

FIDELITAS

Transaction • Tax • Corporate Services



Informe del Evaluador Independiente **Bonafide S.A.I. y C.**

Santiago, 4 de abril de 2017

Informe del Evaluador Independiente

Santiago, 4 de abril de 2017

Señor
Sergio Espinoza S.
Gerente General
Inversiones Agrícolas y Comerciales S.A.
Presente

De nuestra consideración:

De acuerdo a lo establecido en nuestra propuesta de servicios, y en el contexto de una reorganización societaria por la cual IACSA está evaluando vender su filial Bonafide a una sociedad relacionada, Fidelitas Servicios y Asesorías Ltda. (en adelante, "**Fidelitas**") tiene el agrado de presentar a Inversiones Agrícolas y Comerciales S.A. (en adelante, "**IACSA**"), el informe relativo a la valorización independiente de Bonafide S.A.I. y C. (en adelante, "**Bonafide**") y la determinación de los efectos que tendría para IACSA y sus accionistas la venta de **Bonafide** a Empresas Carozzi S.A. (en adelante, "**Carozzi**") en las condiciones establecidas en carta enviada a **IACSA** el 31 de enero de 2017 (en adelante, la "**Carta Oferta**"). Además, este **Informe** contiene los eventuales efectos y su potencial impacto para **IACSA**.

Mediante la aplicación de las metodologías descritas y los supuestos utilizados, disponibles en mayor detalle en el presente **Informe**, hemos determinado que el valor económico de la totalidad de los activos de **Bonafide** al 31 de diciembre de 2016 (en adelante "**Fecha de Valorización**") se encuentra en un rango de entre **US\$34.812 mil** y **US\$42.644 mil**, con un valor esperado de **US\$38.327.162**.

Nuestro análisis y proyecciones han sido realizados considerando la situación contable, financiera y comercial informada por la administración de **Bonafide** e **IACSA** (en adelante, "la Administración") a la **Fecha de Valorización**. Por lo tanto, debe entenderse que los resultados que se presentan en este **Informe** no incorporan hechos o eventos ocurridos con posterioridad a dicha fecha, sin embargo, a la fecha de emisión de este **Informe** no tenemos conocimiento de hechos de carácter financiero o de otra índole, ocurridos con posterioridad al 31 de diciembre de 2016, que pudiesen afectar en forma significativa los resultados de nuestro análisis.

Nuestra opinión de valor está sujeta a los supuestos descritos en el **Informe** adjunto y a las condiciones limitantes que este incluye.

Atentamente,



Francisco Serrano G.
Fidelitas Servicios y Asesorías Ltda.

Contenidos

Información que debe Tener Presente toda Persona que Acceda a este Informe.....	2
Abreviaturas.....	3
I. Resumen Ejecutivo.....	4
II. Alcance y Limitaciones	5
i Alcance.....	5
ii Fuentes de Información	5
iii Limitaciones	5
III. Introducción	7
i Descripción de Bonafide	7
ii Cifras Históricas.....	7
IV. Términos y Condiciones de la Oferta	8
V. Valorización Bonafide	10
i Metodología de Valorización	10
ii Supuestos Generales	10
iii Flujos de Caja Proyectados	14
iv Resumen Valorización Bonafide.....	15
v Validación Resultados con Enfoque de Mercado.....	15
VII. Conclusiones.....	18
i Conclusiones de Valorización	18
ii Conclusiones de Efectos e Impactos.....	18
iii Conclusiones Finales.....	18
VIII. Declaración.....	19
Apéndice: Tasa de Descuento.....	20
i. Metodología.....	20
ii. Parámetros.....	21

Información que debe Tener Presente toda Persona que Acceda a este Informe

El presente **Informe** ha sido preparado por **Fidelitas** a solicitud del directorio de **IACSA** para que actuemos como evaluadores independientes del mismo.

Este **Informe** fue preparado para **IACSA** y para su beneficio y uso exclusivo, razón por la cual puede no incluir todos los procedimientos que terceros consideren necesarios para sus propósitos.

En la elaboración del presente **Informe**, únicamente se ha utilizado información entregada por **IACSA** y **Bonafide** e información pública, ninguna de las cuales ha sido verificada independientemente por **Fidelitas** y, por tanto, ésta no tiene responsabilidad alguna respecto de las mismas ni por las conclusiones que puedan derivarse de cualquier información falsa, errónea o incompleta.

Las recomendaciones y conclusiones del presente **Informe**, constituyen el mejor parecer u opinión de **Fidelitas** respecto de la valorización aquí descrita a la fecha de emisión de este **Informe**, considerando la metodología utilizada para tal efecto, la información que se tuvo a disposición, y las proyecciones, estimaciones y supuestos que sirven de base a las mismas, así como las condiciones de la operación, sus efectos y su potencial impacto para **IACSA**. Las conclusiones de este **Informe** podrían variar si se dispusieran de otros antecedentes o información. **Fidelitas** no tendrá obligación alguna de comunicar dichas variaciones como así tampoco cuando las opiniones o información contenidas en el documento se modificaren.

