo a una tasa del 5,85% anual (con una calificación de BB+ por parte de Fitch Ratings).

ANEXO II

En función de la metodología antes expuesta, se obtuvieron los siguientes Valores Presentes Netos⁶:

- Tasa de descuento promedio del 18%: US\$ 213,97 millones
- Tasa de descuento promedio del 15%: US\$ 257,20 millones
- Tasa de descuento promedio del 12%: US\$ 315,78 millones
- Tasa de descuento promedio del 9%: US\$ 413,25 millones
- Promedio de VPN: US\$ 300,05 millones

FLUJO DE FONDOS LIBRES (FCF), en millones de dólares

| Período | BP 2021 | Tasa 9% | Tasa 12% | Tasa 15% | Tasa 18% |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Año 1 | 76 | 69,72 | 67,86 | 66,09 | 64,41 |
| Año 2 | 23 | 19,36 | 18,34 | 17,39 | 16,52 |
| Año 3 | 30 | 23,17 | 21,35 | 19,73 | 18,26 |
| Año 4 | 36 | 25,50 | 22,88 | 20,58 | 18,57 |
| Año 5 | 35 | 22,75 | 19,86 | 17,40 | 11,22 |
| VPN | | 160,50 | 150,28 | 141,19 | 128,97 |
| Valor Residual | | 252,75 | 165,5 | 116,01 | 84,99 |
| VPN TOTAL | | 413,25 | 315,78 | 257,20 | 213,96 |
| VPN TOTAL PROMEDIO | 300,05 | | | | |

Por último, cabe consignar que, en el contexto de las entrevistas y consultas realizadas, se mencionó que: a) los volúmenes de molienda podrían incrementarse razonablemente tanto para soja (5%/10%) como para girasol (25%); y que b) la readecuación de ciertos precios relativos podría disminuir costos y aumentar márgenes (aunque sin mayores precisiones al momento).

MÉTODO DE MÚLTIPLOS O COMPARABLES

En materia de múltiplos de empresas comparables, y sin dejar de señalar la dificultad de ubicar compañías de características similares, locales o internacionales, se procedió a utilizar dos indicadores alternativos de amplio uso en mercado:

- El ratio EV/R (Valor Empresa sobre Ventas); y
- El ratio EV/EBITDA (Valor Empresa/EBITDA)

En el primer caso se consideraron promedios de cinco años para los casos de Bunge Ltd. y Molinos Agro S.A. (ambas con cotización bursátil), lo cual resultó en ratios EV/R de 0,20 y 016, respectivamente. En el Apéndice A se muestra la información de cada una de estas Compañías comparables.

⁶ Las distintas tasas de descuento promedio utilizadas para el cálculo del VPN (que van del 18% al 9% anual) parten de la premisa de que el actual riesgo país de Argentina, una vez que se implemente un plan de estabilización razonable y se remuevan las distintas restricciones que afectan a la economía, irá convergiendo paulatinamente hacia el promedio de América Latina: de tal modo, al caso de una convergencia "lenta" le corresponde una tasa de descuento promedio más elevada; y al de una convergencia "rápida" le corresponde una tasa de descuento promedio más baja.

