



Buenos Aires, 13 de septiembre de 2018

Sres.

Miembros del Directorio

Caputo S.A.I.C. y F.

Miñones 2177

Ciudad Autónoma de Buenos Aires

República Argentina

Ref.: Opinión de Razonabilidad

De nuestra mayor consideración,

Columbus MB S.A. (en adelante, "**Columbus Zuma**") tiene el agrado de dirigirse a Ustedes en nuestro carácter de Asesores Financieros independientes contratados (según el Mandato con fecha 29 de agosto de 2018 y aceptado mediante Carta de Aceptación con fecha 31 de agosto de 2018) por el Directorio de Caputo S.A.I.C. y F. (en adelante; "**Caputo**", "**CAPU**" o la "**Compañía**"), una sociedad constituida bajo las leyes de la República Argentina y con cotización pública de sus acciones en Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (en adelante, "**BYMA**") bajo el símbolo "**CAPU**", para emitir, a vuestro pedido, una Opinión de Razonabilidad independiente (la "**Opinión de Razonabilidad**") desde un punto de vista económico y financiero sobre el ratio de intercambio de acciones de Caputo por acciones de TGLT S.A. (en adelante "**TGLT**" o el "**Oferente**", y conjuntamente con Caputo las "**Compañías**") en el contexto de la fusión prospectiva (el "**Ratio de Intercambio**"), de conformidad con lo dispuesto en los artículos 87 y subsiguientes de la Ley N° 26.831 (junto con sus modificaciones, la "Ley de Mercado de Capitales" o "LMC").

Mediante la presente Columbus Zuma está actuando únicamente como asesor del Directorio de Caputo respecto de la razonabilidad del Ratio de Intercambio, en función de la legislación aplicable para la determinación de dicha razonabilidad, y de acuerdo a los términos de nuestro Mandato de fecha 29 de agosto de 2018. Columbus Zuma no ha asesorado a la Compañía, a TGLT ni a terceros sobre la estructura o cualquier otro aspecto relacionado con el Ratio de Intercambio, sus términos y condiciones y la prospectiva fusión.

1. Antecedentes

Con fecha 19 de enero de 2018, TGLT informó a la Comisión Nacional de Valores ("**CNV**") que en el día de la fecha la sociedad adquirió de ciertos accionistas de Caputo 138.267.489 acciones representativas del 82,32% del capital social y de los votos de Caputo (la "**Transacción**"). En virtud de la Transacción, el Oferente se ha constituido en controlante directo de Caputo. El precio de la Transacción, se acordó en USD 0,7914 por acción. Utilizando el tipo de cambio vendedor minorista publicado por el Banco de la Nación Argentina al cierre de operaciones del día 18 de enero de 2018, el precio resultaba equivalente a ARS 15,116 por acción de Caputo.

De acuerdo con lo dispuesto en la normativa vigente, con fecha 26 de enero de 2018, el Directorio de TGLT promovió una Oferta Pública de Adquisición (en adelante, la "**OPA**") dirigida a todos los accionistas tenedores de acciones ordinarias, escriturales, de valor nominal un peso (\$) cada una y de un voto por acción actualmente emitidas y en circulación de Caputo S.A.I.C y F. representativas del 17,68% del capital social y votos de la Compañía. El precio ofrecido fue de



USD 0,7914, según lo previsto en la Ley de Mercado de Capitales donde se indica que el precio que se pague en el marco de la Oferta Pública de Adquisición en ningún caso será menor al precio pagado a los vendedores en el marco de la Transacción, ni al precio promedio de las acciones durante el semestre inmediatamente anterior al anuncio de la OPA.

Posteriormente, con fecha 28 de mayo de 2018, TGLT informó a la CNV que debido a los ajustes de precio previstos en los Contratos de Compraventa que perfeccionaron la Transacción, se ha incrementado el precio pagadero por TGLT a cada uno de los vendedores de la acción de Caputo, de USD 0,7914 a USD 0,799. En consecuencia, se incrementó el valor del Precio Equitativo (según se define en la LMC) oportunamente ofrecido en el anuncio de la OPA a USD 0,799 por acción.

Con fecha 24 de julio de 2018, la OPA lanzada por TGLT fue aprobada en lo formal por el Directorio de la Comisión Nacional de Valores y posteriormente lanzada por TGLT el día 3 de agosto de 2018. Dicha Oferta Pública de Adquisición estuvo vigente por un plazo de 25 días hábiles a partir de las 10 horas del día 8 de agosto de 2018 finalizando a las 15 horas del día 12 de septiembre de 2018.