Asimismo, las conclusiones del **Informe** pueden basarse en supuestos que pueden estar sujetos a significativas incertidumbres y contingencias económicas y de mercado, tales como flujos, proyecciones, estimaciones y apreciaciones, cuya ocurrencia puede ser difícil de predecir y muchos de ellos podrían incluso estar fuera del alcance de **IACSA**, de modo que no existe certeza alguna acerca del grado de cumplimiento de tales supuestos. Bajo ninguna circunstancia la utilización o incorporación de tales flujos, proyecciones o estimaciones podrán ser consideradas como una representación, garantía o predicción de **Fidelitas** con respecto a su ocurrencia, como así tampoco el de los supuestos subyacentes a los mismos.

Abreviaturas

Administración:	Administración de Bonafide y/o IACSA
ARS:	Pesos argentinos
Bonafide:	Bonafide S.A.I. y C.
Carozzi:	Empresas Carozzi S.A.
Carta Oferta:	Carta Oferta enviada por Carozzi con fecha 31 de enero de 2017 por el 100% acciones de Bonafide
EV:	Enterprise Value o Valor Activos
EV/EBITDA:	Valor Compañía / EBITDA
EV/Revenues:	Valor Compañía / Ventas
FCD:	Flujos de Caja Descontados
Fecha de Valorización	31 de diciembre de 2016
Fidelitas:	Fidelitas Servicios y Asesorías Ltda.
IACSA:	Inversiones Agrícolas y Comerciales S.A.
Informe:	Informe de Valorización Bonafide
US\$:	Dólares de Estados Unidos
WACC:	Tasa de descuento <i>Weighted Average Cost of Capital</i> (Costo de Capital Promedio Ponderado)

I. Resumen Ejecutivo

Tomando como base las metodologías y supuestos utilizados (y descritos más adelante en este **Informe**), el valor económico esperado de la totalidad de los activos (en adelante, "EV") de **Bonafide** a la **Fecha de Valorización** es de **US\$38.327.162**.

El rango de valor de **Bonafide** es el siguiente:

<i>Miles USD</i>	Valor Mínimo	Valor Esperado	Valor Máximo
EV Bonafide	34.812	38.327	42.644

Las principales condiciones establecidas en la **Carta Oferta** enviada por **Carozzi** a **IACSA**, con fecha 31 de enero de 2017, son:

- Precio a pagar por el 100% de las acciones de **Bonafide** de propiedad de **IACSA** que representa el 99,81% del capital de **Bonafide** es de US\$40.000.000 menos la deuda financiera a la fecha de cierre de la transacción.
- Pago en dinero efectivo.
- **IACSA** deberá efectuar representaciones y garantías por diferencias o contingencias.

De realizarse el traspaso de las acciones de **Bonafide** en las condiciones de la **Carta Oferta**, la operación puede considerarse a precios de mercado y, por lo tanto, tener un efecto económico neutral para los accionistas de **IACSA**, asimismo, cabe señalar que las condiciones establecidas en la **Carta Oferta** son consideraciones estándares y comunes en este tipo de transacciones.

II. Alcance y Limitaciones

i Alcance

El alcance de nuestro trabajo consiste en:

- Estimación de un rango razonable de valor económico de **Bonafide**, utilizando las metodologías apropiadas a la **Fecha de Valorización**.
- Informar a los accionistas de **IACSA** respecto de las condiciones de la transacción propuesta, sus efectos y su potencial impacto para **IACSA**, de acuerdo a lo dispuesto en el N° 5 del artículo 147 de la Ley 18.046 de Sociedades Anónimas.
- Emisión de este **Informe** final, donde se detallan las metodologías y supuestos utilizados para la estimación de valor.

ii Fuentes de Información

Nuestro trabajo se basó en las siguientes fuentes de información:

- Información entregada por la **Administración**:
 - Carta Oferta de fecha 31 de enero de 2017.
 - Balances auditados de **Bonafide** a diciembre de 2014 y 2015
 - Balances y estados de resultados no auditados mensuales de **Bonafide** entre enero y diciembre de 2016.
 - Cifras operacionales por producto para los años 2013 a 2016 de **Bonafide**.
 - Presupuesto 2017 de **Bonafide**.
- Reuniones y llamadas telefónicas con las administraciones de **IACSA** y **Bonafide**.
- Información de mercado disponible en Bloomberg y fuentes públicas.

iii Limitaciones

Las limitaciones de nuestro trabajo son las siguientes:

- Este **Informe** tiene el carácter de confidencial. Este **Informe** no puede ser revelado, en forma total o parcial, resumido, extractado o referido sin el previo consentimiento escrito de **Fidelitas**, con la excepción de lo expresado en el artículo 147 de la Ley 18.046 de Sociedades Anónimas y para ser presentados a la administración, directores y accionistas de **IACSA**.