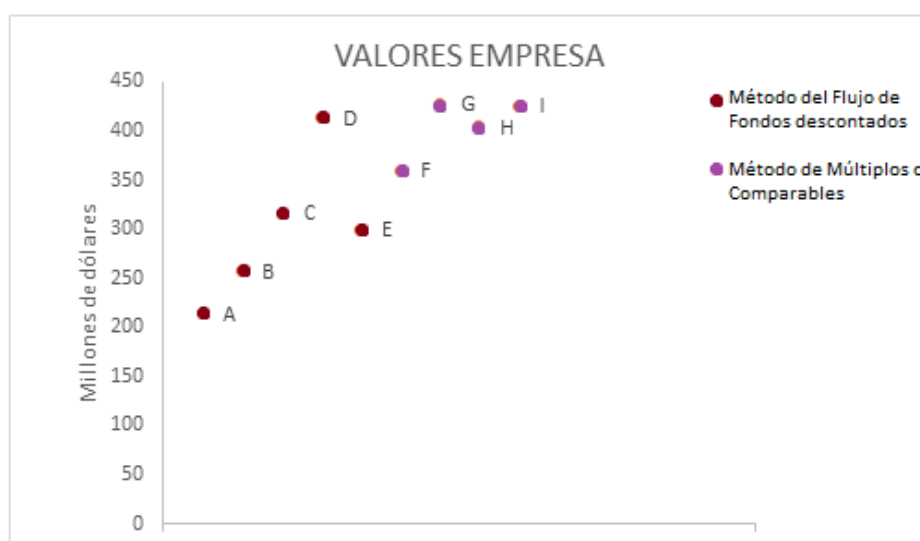
ANEXO II

También se tuvo en consideración el caso de Viterra Ltd., puesto que a pesar de no cotizar en Bolsa, se dio a publicidad su valor implícito en la reciente fusión con Bunge: US\$ 8.100 millones con ventas 2022 de US\$ 53.900 millones; es decir, un ratio EV/R de 0,15 (según documento de prensa de Glencore, Suiza, del 13/06/2023).

Asumiendo para Vicentin S.A.I.C. un ratio de 0,15, y con las citadas Ventas anuales de US\$ 2.400 millones, se obtiene un Valor Empresa de US\$ 360 millones. Cabe aquí destacar que el promedio de Ventas anuales de Vicentin S.A.I.C. correspondiente a sus Ejercicios cierre 2016 y cierre 2017 (previo a la introducción del ajuste contable por inflación) fue de US\$ 2.876 millones (considerando que en dicha época era accionista del 50% de Renova S.A., pero que aún no se había realizado la ampliación de Timbúes). Si se supusieran alternativamente Ventas anuales de US\$ 2.850 millones (un 18,75% por encima de la referencia del BP 2021), y utilizando el mismo ratio de 0,15, se alcanzaría un Valor Empresa de US\$ 427 millones.

En segundo lugar, y tomando en consideración un EBITDA de US\$ 80,8 millones (según el BP 2021) y las Ventas anuales aludidas, se determina para Vicentin S.A.I.C. un Margen de EBITDA de 3,35% (Bunge Ltd. tuvo en 2022 un Margen de EBITDA total de 3,50% y de 3,60% en agronegocios). Asumiendo dichos niveles como razonables para la industria, y tomando un múltiplo de EBITDA de 5 para Argentina en las actuales circunstancias, el Valor Empresa alcanzaría los US\$ 404 millones. Por otra parte, si se supusiera un EBITDA de US\$ 85 millones y aplicando igual múltiplo, el Valor Empresa ascendería a US\$ 425 millones.

Sobre estas últimas consideraciones no debe olvidarse que la producción de soja y girasol de nuestro país se encuentra estancada desde hace más de una década, lo cual le ha hecho perder posiciones tanto en el orden regional (Paraguay y Brasil han incrementado sustancialmente sus producciones, a causa de la expansión de sus fronteras agrícolas y del uso de mejores paquetes tecnológicos) como en el ámbito internacional. La eventual reversión de la citada situación determinaría menores limitaciones en materia de aprovisionamiento de materias primas y márgenes más elevados.



Fuente: Elaboración propia

ANEXO II

NECESIDAD DE CAPITAL DE TRABAJO

El capital de trabajo se halla definido como la diferencia entre el Activo Corriente y el Pasivo Corriente. Su magnitud, como es obvio, se encontrará determinada por un amplio cúmulo de factores (tales como niveles de producción, precios de insumos, etc.) que pueden variar de año en año.

A efectos de obtener una aproximación para el presente caso, y siempre asumiendo el carácter de “Empresa en Marcha” antes consignado, se determinaron los capitales de trabajo emergentes de los Estados Contables de los Ejercicios cerrados en octubre 2016 y octubre 2017: los mismos fueron de US\$ 195 y US\$ 305 millones, respectivamente; lo cual implicó valores de 0,95 y 1,17 meses de Ventas. En otros términos, la relación promedio fue de 1,06 meses de Ventas.