Según nos fue informado por las Compañías, el número total de acciones que ingresaron a la OPA fue de 24.719.128 representando el 14,72% del capital social y votos de la Compañía. El Ratio de Intercambio será sobre el saldo de 4.972.463 de acciones, representativas del 2,68% del capital social y votos de Caputo.

Caputo fue fundada hace 79 años, habiendo realizado desde entonces importantes obras de construcción en la Argentina y en algunos países limítrofes.

Actualmente, la Sociedad tiene tres líneas de negocios diferenciadas. Por un lado, se presenta a licitaciones públicas y privadas para la construcción de obras para terceros, principalmente obras civiles (edificios residenciales, oficinas, centros comerciales, obras industriales, etc.). Compite por precio, calidad, plazo de entrega y financiación. Su ámbito geográfico es a nivel nacional y países limítrofes. Cuenta con sucursales abiertas en Chile, Uruguay, y Paraguay. Dependiendo de la envergadura del proyecto presenta ofertas en forma autónoma o conformando una UTE con otras empresas del sector. La segunda línea de negocios es la de desarrollos inmobiliarios. Actuando en forma autónoma o asociada con inversores u otras empresas del sector, planifica, coordina y gestiona uno o más desarrollos inmobiliarios en forma simultánea (edificios, barrios cerrados, oficinas), incluyendo la gestión comercial y el financiamiento. Por último, la Sociedad analiza y participa de otros negocios vinculados principalmente al saneamiento urbano.

La Compañía posee también una participación significativa en dos sociedades vinculadas: S.E.S. S.A. con una participación en el capital del 50%, cuyo principal negocio son las obras de arquitectura e ingeniería y los servicios de Mantenimiento Integral en Hospitales, Escuelas, Espacios Verdes, Vía Pública y Metrobus; y posee una participación del 40% del capital en Limp Ar Rosario S.A. cuyo principal negocio es brindar servicios de higiene urbana y gestión de residuos en la ciudad de Rosario, provincia de Santa Fe.

2. Alcance y Consideraciones

Para emitir su Opinión de Razonabilidad y a fin de dar cumplimiento a la normativa vigente, Columbus Zuma analizó la razonabilidad del Ratio de Intercambio ofrecido respecto a los valores reales de la Compañía y TGLT.



Con el propósito de emitir su Opinión de Razonabilidad, Columbus Zuma llevó a cabo un ejercicio de valuación de Caputo utilizando y/o analizando algunas de las metodologías establecidas en el artículo 88, inc. II de la ley 26.831, a saber:

- i. El precio más elevado que el Oferente o personas que actuaran concertadamente con el hubieran pagado o acordado por los valores negociables objeto de la oferta durante los 12 meses previos a la fecha de la oferta pública de adquisición,
- ii. Promedio del Valor de Mercado de la Acción de la Compañía durante el semestre inmediatamente anterior al de la Oferta,
- iii. Valor Patrimonial de las Acciones
- iv. Valor de la Compañía valuada según criterios de Flujo de Fondos Descontados ("FFD")

Dichos análisis incorporan escenarios y/o consideraciones generales del mercado y del negocio y marco regulatorio en el que operan las Compañías y su evolución esperada a futuro.

i. Precio más elevado pagado por el Oferente

De acuerdo a la normativa vigente, para el cálculo del Ratio de Intercambio, se consideró la metodología descrita en el artículo 88, inc. II. b) de la Ley 26.831. Donde indica que para el cálculo del Precio Equitativo se debe considerar el precio más alto que el Oferente u otra persona que actúe concertadamente con él hubiera pagado por los valores sujetos de la oferta en el periodo de 12 meses previos a la fecha de la oferta pública de adquisición.

Debido a la media representatividad de esta metodología, Columbus Zuma ha decidido otorgarle una ponderación de 20% a esta metodología.

ii. Promedio del Valor de Mercado de la Acción de las Compañías

Como norma general, el valor razonable de una empresa con cotización se entiende como el valor de mercado, y este se presume que es el de su cotización bursátil siempre que no hubieran sucedido distorsiones importantes en el mercado en general y/o en la cotización de la acción de las compañías en particular. De acuerdo a la normativa vigente, debe considerarse el precio promedio de las acciones, negociado durante el semestre inmediatamente anterior a la declaración unilateral contemplada en el inciso b) del artículo 91 y/o de la fecha de anuncio de la OPA, de la antes mencionada ley.

La relevancia de un valor de cotización guarda relación directa con la cantidad, volumen y frecuencia de transacciones de compra-venta efectuadas en el mercado en cuestión, también llamado habitualmente "Liquidez", siendo los mercados de baja o poca liquidez plausibles de ser distorsionados por eventos ajenos a los conceptos de empresa en marcha.