- Este **Informe** fue preparado en base a información pública y a los antecedentes entregados por **Bonafide** e **IACSA** y a lo largo de este **Informe**, los cuales no han sido verificados por **Fidelitas**, quien los ha asumido como fidedignos y correctos.
- **Fidelitas** no realizó una auditoría y/o due diligence a los estados financieros y/o tributarios de **Bonafide**, sino que tuvo a la vista los balances y estados de resultados auditados por PwC al 31 de diciembre de 2014 y 2015 y los no auditados al 31 de diciembre de 2016. **Fidelitas** realizó una revisión de la razonabilidad y consistencia de la información financiera y contable entregada.
- **Fidelitas** ha preparado este **Informe** como evaluador independiente.
- Las estimaciones sobre el valor económico esperado tienen vigencia a la **Fecha de Valorización**, esto es, al 31 de diciembre de 2016. Los cambios posteriores en las condiciones de mercado pueden dar como resultado variaciones a las indicadas a la fecha de este **Informe**. No asumimos tampoco responsabilidad alguna por los cambios en las condiciones de mercado que ocurran con posterioridad a la fecha del **Informe**. No obstante ello, a la fecha de emisión de este **Informe** no tenemos conocimiento de hechos de carácter financiero o de otra índole, ocurridos con posterioridad al 31 de diciembre de 2016, que pudiesen afectar en forma significativa los resultados de nuestro análisis.
- No verificamos la existencia legal de los activos de **Bonafide**.

III. Introducción

i Descripción de Bonafide

Bonafide S.A.I. y C. es una compañía argentina fundada en 1917 y líder en la elaboración y comercialización de café, bombones y chocolates en Argentina.

Actualmente, posee una red de más de 200 cafeterías, en formato de franquicias, a través del cual se comercializan los productos de la compañía. Adicionalmente, **Bonafide** vende sus productos a través del canal masivo (supermercados, mayoristas y kioscos).

Las principales marcas que comercializa **Bonafide** son Nugatón, Vizzio, Chocman, Mecano, Bocaditos, Café Sensaciones, galletas Donuts y productos de especialidad para Navidad y Pascua.

Bonafide posee una planta productiva en la Provincia de Buenos Aires (Villa Ballester) en un terreno de aproximadamente 30.000 m² con construcciones de 16.000 m². Finalmente, la compañía emplea a más de 200 personas.

ii Cifras Históricas

A continuación, se muestran las cifras financieras de **Bonafide** para el período 2013 a 2016:

	2013	2014	2015	2016 (P)
Ventas Netas (miles ARS)	150.050	234.971	369.545	571.995
EBITDA (miles ARS)	10.420	14.831	33.543	64.282
<i>Margen</i>	6,9%	6,3%	9,1%	11,2%
Volúmenes (toneladas)	3.144	3.630	4.919	5.534

IV. Términos y Condiciones de la Oferta

Con fecha 31 de enero de 2017, el señor Sergio Espinoza Segovia, Gerente General de **IACSA**, recibió de **Carozzi** una oferta para adquirir directamente o a través de una filial el 100% de las acciones emitidas por la sociedad **Bonafide S.A.I. y C.**, entidad organizada y existente bajo las leyes de la República Argentina, de propiedad de **IACSA**. La adquisición de las referidas acciones (en adelante las Acciones) debe significar para **Carozzi** participar de todos los negocios desarrollados o por desarrollar por **Bonafide**. Además, y asumiendo que **Bonafide** es la titular y propietaria de todos los activos actualmente afectados a la operación de los negocios, incluyendo la totalidad de las marcas, en especial la marca **Bonafide**, la adquisición debe incluir todas las patentes, licencias, productos, fórmulas, materiales de envase, diseños, nombres o marcas comerciales y registros, bienes de uso y plantas de elaboración y envasado correspondientes a, o afectados o utilizados actualmente en la operación de los negocios en Argentina.

La transacción se llevaría a efecto en los términos y condiciones básicos señalados más adelante, los que no constituyen una descripción completa, final y definitiva de los términos y condiciones para la realización del negocio, los cuales sólo surgirán del o los respectivos contratos definitivos (en adelante los Contratos) y la restante documentación definitiva a ser negociada, celebrada y suscrita entre las Partes, de conformidad con lo que las mismas establezcan de común acuerdo. Además, la transacción supone que **IACSA** deberá dar cumplimiento a todas las normas legales que le sean aplicables. De la misma forma, **Carozzi** o en caso que fuese una filial de ésta la adquirente de las acciones, deberán dar igual cumplimiento a todas las normas legales que les sean aplicables.

Las condiciones de la transacción serían las siguientes:

1. Pago en Dinero Efectivo. En caso que la transacción se lleve a efecto, el precio a pagar por el 100% de las Acciones sería la suma de cuarenta millones de dólares de los Estados Unidos de América, menos la deuda financiera a la fecha de cierre de la transacción, mediante el pago en dinero efectivo al momento del cierre. Dicho precio se ha determinado considerando el valor económico de **Bonafide** tomando como base al Estado de Resultados preliminar al 31 de diciembre de 2016 el cual podría ser ajustado en base al Balance y Estado de Resultados auditado a la misma fecha y a los demás documentos que sean puestos a disposición de **Carozzi**.
2. El vendedor efectuará representaciones y garantías en el contrato de compraventa que se suscriba para indemnizar cualquier diferencia o contingencia que surja de las mismas y que sean debidamente comprobadas por parte del comprador de acuerdo al procedimiento que se estipule en el respectivo contrato de compraventa de Acciones.
3. Los contratos y la restante documentación relacionada, deberán incluir explícitamente declaraciones, garantías, compromisos y estipulaciones otorgadas por **Bonafide** y/o sus accionistas a satisfacción de **Carozzi**, como así también las que resulten usuales en este tipo de operaciones. En tal sentido, a título meramente ejemplar deberán incluirse, declaraciones, garantías y/o disposiciones referentes a:

- (i) que tanto las Acciones como los activos de **Bonafide** se encuentran exentos de gravámenes no declarados de cualquier tipo o naturaleza, así como de restricciones no declaradas de cualquier tipo que impidan o limiten su libre transferencia;
 - (ii) el compromiso de **Bonafide** o de sus accionistas, de no realizar actividades en competencia en Argentina, ya sea en forma directa o indirecta;
 - (iii) la regularidad de los permisos, autorizaciones, licencias, etc. de **Bonafide** y de sus activos.
4. Asimismo, la celebración de los respectivos contratos queda sujeta a la condición suspensiva consistente en el debido cumplimiento de todos los requisitos legales, normativos y/o administrativos que resulten aplicables a dichas operaciones en cualquier jurisdicción, comprendiendo, sin limitación, la realización de todas las presentaciones, el cumplimiento de todos los procedimientos y la obtención sin condiciones de todas las autorizaciones que correspondan en virtud de toda y cualquier ley, norma, decreto, resolución, orden, sentencia o disposición similar de cualquier organismo competente de dichas jurisdicciones.
 5. Todos los gastos y honorarios de los profesionales de cada Parte incurridos como consecuencia de la transacción serán soportados por cada Parte.
 6. Originalmente la oferta sería válida hasta el 30 de marzo de 2017. Sin embargo, el Directorio de Empresas Carozzi, en sesión de directorio celebrada con fecha 29 de marzo de 2017, acordó conceder a IACSA una prórroga del plazo para la aceptación de la oferta hasta el 30 de abril de 2017.

V. Valorización Bonafide

i Metodología de Valorización

Dadas las características de **Bonafide** el enfoque utilizado para la valorización es el denominado Enfoque de Negocio en Marcha o de Ingresos, que asume un negocio continuo con potencial para futuras utilidades económicas.

La metodología utilizada fue la de Flujos de Caja Descontados (en adelante “FCD”). Bajo este método, el valor es determinado en base al valor presente de los flujos de caja futuros esperados en cada año de para un período específico de pronóstico llamado “período de proyección”. El valor presente de los flujos de caja esperados del período de proyección aumenta con el valor del negocio más allá del período mencionado, generalmente calculado usando el método de capitalización de flujos de caja (si los flujos se han estabilizado y el negocio continuará) o usando el valor de liquidación (si el negocio terminará).

Al utilizar el método de **FCD** para valorizar un negocio, los flujos de caja que generará el negocio deben ser descontados y llevados a valor presente usando una tasa de retorno que tome en cuenta el riesgo relativo de la realización de los flujos de caja y el valor del dinero en el tiempo.

La tasa utilizada para descontar los flujos de caja proyectados es el Costo de Capital Promedio Ponderado (en adelante, “WACC”). Para metodología detalle de su cálculo ver Apéndice.

ii Supuestos Generales

Para la valorización de **Bonafide** se utilizaron los siguientes supuestos generales:

1. Período de Proyección:

Se utilizó un período de proyección de 10 años, en pesos argentinos (en adelante, “ARS”) nominales, para luego ser descontados al tipo de cambio USD/ARS proyectado (en base a diferenciales de inflación). La perpetuidad fue calculada en función de la tasa de descuento **WACC** (en dólares nominales) y un crecimiento de largo plazo equivalente a la inflación de largo plazo en Estados Unidos (2%) y un crecimiento real de 1%.

2. Variables Macroeconómicas:

En base a la información de Bloomberg, el Banco Central de la República de Argentina y a estimaciones de economistas, se utilizaron las siguientes proyecciones macroeconómicas para Argentina y Estados Unidos:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
Inflación EEUU	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%	2,00%
Inflación Argentina	22,60%	15,50%	10,00%	10,00%	10,00%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%	7,50%
Tipo de cambio USD/ARS	18,03	20,42	22,02	23,75	25,61	26,99	28,45	29,98	31,60	33,30	35,10
PIB Argentina	3,00%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%	3,30%

3. Ingresos:

Los ingresos de **Bonafide** fueron proyectados en forma separada para los canales franquiciados y masivo. En ambos casos se asumió que los precios de venta se mantienen constantes en términos reales y solo experimentan un incremento por la inflación proyectada, mientras que se estimaron aumento de volúmenes según las categorías chocolate, café (franquicia, Bonaservice y Sensaciones), galletas, comestibles, caramelos, infusiones, estacionales, accesorios y otros.

El crecimiento del volumen proyectado promedio es el siguiente:

	2017	2018	2019	2020	2021	2022 - 2027
Crecimiento Promedio	21,6%	12,7%	9,4%	6,5%	4,7%	1,0%

4. Costos Directos:

Los costos directos fueron proyectados en base a las cifras históricas y presupuesto 2017; donde se estimaron los costos unitarios por producto según las categorías chocolate, café (franquicia, Bonaservice y Sensaciones), galletas, comestibles, caramelos, infusiones, estacionales, accesorios y otros, tanto para los canales franquicia como masivos.

Los costos unitarios se mantuvieron constantes en términos reales y experimentaron un alza por la inflación proyectada de Argentina.