En consecuencia, si se adoptasen Ventas anuales de US\$ 2.400 millones (BP 2021) el capital de trabajo estimado se ubicaría en alrededor de US\$ 212 millones; por otro lado, con Ventas anuales alternativas de US\$ 2.850 millones, el capital de trabajo requerido hipotéticamente ascendería a US\$ 251,75 millones.

CAPITAL DE TRABAJO (en millones de dólares y meses de ventas)

| | Capital de Trabajo | Meses |
|----------------------|---------------------------|--------------|
| Ejercicio 2016 | 195 | 0,95 |
| Ejercicio 2017 | 305 | 1,17 |
| Promedios históricos | 250 | 1,06 |

ANEXO III**ANEXO III: PROCEDIMIENTOS OMITIDOS**

A continuación se detallan procedimientos que han quedado fuera del alcance del encargo de nuestra tarea profesional, tales como:

- No hemos llevado adelante el proceso de auditoría de Vicentin S.A.I.C. ni de sus afiliadas, en los ejercicios utilizados para nuestra tarea (2016 – 2022)
- No hemos llevado adelante el asesoramiento fiscal de Vicentin S.A.I.C. ni de sus afiliadas.
- Para nuestras estimaciones y cálculo del rango de valor de la empresa Vicentin S.A.I.C. nos hemos basado en información confeccionada por terceros ajenos a SMS, no habiendo verificado su integridad.
- No hemos realizado visitas a las instalaciones industriales de la empresa, en sus distintas localizaciones de Nodo Sur y Nodo Norte
- No hemos llevado adelante reuniones de trabajo con los principales gerentes a cargo y cualquier otro personal clave de la empresa Vicentin S.A.I.C., salvo la entrevista realizada con el señor Alberto Macua.
- No hemos realizado la confección y armado de un flujo de fondos propio a mediano plazo.

APÉNDICE A – Información de compañías comparables

A continuación se muestra la información de las compañías comparables.

- Bunge Limited

| Fecha de cierre | 31/12/2022 | 31/12/2021 | 31/12/2020 | 31/12/2019 | 31/12/2018 | Promedio |
|--|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|----------------------------------|
| Expresado en Ventas ⁷ | Millones de dólares 67.232,00 | Millones de dólares 59.152,00 | Millones de dólares 41.404,00 | Millones de dólares 41.140,00 | Millones de dólares 45.743,00 | Millones de dólares 50.934,20 |
| Capitalización de mercado ⁸ | 14.940,00 | 13.110,00 | 9.160,00 | 8.160,00 | 7.540,00 | 10.582,00 |
| Ratio (Cap, Mercado/Ventas) | 0,222215612 | 0,221632405 | 0,221234663 | 0,198347107 | 0,164833964 | 0,20775824 |

- Molinos Agro S,A,

| Fecha de cierre | 31/03/2022 | 31/03/2021 | 31/03/2020 | 31/03/2019 | 31/03/2018 | Promedio |
|---|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|
| Expresado en Ventas ⁹ | Millones de dólares 3.739,80 | Millones de dólares 2.456,60 | Millones de dólares 1.996,60 | Millones de dólares 1.739,10 | Millones de dólares 1.863,40 | Millones de dólares 2.359,10 |
| Capitalización de mercado ¹⁰ | 648,35 | 393,50 | 323,16 | 224,93 | 344,65 | 386,92 |
| Ratio (Cap, Mercado/Ventas) | 0,173365055 | 0,160181407 | 0,161855667 | 0,129334262 | 0,184956407 | 0,16401054 |

⁷ Fuente: <https://www.bunge.com/>

⁸ Fuente: <https://companiesmarketcap.com>

⁹ Fuente: <https://www.molinosagro.com.ar/>

¹⁰ Fuente: <https://www.google.com/finance/>