Hemos decidido considerar esta metodología como poca representativa del valor real de las Compañías, debido a la poca o nula liquidez de las acciones de Caputo y TGLT, afectando considerable su precio. Columbus Zuma entiende el concepto de liquidez como la cualidad de un activo para ser convertido en dinero de forma inmediata y sin pérdida de valor, y consideramos que las acciones de las Compañías no poseen esa cualidad.

Por lo dicho en los párrafos precedentes, Columbus Zuma ha decidido otorgarle una ponderación de 10% en nuestras metodologías de valuación.

iii. Valor Patrimonial de las Acciones

Es el cociente de dividir el patrimonio neto de una sociedad por el número de acciones emitidas por la misma, netas de acciones propias en cartera. Esta metodología supone que el valor de una compañía se desprende de lo denunciado por sus estados contables en un momento determinado, sin tener en cuenta la capacidad de generación de caja a futuro de dicha compañía si la empresa está en marcha. No obstante, consideramos que el valor obtenido mediante esta metodología es menos confiable que el obtenido mediante, en especial la metodología de Flujos de Fondos Descontados y las otras metodologías explicadas, dado que el stock de capital de una compañía a una fecha dada no es indicador de la capacidad de generar ingresos futuros de la empresa en cuestión, y el descuento de un flujo de fondos sí lo es.

Adicionalmente, TGLT confecciona sus estados financieros en base a las Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF"), que debido a ciertas reglamentaciones en cuestiones tales como reconocimiento de ingresos y costos y resultados por tenencia, entre otras, se genera una distorsión significativa entre los Estados Financieros de TGLT y su efectiva capacidad de generación de caja.

En función de la Información Disponible estas determinaciones se han realizado en base a la información contenida en los Estados Financieros Intermedios Auditados de las Compañías correspondientes al ejercicio económico finalizado el 30 de junio de 2018.

Por las razones expuestas precedentemente, Columbus Zuma decidió no ponderar este método en la estimación del Ratio de Intercambio.

iv. Flujo de Fondos Descontados ("FFD")

Es la metodología aceptada internacionalmente de forma general por los expertos en valuación, tanto desde el punto de vista teórico como práctico, porque considera la empresa objeto de valuación como negocio en marcha e incorpora todos los factores inherentes al negocio y que afectan su valor. De acuerdo a nuestro análisis y a la información consultada, Columbus Zuma considera que es la metodología más relevante para la estimación de un posible valor de las acciones de las Compañías.

Los principales factores a determinar en la metodología de Flujos de Fondos Descontados son: (i) la proyección del flujo de fondos operativo de la empresa objeto de valuación, (ii) la tasa de descuento de dichos flujos y (iii) el valor terminal de la compañía.

- i. El flujo de fondos operativo representa la mejor estimación de la capacidad de generación de caja que tendrá la compañía objeto de valuación durante el horizonte de proyección. Es el flujo de caja proveniente de la operatoria normal y habitual de la empresa remanente para los inversores y, por lo tanto, es considerado un indicativo relevante del valor del negocio.
- ii. La tasa de descuento de los flujos representa el promedio ponderado de costo de capital para la compañía valuada, lo cual contempla el costo de oportunidad de los proveedores de capital (tanto accionistas como acreedores financieros, ponderando su participación relativa en el capital de la empresa). Esta tasa se conoce comúnmente como "WACC" por sus siglas en inglés ("Weighted Average Cost of Capital").
- iii. El valor terminal representa el valor que tendrá la compañía luego del período de proyección, que en éste caso es de cinco años. Generalmente se calcula utilizando una simplificación matemática.



Para el desarrollo de la valuación por Flujo de Fondos Descontados Columbus Zuma se apoyó en la información disponible pública y privada provista por la gerencia de (la "Información Disponible") de las Compañías, a saber:

- i. Estados Financieros auditados de TGLT S.A. de los ejercicios finalizados el 31 de diciembre de 2017, 2016 y 2015
- ii. Estados Financieros Intermedios auditados de TGLT S.A. al 30 de junio de 2018 ;
- iii. Estados Financieros auditados de Caputo S.A.I.C. y F. de los ejercicios finalizados el 31 de diciembre de 2017, 2016 y 2015
- iv. Estados Financieros Intermedios auditados de Caputo S.A.I.C.yF. al 30 de junio de 2018;
- v. Proyecciones económico-financieras de Caputo por los próximos 5 años provistos por la su gerencia
- vi. Resumen de los parámetros financieros del portafolio de desarrollos inmobiliarios de TGLT provistos por su gerencia
- vii. Información regulatoria que afecte a las Compañías y/o al negocio.

