
Buenos Aires, 13 de Septiembre de 2018

Señores
Miembros del Directorio de TGLT SA
Scalabrini Ortíz 3333, CABA
Argentina

Ref: Opinión de Razonabilidad

De nuestra mayor consideración,

Nos dirigimos a Ustedes en nuestro carácter de Asesores Financieros independientes contratados por el Directorio de TGLT SA (“TGLT”) para emitir una opinión profesional (“Opinión de Razonabilidad”) respecto de la razonabilidad desde el punto de vista económico-financiero de la relación de canje de acciones establecida para llevar adelante la fusión por absorción entre las compañías TGLT y Caputo SACIyF (“Caputo” y en conjunto con TGLT, las “Compañías”).

Para llevar adelante el trabajo solicitado, Quantum Finanzas S.A. (“Quantum”) realizó el Informe sobre Relación de Canje de Acciones (el “Informe”) que se adjunta como Anexo 1 a la presente Opinión de Razonabilidad.

1. Antecedentes

El 19 de Enero de 2018 TGLT informó a la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) que en dicha fecha había adquirido de ciertos accionistas de Caputo 138.267.489 acciones, representativas del 82,32% del capital social y los votos de la Compañía y que en consecuencia se había constituido en el controlante directo de Caputo. El precio de la transacción, según nos fuera informado por TGLT, se acordó en US\$ 0,7914 por acción, lo que resultó en un valor pagado a la fecha de cierre de la transacción por las acciones adquiridas de US\$ 109.424.891. Posteriormente, por aplicación del mecanismo de ajuste de precio previsto en cada uno de los contratos de compraventa celebrados con los accionistas vendedores, el precio pagadero por TGLT a cada uno de tales accionistas vendedores por cada acción de Caputo fue incrementado a US\$ 0,799.

En Agosto de 2018 TGLT lanzó una Oferta Pública de Adquisición de acciones (la “OPA”) en efectivo sobre acciones ordinarias que representan el 17,68% del capital y

los votos de Caputo, al mismo precio final en US\$ por acción que el acordado en la transacción de compra del paquete de control, es decir, US\$ 0,799 por acción.

De acuerdo a lo que informó TGLT el 13 de Septiembre de 2018, a través de la OPA, adquirió 24.719.128 acciones, equivalentes al 14,72% del capital social y los votos de Caputo. En consecuencia, sumado a las acciones que ya poseía, una vez que se realice la liquidación de la OPA, TGLT será titular en forma directa e indirecta de acciones de Caputo representativas del 97,03% del capital social y de los votos de Caputo.

En dicho marco y en línea con lo que fuera mencionado en el Prospecto de la OPA, TGLT tiene intención de llevar adelante una fusión con Caputo (la “Fusión”), siendo TGLT la sociedad absorbente. Por ello, los accionistas de Caputo que no han aceptado la OPA recibirán, luego de la fusión, acciones de TGLT en canje de las acciones de Caputo de las que sean titulares actualmente. Al finalizar la Fusión, Caputo dejará de existir y, por lo tanto, de cotizar sus acciones en el mercado público.

2. Alcances del trabajo

El trabajo realizado consistió en estimar inicialmente un rango de valor de cada una de las compañías por separado y, a partir de ello, establecer un rango de para la relación de valores entre ambas compañías.

Quantum emite esta Opinión de Razonabilidad basado en su experiencia profesional y aplicando las mejores prácticas en la materia. También, tratándose de compañías que cotizan sus acciones en mercados públicos, hemos tenido como referencia para elaborar las valuaciones los criterios y metodologías que establece la Comisión Nacional de Valores (“CNV”) para los casos de OPAs, a saber:

1. Flujo de fondos descontados;
2. Múltiplos aplicables a compañías comparables;
3. Valor medio de mercado de la acción durante 6 meses; y
4. Valor patrimonial de la acción.

Sin perjuicio de ello, en la selección de los métodos de valuación a aplicar para la ponderación y obtención del rango de valores, hemos tenido en especial consideración ciertos aspectos relevantes de contexto que entendemos son de aplicación para los 2 casos en cuestión. Como consecuencia, entendemos que algunos de los métodos indicados como referencia en las normas de la CNV no deben ser utilizados en este caso. En esa línea, es importante mencionar que la propia normativa de CNV establece

que los criterios de valuación enunciados precedentemente se deberán tomar en cuenta en forma conjunta o separada, sin especificar una ponderación específica.

La ponderación que aplicamos en este caso se basa en los criterios aplicables según nuestra experiencia profesional en trabajos de valuación, en los métodos que habitualmente utilizan asesores financieros y/o bancos para realizar valuaciones y dar recomendaciones de inversión así como en la escasa representatividad y dificultades que entendemos tienen algunos de los métodos de valuación sugeridos.

Por ello, luego de obtener el rango de valor para cada compañía al 13 de Septiembre de 2018 por cada uno de los métodos sugeridos, realizamos una ponderación para arribar al valor de TGLT y de Caputo. Finalmente, se emite una Opinión de Razonabilidad comparando la relación de canje propuesta por TGLT con la estimada en el presente trabajo.

Valuación por Flujo de Fondos Descontados

De las metodologías empleadas, entendemos que el Flujos de Fondos Descontados (“FFD”) es el método más apropiado para estimar un posible valor de las acciones. Esta metodología, universalmente utilizada para estimar valores de activos o empresas en marcha, permite incorporar al análisis de valor todos los elementos relacionados con el negocio y la operación así como los riesgos y posibles mejoras que podrían afectar a la empresa en marcha.