5. Gastos de Administración y Ventas

Los Gastos de Administración y Ventas fueron divididos y proyectados en gastos por franquicia (Fletes, Marketing, Otros Variables, Gastos de Personal y Otros Gastos de Estructura), masivos (Fletes, Marketing, Trade marketing Otros Variables, Gastos de Personal y Otros Gastos de Estructura) y compartidos (Gastos de Personal, Otros Gastos de Estructura, Impuestos a los Débitos y Créditos, Otros Gastos y Arriendo de Bodegas).

Según las características de cada gasto, estos fueron proyectados en función de las ventas (Marketing, Trade marketing, Otros Variables, Impuestos a los Débitos y Créditos), en función de los volúmenes e inflación (Fletes, Arriendo de Bodegas) y en función de la inflación y crecimiento del PIB (Gatos Personal).

6. Impuesto a la Renta:

Se utilizó la tasa de impuesto de la República de Argentina de 35% y se asumió, en base a la información entregada por la **Administración**, de que no existían pérdidas tributarias a ser utilizadas.

7. Inversiones y Depreciación:

El nivel de inversiones se determinó en base al crecimiento real esperado de la compañía y a la inflación proyectada de Argentina, por lo cual se asumió una inversión igual al 4% de las ventas para 2017, de 3% para el 2018, de 2,5% de las ventas para los años 2019 y 2020, de 2% anual para el período 2021 a 2026 y de 1% para la perpetuidad.

Para determinar la depreciación anual, se asumió que la vida útil de las nuevas inversiones es de 15 años y que los activos fijos remanentes al 31 de diciembre de 2016 tenían una vida útil remanente de 10 años.

8. Capital de Trabajo:

Para determinar las necesidades de capital de trabajo se utilizó como base los días de inventario, cuentas por cobrar y cuentas por pagar mensuales de 2016 y las políticas internas de la compañía. Dado lo anterior, los días netos de capital de trabajo se proyectaron en 35 días.

9. Tasa de Descuento:

Para descontar los flujos de caja proyectados de **Bonafide**, se utilizó una tasa de descuento **WACC** en dólares nominales de 12,30%, la que fue calculada a la **Fecha de Valorización**, la cual es un promedio ponderado (en función de las ventas de los distintos canales de **Bonafide**) de la tasa de descuento del negocio de consumo masivo y de cafeterías. El beta fue calculado con comparables del negocio de consumo masivo en América Latina (Nutresa, Bimbo, Alicorp, Watts y M Dias Branco) y cafeterías a nivel global (Starbucks, Dunkin Donuts, Panera, Dennys, Havanna y Coffee Holding Co.).

Por otra parte, el spread de crédito fue estimado en 3%, el premio por riesgo de mercado en 6,7% y se utilizó un spread por tamaño (dado el menor tamaño relativo de Bonafide respecto de la muestra) de 2,51% (en función al SBBi Valuation Edition Yearbook). Finalmente, se utilizó el credit-default-swap de Argentina a 5 años.

Esta tasa se detalla en la siguiente tabla (ver apéndice para más detalle de la metodología de cálculo y comparables):

	Bonafide	Fuente
Tasa Libre de Riesgo (nominal)	2,34%	USD 10-yr Swap Rate: Bloomberg
CDS Argentina	4,19%	CDS 5 años: Bloomberg
Beta Desapalancado	0,59	Promedio ponderado comprables Consumo y Cafeterías: Bloomberg
Razón Deuda / Patrimonio	21,98%	Promedio ponderado comprables Consumo y Cafeterías: Bloomberg
Tasa de Impuesto	35,00%	Tasa de impuestos Corporativo Argentina
Beta Apalancado	0,68	
Premio Riesgo de Mercado	6,70%	2013 SBBI Valuation Edition Yearbook
Descuento por Tamaño	2,51%	2013 SBBI Valuation Edition Yearbook
Costo Capital (nominal)	13,58%	
Tasa Libre de Riesgo más CDS	6,53%	
Spread de Crédito	3,00%	Estimación Fidelitas en base a riesgo Bonafide
Costo Deuda Antes de Impuesto	9,53%	
Tasa de Impuesto	35,00%	Tasa de impuestos Corporativo Argentina
Costo Deuda Después de Impuesto	6,19%	
Razón Deuda / Patrimonio	21,98%	Promedio ponderado comprables Consumo y Cafeterías: Bloomberg
WACC Nominal USD	12,30%	

iii Flujos de Caja Proyectados

A continuación, se muestran los flujos proyectados en pesos argentinos de **Bonafide**:

Millones AR\$	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Valor Terminal
Ventas Netas	842,72	1.082,93	1.287,26	1.505,02	1.734,22	1.882,69	2.043,88	2.218,86	2.408,84	2.615,08	2.838,98
<i>Crecimiento</i>	47,3%	28,5%	18,9%	16,9%	15,2%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,6%
Costos Directos Totales	(501,85)	(650,23)	(779,98)	(913,35)	(1.051,32)	(1.142,56)	(1.241,61)	(1.349,15)	(1.465,90)	(1.592,66)	(1.724,07)
<i>Crecimiento</i>	43,6%	29,6%	20,0%	17,1%	15,1%	8,7%	8,7%	8,7%	8,7%	8,6%	8,3%
Margen de Explotación	340,87	432,70	507,28	591,67	682,90	740,13	802,27	869,71	942,94	1.022,42	1.114,91
<i>Margen/Ventas</i>	40,4%	40,0%	39,4%	39,3%	39,4%	39,3%	39,3%	39,2%	39,1%	39,1%	39,3%
GAV TOTALES	(252,59)	(301,21)	(351,86)	(406,32)	(465,01)	(508,95)	(557,17)	(609,96)	(667,83)	(731,27)	(800,82)
<i>GAV/Ventas</i>	-30,0%	-27,8%	-27,3%	-27,0%	-26,8%	-27,0%	-27,3%	-27,5%	-27,7%	-28,0%	-28,2%
Resultado Operacional	88,28	131,49	155,42	185,35	217,89	231,18	245,10	259,75	275,11	291,15	314,09
<i>% ventas</i>	10,5%	12,1%	12,1%	12,3%	12,6%	12,3%	12,0%	11,7%	11,4%	11,1%	11,1%
EBITDA	94,84	140,22	166,29	198,73	233,57	249,38	266,02	283,63	302,20	321,73	342,25
<i>% ventas</i>	11,3%	12,9%	12,9%	13,2%	13,5%	13,2%	13,0%	12,8%	12,5%	12,3%	12,1%
Impuesto a la Renta (35%)	(30,90)	(46,02)	(54,40)	(64,87)	(76,26)	(80,91)	(85,79)	(90,91)	(96,29)	(101,90)	(109,93)
Capex	(33,71)	(32,49)	(32,18)	(37,63)	(34,68)	(37,65)	(40,88)	(44,38)	(48,18)	(52,30)	(28,39)
Variación Capital de Trabajo	(60,92)	(48,26)	(40,18)	(43,20)	(47,78)	(29,95)	(32,51)	(34,06)	(39,55)	(41,60)	(46,69)
Flujo de Caja Libre Operacional (en millones de AR\$)	(30,69)	13,45	39,53	53,03	74,85	100,87	106,84	114,28	118,18	125,93	157,24
USD/AR\$	18,03	20,42	22,02	23,75	25,61	26,99	28,45	29,98	31,60	33,30	33,30
Flujo de Caja Libre Operacional en USD	(1.702.484)	658.193	1.795.016	2.232.867	2.922.718	3.736.944	3.755.597	3.811.884	3.740.027	3.781.678	4.722.004

iv Resumen Valorización Bonafide

Dados los supuestos y metodologías descritas anteriormente y utilizando el Enfoque de Ingresos, el valor económico de los activos totales de **Bonafide** a la **Fecha de Valorización** es de **US\$38.327.162**.

En la siguiente tabla, se muestra un análisis de sensibilidad del valor del valor económico de **Bonafide** en función de cambios en la tasa de descuento y el crecimiento de largo plazo:

		Valor Activos (USD)				
		Crecimiento Largo Plazo				
		2,0%	2,5%	3,0%	3,5%	4,0%
Tasa de Descuento	13,3%	31.887.247	32.860.732	33.928.731	35.105.710	36.409.245
	12,8%	33.717.642	34.811.939	36.017.900	37.353.533	38.840.943
	12,3%	35.722.703	36.958.493	38.327.162	39.851.363	41.559.201
	11,8%	37.928.538	39.331.214	40.893.286	42.643.558	44.618.224
	11,3%	40.366.818	41.967.876	43.761.834	45.785.786	48.086.992

v Validación Resultados con Enfoque de Mercado

Metodología Múltiplos de Mercado

Como complemento de la valorización mediante el método de **FCD**, se utilizó el Enfoque de Mercado para validar los resultados obtenidos bajo la utilización del Enfoque de Ingresos. Este enfoque se basa en el valor de transacciones de empresas similares y el valor de mercado de empresas comparables que sean transadas en bolsas de valores.

Para lo anterior, se calculan los ratios Valor Compañía / EBITDA (en adelante, “EV/EBITDA”) y Valor Compañía / Ventas (en adelante, “EV/Revenues”) para las compañías comparables, se aplica un ajuste por tamaño y se aplica dicho ratio ajustado al EBITDA y ventas de **Bonafide**.

Múltiplos Compañías Consumo Masivo

En la siguiente tabla se muestran los múltiplos para las empresas comparables de consumo masivo en América Latina (Nutresa, Bimbo, Alicorp, Watts y M Dias Branco), tanto el promedio del 2016 como el múltiplo al 31 de diciembre de 2016:

Compañía	Market Cap (US\$MM)	EV / EBITDA		EV / Revenues	
		Promedio	31-12-16	Promedio	31-12-16
NUTRESA CB Equity	3.816	13,13	12,85	1,66	1,72
BIMBOA MM Equity	10.667	13,71	13,02	1,23	1,38
MDIA3 BZ Equity	4.008	16,02	12,32	2,52	2,33
ALICORC1 PE Equity	1.856	10,00	9,59	1,20	1,15
WATTS CI Equity	512	10,73	10,17	1,20	1,35
Mediana	3.816	13,13	12,32	1,23	1,38
Ajuste por Tamaño		19,47%	18,18%	19,47%	18,18%
Múltiplo Ajustado por Tamaño		10,58	10,08	0,99	1,13

Múltiplos Compañías Cafetería

En la siguiente tabla se muestran los múltiplos para las empresas comparables de cafetería a nivel global (Starbucks, Dunkin Donuts, Panera, Dennys, Havanna y Coffee Holding Co.), tanto el promedio del 2016 como el múltiplo al 31 de diciembre de 2016:

Compañía	Market Cap (US\$MM)	EV / EBITDA		EV / Revenues	
		Promedio	31-12-16	Promedio	31-12-16
SBUX US Equity	80.804	17,14	16,39	3,77	4,12
DNKN US Equity	4.811	17,33	16,97	8,30	7,97
PNRA US Equity	4.761	13,57	13,24		1,91
DENN US Equity	946	13,82	11,63	2,34	2,08
JVA US Equity	28	7,73	7,54	0,41	0,34
HAVA AR Equity	96	12,61	12,39	2,09	2,05
Mediana	2.854	13,70	112,82	2,34	2,07
Ajuste por Tamaño		19,66%	18,25%	19,66%	18,25%
Múltiplo Ajustado por Tamaño		11,00	10,48	1,88	1,69

Conclusiones Enfoque de Mercado

En base a las características de **Bonafide** (tamaño, ubicación geográfica y concentración, entre otros) y de las compañías comparables, se puede concluir que los múltiplos obtenidos son compatibles con los resultados de la valoración económica realizada en base al Enfoque de Ingresos descrita en los puntos anteriores.

VII. Conclusiones

i Conclusiones de Valorización

Tomando como base las metodologías y supuestos utilizados (y descritos en este **Informe**), el valor económico esperado de la totalidad de los activos de **Bonafide** a la **Fecha de Valorización** es de **US\$38.327.162**.

El rango de valor de **Bonafide** es el siguiente:

Valor Mínimo	Valor Esperado	Valor Máximo
34.812	38.327	42.644

ii Conclusiones de Efectos e Impactos

En base a los balances no auditados de **Bonafide** y **IACSA** al 31 de diciembre de 2016, podemos establecer que el impacto, antes de impuestos, que la enajenación de las acciones de **Bonafide** tendría sobre los estados financieros de **IACSA** implicaría la generación de una utilidad financiera aproximada de MM\$12.423, la que se determina de la siguiente forma:

<i>Al 31 de diciembre de 2016</i>	Millones de CLP	Miles de USD
Valor Financiero para IACSA	13.134	19.683
Valor Oferta	26.692	40.000
Deuda Financiera Neta (no auditada)	(1.134)	(1.700)
Valor Oferta por Acciones	25.557	38.300
Efecto Contable para IACSA	12.423	18.617

iii Conclusiones Finales

En base a los antecedentes y análisis presentados en este **Informe**, podemos concluir que la transacción propuesta por **Carozzi** considerando las condiciones planteadas en la **Carta Oferta**, se ajusta a las prácticas razonables de mercado para este tipo de operaciones y que de realizarse el traspaso de las acciones de **Bonafide**, la transacción puede considerarse a precios de mercado y, por lo tanto, tener un impacto económico neutral para **IACSA**.

VIII. Declaración

Declaro que es de mi exclusiva responsabilidad la valorización de **Bonafide** presentada en este informe y las metodologías utilizadas para la obtención de ésta, estimando el valor económico de los activos de **Bonafide** en **US\$38.327.162**.

La operación presentada en este Informe se enmarca en la potencial venta del 100% de las acciones de **Bonafide** de propiedad de **IACSA** en las condiciones establecidas en la **Carta Oferta** presentada por **Carozzi** con fecha 31 de enero de 2017.

De realizarse el traspaso de las acciones de **Bonafide** en los valores establecidos en la **Carta Oferta** (US\$40.000.000 menos la deuda financiera al momento de cierre de la transacción), la operación puede considerarse a precios de mercado y, por lo tanto, tener un impacto económico neutral para los accionistas de **IACSA**. Adicionalmente, las condiciones establecidas en la **Carta Oferta** son prácticas razonables de mercado, teniendo la operación un impacto positivo en los estados financieros de **IACSA**.

No tengo conocimiento de razón alguna que me haga suponer que los hechos y datos contenidos en este **Informe** no son correctos, sin perjuicio de lo cual no he realizado auditoría alguna de la información histórica de **Bonafide** comprendida en el mismo.

Este **Informe** se basa en y se limita a mi conocimiento y experiencia en valuación y en otras cuestiones incluidas en el presente **Informe**.

Teniendo en consideración que el presente **Informe** está basado en información preliminar de **Bonafide** al 31 de diciembre de 2016, declaro que, hasta la fecha de este **Informe**, no tengo conocimiento de hechos de carácter financiero o de otra índole, ocurridos con posterioridad al 31 de diciembre de 2016, que pudiesen afectar en forma significativa las apreciaciones contenidas en el mismo.

De conformidad a lo establecido en el N°5 del artículo 147 de la Ley de Sociedades Anónimas, el presente **Informe** se suscribe declarando que me constituyo en responsable de las apreciaciones contenidas en estas conclusiones.

Atentamente,



Francisco Serrano G.
Fidelitas Servicios y Asesorías Ltda.

Apéndice: Tasa de Descuento

i. Metodología

Al utilizar el método de **FCD** para valorizar un negocio, los flujos de caja que generará el negocio deben ser descontados y llevados a valor presente usando una tasa de retorno que tome en cuenta el riesgo relativo de la realización de los flujos de caja y el valor del dinero en el tiempo.