Se deja expresa constancia que Columbus Zuma no ha realizado tareas de auditoría ni verificación independiente de la información de los Estados Financieros ni de las proyecciones y/o parámetros de las Compañías, ni ha realizado otras actividades de debida diligencia sobre las Compañías en particular. En relación a los aspectos técnicos vinculados al negocio que realizan las Compañías, Columbus Zuma ha utilizado la Información Disponible. En el supuesto que la Información Disponible omitiera información relevante para nuestro análisis y/o bien incluyera información errónea, la presente Opinión de Razonabilidad se vería igualmente afectada y/o modificada.

Las proyecciones consideradas por Columbus Zuma han sido realizadas en base a la Información Disponible y en base a supuestos y premisas adoptadas por Columbus Zuma en base a su conocimiento de la industria, la aplicación de los estándares de mercado y de las particularidades y tendencias de la Compañía. Columbus Zuma no puede asegurar que dichas proyecciones de Flujos Futuros de Fondos de la Compañía serán alcanzadas en la realidad, ya que los resultados futuros dependerán de distintos factores y condiciones de naturaleza aleatoria que pueden alterar las conclusiones de la Opinión de Razonabilidad.

Por lo dicho en los párrafos precedentes, hemos decido otorgarle una ponderación de 70% en nuestras metodologías de valuación (Ver Anexo – Resumen de Metodologías)

3. Análisis de la razonabilidad del Ratio de Intercambio de acciones de Caputo por acciones de TGLT

El Resumen de los Ratios de Intercambio se presenta en el cuadro a continuación, detallando la metodología empleada y su correspondiente ponderación.

Cuadro I – Resumen de Metodologías para la determinación del Ratio de Intercambio



Resumen de Metodologías	Ratio de Intercambio		Ponderación
	Rango Inferior	Rango Superior	
Precio Pagado por el Oferente en los últimos 12 meses	1,11x	1,35x	20,0%
Promedio Valor Mercado de la Acción	0,86x	1,05x	10,0%
Valor Patrimonial de las Acciones	0,35x	0,43x	0,0%
Flujo de Fondos Descontados	1,19x	1,72x	70,0%
Rango Promedio Ponderado de Ratio de Intercambio	1,14x	1,58x	100%

Precio Pagado por el Oferente en los últimos 12 meses

De acuerdo a la cronología de hechos descriptos en el apartado **1. Antecedentes** de esta Opinión de Razonabilidad, Columbus Zuma decidió considerar el precio de USD 0,799 como Precio Equitativo de Caputo y el valor resultante de la metodología de FFD para TGLT (Ver Anexo), así calcular el posterior Ratio de Intercambio.

Adicionalmente, al Ratio de Intercambio resultante se le aplicó una sensibilidad de +/- 10% para obtener así un Rango Inferior y Rango Superior.

Promedio del Valor de Mercado de la Acción de la Compañía

Se realizó el análisis del precio de mercado de las acciones de Caputo y TGLT listadas en BYMA, bajo los símbolos "CAPU" y "TGLT" respectivamente. Se analizó el periodo de 6 meses previos al 26 de enero de 2018, fecha de anuncio de la Oferta Pública de Adquisición. Se debe considerar que el mercado Argentino es un mercado sujeto a periodos de alta volatilidad, poca liquidez y fuertes variaciones de valor que no siempre reflejan cambios en los fundamentos del negocio.

Flujo de Fondos Descontados ("FFD")

Se proyectaron los negocios de la Compañía, los cuales están basados en las perspectivas de crecimiento de la industria y de la trayectoria de cada una de las distintas líneas de negocios. Columbus Zuma evaluó la consistencia general de los supuestos utilizados y verificó que los factores que pudieran afectar el negocio a futuro estuvieran debidamente considerados, comparando su proyección con las proyecciones realizadas por la gerencia de cada compañía respectivamente.

Para el caso de TGLT se analizaron y proyectaron los parámetros financieros de los distintos proyectos inmobiliarios en ejecución provistos por la gerencia de la compañía. Adicionalmente se calculó un Valor Terminal siguiendo una metodología de anualidad.

Posteriormente se calculó una tasa de Costo Promedio Ponderado de Capital, conocida como WACC, para descontar los flujos de fondos y el cálculo del valor terminal de las Compañías. La suma de los flujos futuros descontados y el valor terminal componen el Valor Compañía tanto de Caputo como de TGLT. Al Valor Compañía resultante se le restó la Deuda Financiera neta de las tenencias de Caja e Inversiones de Corto Plazo de las Compañías y se le adiciono otros activos inmuebles no operativos propiedad de las distintas Compañías.



4. Opinión de Razonabilidad acerca del Ratio de Intercambio por Columbus Zuma

Teniendo en cuenta (i) el alcance de la Opinión de Razonabilidad requerida por Caputo, (ii) los procedimientos y metodologías establecidos en la norma de aplicación para el desarrollo del presente trabajo, (iii) la Información Disponible y (iv) los resultados de los diferentes métodos de valoración aplicados anteriormente y desarrollados en este informe según lo establece la Ley de Mercado de Capitales y expuestos en el Cuadro 1 – Resumen de Metodologías del presente documento, Columbus Zuma considera que un ratio de intercambio propuesto por el Oferente comprendido entre **1,14x y 1,58x del Rango Promedio Ponderado de Ratio de Intercambio es razonable**

5. Consideraciones Finales

Esta Opinión de Razonabilidad es dirigida por Columbus Zuma al Directorio de la Caputo S.A.I.C. y F., y no está destinada a ninguna otra persona, inversor y/o beneficiario.

Columbus Zuma asume que la Información Disponible es fidedigna, precisa y completa a fin de realizar el análisis y valuación incluida en este reporte, y que no existen hechos relevantes u otra información material que, con conocimiento de las Compañías, no haya sido informada y/o revelada en sus Estados Financieros y/o en la Información Disponible provista por la gerencia de las Compañías.

Columbus Zuma no ha realizado tareas de auditoria ni de debida diligencia contable, financiera y/o impositiva sobre la Información Disponible.

Columbus Zuma autoriza a que la Opinión de Razonabilidad presentada por nosotros al Directorio de Caputo sea informada a la Comisión Nacional de Valores.

En ningún caso Columbus Zuma, ni sus directores o empleados asumen responsabilidad alguna frente a terceros por pérdidas causadas a las Compañías, sus Directores, Accionistas y/o terceros que resulten de esta Opinión de Razonabilidad.

La presente Opinión de Razonabilidad será gobernada por e interpretada de acuerdo con las leyes de la República Argentina y cualquier conflicto que se derive de la misma será sometido a la jurisdicción de los Tribunales competentes de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires, renunciando por tanto a otra jurisdicción o fuero que pudiera corresponder.

Quedamos a su disposición para cualquier aclaración de la presente.

Saludamos a ustedes muy atentamente,

Alejandro Dillon

Apoderado

Columbus MB S.A.



Anexo – Resumen de Metodologías

I) Precio más elevado pagado por el Oferente en los últimos 12 meses

	<u>CAPU (*)</u>	<u>TGLT (**)</u>
Precio por Acción en USD	0,799	0,65

	Rango Inferior		Rango Superior
Ratio de Intercambio	1,11x	1,23x	1,35x

(*) Surje del contrato de compraventa de fecha 19/01/2018 y del Aviso Rectificador de aviso de pago de fecha 28/05/2018

(**) Según metodologías de FFD

II) Promedio Valor de Mercado de la Acción

	<u>CAPU</u>	<u>TGLT</u>
26/01/2018 - Anuncio OPA		
Serie Homogénea - ARS	15,36	16,18

	Rango Inferior		Rango Superior
Ratio de Intercambio	0,86x	0,95x	1,05x

Se denomina serie de precios homogéneos a aquella en la cual se tuvieron en cuenta todos los eventos societarios (pagos de dividendos, suscripciones, capitalización de ajuste integral del capital, capitalización de reservas, disminuciones de capital, etc.) que usualmente generan un salto en el precio.

El ajuste de la serie de precios corrientes se realiza efectuando los siguientes cálculos:

a) Precio de paridad del evento determinado.

b) Cálculo del coeficiente a utilizar (Precio de paridad / Precio anterior).

c) Multiplicación de todos los precios anteriores a la fecha ex por el coeficiente determinado en el punto anterior.

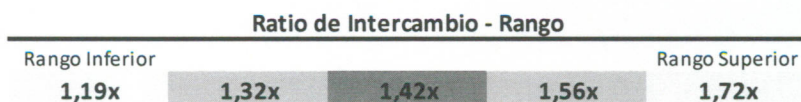
Una vez que se realiza este procedimiento obtenemos la serie de precios homogéneos.