La tasa de retorno del Patrimonio utilizada en nuestro análisis es determinada utilizando el Capital Asset Pricing Model (en adelante “CAPM”). El **CAPM** define la tasa de retorno del patrimonio como la tasa libre de riesgo actual sobre bonos de gobierno más una prima de riesgo (correspondiente a la prima esperada por los inversionistas sobre la tasa libre de riesgo), multiplicada por el “Beta”. Adicionalmente, se puede agregar un premio específico para reflejar tamaño o liquidez del negocio específico.

La técnica para determinar la tasa de retorno apropiada para el activo, requiere del cálculo del retorno promedio del capital utilizado en el negocio. Esta tasa de retorno sobre el capital es llamada promedio ponderado del costo del capital (**WACC** por sus siglas en inglés) y es igual a la tasa de retorno del capital propio (costo del patrimonio) y el costo de la deuda, ponderado proporcionalmente a la estructura de capital promedio en la industria.

El cálculo de la **WACC** se realiza usando la siguiente ecuación:

$$WACC = \frac{E}{E + D} * Ke + \frac{D}{E + D} * (Kd * (1 - T))$$

Donde:

1. **WACC**: Costo Promedio ponderado del capital
2. $\frac{E}{E+D}$: Capital Propio como porcentaje del total de activos
3. **Ke** : Costo del Capital Propio
4. $\frac{D}{E+D}$: Deuda como porcentaje del total de activos
5. **Kd** : Costo de la Deuda
6. **T** : Tasa de impuesto a las ganancias

ii. Parámetros

1. Consumo Masivo

Para la tasa de descuento se utilizó la siguiente muestra de comparables, que corresponde a compañías del sector de consumo masivo en América Latina, que se transaban en bolsas de valores a la **Fecha de Valorización**.

A continuación, se muestran los datos para la **WACC** de las empresas comparables:

Cálculos a Fines del Año						
Compañía	Deuda Neta (MMUS\$)	Valor Compañía (MMUS\$)	Razón Deuda / Patrimonio	Beta Apalancado	Tasa de Impuesto Efectiva	Beta Des-apalancado
NUTRESA CB Equity	980	4.796	25,67	0,69	25,34	0,58
BIMBOA MM Equity	3.501	14.168	32,82	0,99	44,73	0,84
MDIA3 BZ Equity	(41)	3.968	(1,01)	0,52	6,85	0,53
ALICORC1 PE Equity	476	2.331	25,63	0,72	32,85	0,61
WATTS CI Equity	175	688	34,23	0,11	19,55	0,08
Mediana	476	3.968	25,67	0,69	25,34	0,58

Cálculos Promedio Anual						
Compañía	Deuda Neta (MMUS\$)	Valor Compañía (MMUS\$)	Razón Deuda / Patrimonio	Beta Apalancado	Tasa de Impuesto Efectiva	Beta Des-apalancado
NUTRESA CB Equity	954	4.710	25,40	0,70	26,64	0,59
BIMBOA MM Equity	3.648	16.780	27,78	0,95	42,24	0,82
MDIA3 BZ Equity	40	3.273	1,22	0,46	5,12	0,45
ALICORC1 PE Equity	547	2.226	32,61	0,70	32,60	0,57
WATTS CI Equity	174	768	29,29	0,07	19,55	0,06
Mediana	547	3.273	27,78	0,70	26,64	0,57

2. Cafeterías

Para la tasa de descuento se utilizó la siguiente muestra de comparables, que corresponde a compañías del sector de cafeterías a nivel de global, que se transaban en bolsas de valores a la **Fecha de Valorización**.

A continuación, se muestran los datos para la **WACC** de las empresas comparables:

Cálculos a Fines del Año						
	Deuda Neta (MMUS\$)	Valor Compañía (MMUS\$)	Razón Deuda / Patrimonio	Beta Apalancado	Tasa de Impuesto Efectiva	Beta Desapalancado
SBUX US Equity	1.010	81.814	1,25	0,99	32,68	0,98
DNKN US Equity	2.066	6.876	42,94	0,55	37,57	0,44
PNRA US Equity	345	5.106	7,24	0,61	36,71	0,58
DENN US Equity	227	1.173	23,99	0,76	52,02	0,68
JVA US Equity	4	32	13,31	0,71	36,76	0,66
HAVA AR Equity	15	110	15,43	0,21	37,84	0,19
Mediana	286	3.140	14,37	0,66	37,16	0,62

Cálculos Promedio Anual						
	Deuda Neta (MMUS\$)	Valor Compañía (MMUS\$)	Razón Deuda / Patrimonio	Beta Apalancado	Tasa de Impuesto Efectiva	Beta Desapalancado
SBUX US Equity	1.080	84.206	1,30	0,97	32,19	0,96
DNKN US Equity	2.195	6.503	50,96	0,46	47,14	0,36
PNRA US Equity	250	5.197	5,06	0,57	37,12	0,55
DENN US Equity	219	1.034	26,80	0,77	42,54	0,67
JVA US Equity	2	30	5,57	0,62	38,11	0,60
HAVA AR Equity	16	116	15,76	0,16	37,84	0,14
Mediana	234	3.116	10,67	0,59	37,98	0,58

3. Otros Parámetros

Tasa Libre de Riesgo (nominal)	2,34%
CDS Argentina	4,19%
Descuento por Tamaño	2,51%
Spread de Crédito	3,00%