CAPU					
Fecha	Cierre	Vol. Nominal	Fecha	Cierre	Vol. Nominal
22/01/2018	17,450	1.678.853	24/10/2017	19,300	522.370
19/01/2018	18,600	1.586.864	23/10/2017	20,300	718.230
18/01/2018	22,400	693.971	20/10/2017	20,300	746.678
17/01/2018	23,200	438.036	19/10/2017	19,400	482.984
16/01/2018	23,900	413.991	18/10/2017	19,700	1.151.645
15/01/2018	23,350	804.183	17/10/2017	17,350	169.925
12/01/2018	22,000	940.161	13/10/2017	16,950	303.688
11/01/2018	19,950	155.096	12/10/2017	16,000	266.325
10/01/2018	19,300	83.823	11/10/2017	14,475	89.376
09/01/2018	19,500	137.196	10/10/2017	14,600	60.090
08/01/2018	19,500	191.674	09/10/2017	14,400	93.703
05/01/2018	19,250	137.267	06/10/2017	14,800	60.403
04/01/2018	19,400	111.776	05/10/2017	15,050	110.245
03/01/2018	19,700	232.337	04/10/2017	15,100	315.236
02/01/2018	19,700	247.927	03/10/2017	15,350	358.510
29/12/2017	18,950	100.381	02/10/2017	13,800	274.544
28/12/2017	18,500	191.529	29/09/2017	12,900	232.573
27/12/2017	18,400	96.029	28/09/2017	12,025	229.178
26/12/2017	18,800	67.851	27/09/2017	11,350	90.988
22/12/2017	18,450	124.879	26/09/2017	11,075	47.593
21/12/2017	18,100	126.060	25/09/2017	11,025	51.974
20/12/2017	18,200	58.042	22/09/2017	10,875	34.948
19/12/2017	18,150	166.246	21/09/2017	10,800	48.456
18/12/2017	17,550	240.230	20/09/2017	10,450	45.559
15/12/2017	18,100	139.596	19/09/2017	10,575	77.681
14/12/2017	18,450	186.021	18/09/2017	10,500	111.275
13/12/2017	18,850	220.124	15/09/2017	10,750	10.940
12/12/2017	18,350	126.626	14/09/2017	11,050	48.056
11/12/2017	17,900	119.800	13/09/2017	10,875	40.188
07/12/2017	17,100	56.702	12/09/2017	10,925	48.722
06/12/2017	16,900	106.411	11/09/2017	11,075	30.097
05/12/2017	17,400	227.430	08/09/2017	10,950	39.632
04/12/2017	17,550	126.314	07/09/2017	11,250	72.639
01/12/2017	17,700	127.424	06/09/2017	10,825	63.824
30/11/2017	18,000	20.788	05/09/2017	10,800	55.896
29/11/2017	18,050	64.683	04/09/2017	10,650	37.601
28/11/2017	18,300	171.236	01/09/2017	10,675	29.674
27/11/2017	18,850	236.554	31/08/2017	10,550	20.640
24/11/2017	18,100	55.619	30/08/2017	10,400	40.901
23/11/2017	18,250	69.513	29/08/2017	10,475	57.142
22/11/2017	18,200	156.158	28/08/2017	10,700	189.527
21/11/2017	18,000	98.458	25/08/2017	10,475	99.103
17/11/2017	18,050	105.849	24/08/2017	10,050	95.642
16/11/2017	18,400	209.152	23/08/2017	9,900	31.168
15/11/2017	17,500	194.532	22/08/2017	9,900	38.767
14/11/2017	17,100	235.957	18/08/2017	9,900	64.771
13/11/2017	17,200	171.763	17/08/2017	9,800	31.510
10/11/2017	18,400	93.806	16/08/2017	9,850	120.487
09/11/2017	18,850	259.051	15/08/2017	9,550	48.341
08/11/2017	18,850	163.298	14/08/2017	9,550	149.157
07/11/2017	19,150	144.685	11/08/2017	9,175	83.325
03/11/2017	19,250	112.898	10/08/2017	8,950	22.262
02/11/2017	19,350	319.565	09/08/2017	8,625	13.684
01/11/2017	19,450	369.941	08/08/2017	8,875	13.725
31/10/2017	19,100	326.714	07/08/2017	8,850	34.384
30/10/2017	17,100	320.630	04/08/2017	8,900	24.207
27/10/2017	17,800	306.829	03/08/2017	8,950	30.395
26/10/2017	18,450	173.638	02/08/2017	9,050	20.697
25/10/2017	18,900	259.462	01/08/2017	8,925	11.960
			31/07/2017	8,925	27.476

TGLT					
Fecha	Cierre	Vol. Nominal	Fecha	Cierre	Vol. Nominal
26/01/2018	25,100	294.225	24/10/2017	20,900	546.713
22/01/2018	25,000	409.302	23/10/2017	19,600	274.907
19/01/2018	26,600	635.816	20/10/2017	18,850	225.080
18/01/2018	27,750	848.209	19/10/2017	17,700	151.059
17/01/2018	24,800	1.157.940	18/10/2017	16,600	25.393
16/01/2018	22,500	448.562	17/10/2017	16,950	59.989
15/01/2018	21,500	313.274	13/10/2017	16,400	52.961
12/01/2018	18,800	64.117	12/10/2017	15,900	48.604
11/01/2018	19,350	167.352	11/10/2017	16,300	198.436
10/01/2018	19,300	90.722	10/10/2017	14,800	26.141
09/01/2018	18,300	59.231	09/10/2017	13,600	46.408
08/01/2018	17,500	44.134	06/10/2017	15,000	54.763
05/01/2018	17,500	55.747	05/10/2017	14,300	16.831
04/01/2018	18,000	68.928	04/10/2017	13,900	13.880
03/01/2018	18,300	36.500	03/10/2017	14,100	10.744
02/01/2018	18,500	78.434	02/10/2017	14,000	3.259
29/12/2017	18,200	166.925	29/09/2017	14,250	12.899
28/12/2017	17,700	76.231	28/09/2017	13,750	8.465
27/12/2017	17,400	69.358	27/09/2017	14,050	16.170
26/12/2017	17,000	56.031	26/09/2017	14,000	12.114
22/12/2017	16,700	40.139	25/09/2017	14,250	11.018
21/12/2017	16,650	113.456	22/09/2017	14,000	19.285
20/12/2017	17,000	46.819	21/09/2017	14,200	19.284
19/12/2017	17,000	60.484	20/09/2017	14,000	26.270
18/12/2017	16,250	45.291	19/09/2017	14,000	22.664
15/12/2017	16,800	30.529	18/09/2017	13,800	45.344
14/12/2017	17,000	27.140	15/09/2017	13,250	37.015
13/12/2017	17,000	39.789	14/09/2017	12,900	24.069
12/12/2017	16,500	38.730	13/09/2017	12,700	81.638
11/12/2017	16,800	61.428	12/09/2017	12,300	4.036
07/12/2017	17,300	39.194	11/09/2017	12,300	4.486
06/12/2017	17,750	29.625	08/09/2017	12,200	15.873
05/12/2017	17,800	38.722	07/09/2017	12,300	23.221
04/12/2017	17,300	24.394	06/09/2017	12,350	18.797
01/12/2017	17,400	19.436	05/09/2017	12,350	5.600
30/11/2017	17,800	30.318	04/09/2017	12,400	13.956
29/11/2017	18,150	44.490	01/09/2017	12,300	49.024
28/11/2017	18,800	21.562	31/08/2017	12,000	1.440
27/11/2017	19,150	20.033	30/08/2017	12,000	4.112
24/11/2017	19,400	15.259	29/08/2017	12,000	12.499
23/11/2017	19,000	28.491	28/08/2017	12,000	1.000
22/11/2017	19,750	80.995	25/08/2017	12,250	11.520
21/11/2017	19,300	128.925	24/08/2017	12,250	24.703
17/11/2017	17,550	61.108	23/08/2017	12,250	59.460
16/11/2017	18,200	29.198	22/08/2017	12,000	13.982
15/11/2017	18,750	78.875	18/08/2017	12,000	21.620
14/11/2017	18,800	69.572	17/08/2017	12,500	17.598
13/11/2017	17,450	99.027	16/08/2017	12,500	24.157
10/11/2017	15,500	71.214	15/08/2017	12,300	27.890
09/11/2017	16,200	57.326	14/08/2017	11,400	7.521
08/11/2017	16,650	91.032	11/08/2017	11,250	25.538
07/11/2017	17,750	182.189	10/08/2017	11,900	31.406
03/11/2017	18,500	192.211	09/08/2017	11,000	162.109
02/11/2017	19,000	63.817	08/08/2017	11,450	48.100
01/11/2017	19,600	76.163	07/08/2017	11,650	9.016
31/10/2017	19,300	195.526	04/08/2017	12,000	93.922
30/10/2017	19,550	100.485	03/08/2017	13,100	216.430
27/10/2017	19,700	143.569	02/08/2017	13,400	165.595
26/10/2017	20,500	118.813	01/08/2017	10,800	17.492
25/10/2017	21,600	253.491	31/07/2017	11,000	8.984

III) Flujo de Fondos Descontado





CAPUTO

	USD Miles
Flujo Fondos Descontado	29.623
Valor Terminal	72.989
Valor CAPUTO S.A.	102.611
+ 50% SES S.A.	17.777
+ 40% Limp Ar S.A.	5.627
Valor COMPAÑÍA	126.015
[+] Caja Consolidada (USD)	3.314
[-] Deuda Financiera (USD)	-4.012
[+] Act. Inmobiliarios (USD)	28.918
Valor Capital Accionario	154.234
Cant. Total de Acciones	167.959

TGLT

	USD Miles
Valor Presente Neto Proyectos	94.276
Creditos / (Debitos) Corporativos	16.868
Valor Terminal	20.665
Valor Compañía	131.809
[+] Act. Inmobiliarios (USD)	9.324
[-] Deuda Financiera	-79.773
[+] Caja	29.249
Valor Capital Accionario	90.609
[+] Participación Caputo S.A.	149.667
Acciones TGLT	82,32%
OPA	14,72%
Total	97,04%
Total Valor Capital Accionario	240.276
Cant. Total Acciones	370.349

Analisis de Sensibilidad - CAPUTO

Valor Capital Accionario						
WACC/g	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	
11,45%	157.489	162.082	167.220	173.004	179.564	
11,95%	151.773	155.840	160.363	165.420	171.114	
12,45%	146.608	150.230	154.234	158.686	163.665	
12,95%	141.919	145.159	148.725	152.668	157.051	
13,45%	137.644	140.556	143.746	147.256	151.139	
USD por Acción						
WACC/g	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	
11,45%	0,94	0,97	1,00	1,03	1,07	
11,95%	0,90	0,93	0,95	0,98	1,02	
12,45%	0,87	0,89	0,92	0,94	0,97	
12,95%	0,84	0,86	0,89	0,91	0,94	
13,45%	0,82	0,84	0,86	0,88	0,90	

Analisis de Sensibilidad - TGLT

Total Valor Capital Accionario (USD Miles)						
WACC/g	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	
11,45%	247.958	249.258	250.695	252.292	254.079	
11,95%	242.918	244.026	245.246	246.595	248.094	
12,45%	238.286	239.236	240.276	241.421	242.687	
12,95%	234.013	234.830	235.722	236.698	237.773	
13,45%	230.056	230.761	231.528	232.365	233.283	
USD por Acción						
WACC/g	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	
11,45%	0,67	0,67	0,68	0,68	0,69	
11,95%	0,66	0,66	0,66	0,67	0,67	
12,45%	0,64	0,65	0,65	0,65	0,66	
12,95%	0,63	0,63	0,64	0,64	0,64	
13,45%	0,62	0,62	0,63	0,63	0,63	

Tasa de Descuento – Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC)

Costo Promedio Ponderado del Capital (Weighted Average Cost of Capital)	
Tasa Libre de Riesgo (1)	2,86%
Prima por Riesgo País (2)	4,80%
Prima de Riesgo de Mercado (3)	5,40%
Beta sin Apalancar (4)	1,00
Ratio Deuda / PN (5)	514,9%
Beta Apalancada	4,60
Prima de Mercado Ajustada	24,86%
Prima por Ilíquidez	2,0%
Costo del Capital	34,52%
Tasa Libre de Riesgo (1)	2,86%
Prima por Riesgo País (2)	4,80%
Spread de Crédito (6)	4,00%
Tasa Impositiva Efectiva	30,00%
Costo de la Deuda (Antes de Impuesto)	11,66%
Costo de la Deuda (Después de Impuesto)	8,16%
Deuda / (PN+Deuda)	0,84
WACC	12,45%

1. Rendimiento de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años. Fecha: 04/09/2018
2. Promedio del EMBI+ de Argentina (Emerging Markets Bond Index Plus – Fuente: J.P. Morgan) del periodo comprendido entre el 10/12/2015 hasta el 04/09/2018. Fuente: Ámbito Financiero
3. Prima implícita por Riesgo de Mercado. Fuente: Market Risk Premium and Risk-Free Rate used for 59 countries in 2018: a survey. Pablo Fernandez, IESE Business School
4. Beta Mercado
5. Estructura de Capital de TGLT. Fuente: ECCC al 31/12/2017
6. Spread de crédito entre curva de bonos soberanos vs. bonos corporativos. Fuente: Bloomberg

Notas: Se consideró la conversión del 100% de las Obligaciones Negociable Convertibles emitidas. Se aplicó el mismo WACC a ambas Compañías.