- Por estos motivos se le asigna la mayor ponderación, del 90%.

Para realizar la valuación por el método FFD se efectuaron proyecciones de los negocios de las Compañías bajo determinadas hipótesis y supuestos que se detallan en el Anexo 1. Para ello, nos basamos en información pública disponible así como en ciertos análisis y proyecciones realizadas por terceros (la “Información”), entre la que se destacan:

- *Memoria y Estados Contables anuales auditados de las Compañías para los períodos 2015, 2016 y 2017*
- *Estados Contables trimestrales auditados de las Compañías de los ejercicios 2016, 2017 y 2018 (incluyendo el cerrado el 30 de Junio de 2018)*
- *Estados contables anuales y trimestrales de compañías subsidiarias y vinculadas*
- *Proyecciones de negocios para cada compañía elaboradas por el Management de TGLT*
- *Información sobre valor de activos inmobiliarios de propiedad de las Compañías y subsidiarias y vinculadas provista por TGLT*

-
- *Datos de compañías del sector con cotización pública de acciones obtenida de Bloomberg*
 - *Análisis referidos a compañías comparables locales y del exterior y sobre las perspectivas de negocios futuras para el sector en cuestión realizados por bancos de inversión y/o brokers financieros*
 - *Proyecciones macroeconómicas publicadas en el Relevamiento de Expectativas de Mercado publicado por el Banco Central de la República Argentina en Septiembre de 2018 y de Latin Focus Consensus Forecast publicadas el 10 de Septiembre de 2018*
 - *Otra información obtenida de fuentes públicas*

Para estimar el valor de las Compañías por este método corresponde agregar al valor que se obtiene a partir de los flujos del negocio el valor de los activos inmobiliarios –y otros activos líquidos- que poseen las Compañías, ya que el valor de los mismos no está capturado en las proyecciones. Considerando que no somos especialistas en valuar activos inmobiliarios, el valor de los mismos a los fines de la presente Opinión de Razonabilidad se estima a partir del análisis realizado por TGLT, que es una compañía especializada en el negocio de desarrollos inmobiliarios. Al valor teórico de mercado se le realiza un ajuste para reflejar la condición de iliquidez que en general tienen los activos inmobiliarios, especialmente cuando se trata de bienes de tamaño significativo. Ello es especialmente relevante en el actual contexto macroeconómico de Argentina y a la luz de los recientes movimientos significativos en la cotización del peso en relación con el dólar.

Valuación por múltiplos aplicables a empresas comparables

Otra metodología comúnmente utilizada por los especialistas en trabajos de valuación así como por analistas financieros e inversores es el método de múltiplos de empresas comparables. Este método es de frecuente aplicación en mercados accionarios más desarrollados (EE.UU. y Europa), donde por la significativa cantidad de compañías que cotizan sus acciones en mercados públicos, se suele contar con varios comparables directos (compañías similares en facturación, capitalización bursátil, estructura y costo de capital, márgenes, entorno regulatorio, etc.).

En el caso de la Argentina el número de compañías cotizantes es menor existen pocos comparables directos. Por ello, en el caso de Caputo se decidió recurrir a otros mercados de la región, realizando ajustes –que se explican en el Anexo 1- en los múltiplos que se obtienen de dichos mercados para luego poder aplicarlos al caso en cuestión.

En el caso de TGLT, la propia dinámica del negocio que desarrolla y ciertos criterios de registración contable aplicables hacen que la valuación por múltiplos sea muy compleja y de poca utilidad. TGLT es una compañía que tiene sus registros contables –base para la valuación por múltiplos- muy vinculados a la terminación y entrega de los proyectos y eso genera volatilidad en los indicadores que no necesariamente tienen que ver con los fundamentos del negocio. Se trata de un negocio que genera ingresos y márgenes contables de manera “discreta”, es decir sin continuidad o estabilidad en el tiempo, lo que constituye la base para tener una valuación por múltiplos que sea razonable.

Además de las complicaciones mencionadas, también hay que destacar que la reciente variación significativa del tipo de cambio, sumado a la importante volatilidad general y suba de tasas de interés/descuento aplicable a los activos argentinos ha resultado en una corrección acelerada en las valuaciones de mercado de los mismos. Como consecuencia de ello y por la propia dinámica que tienen los mercados públicos de acciones, el ajuste en el valor de las compañías en general se anticipa al ajuste que se da luego en los fundamentos del negocio (ventas, EBITDA, resultado). De este modo, cuando se verifica un escenario como el que se produjo en Argentina en las últimas semanas, el precio de mercado de las compañías ajusta con rapidez mientras que los datos de ventas o EBITDA tardan algo más de tiempo en reflejar el cambio en las condiciones de contexto. Por ello, en estos casos, los múltiplos de valuación quedan temporalmente afectados ya que uno de los componentes (valor) ajusta más rápidamente que el otro (indicador de performance).

- En consecuencia, en el caso de la valuación de Caputo, a este método se le asigna una ponderación significativamente menor a la del FFD, del 10%. Por las razones mencionadas, en el caso de TGLT se consideró conveniente no realizar la valuación por este método y, por lo tanto, tampoco considerar este método en la valuación final de la compañía.

Al igual que el método de FFD, para estimar el valor de las Compañías por el método de múltiplos corresponde agregar al valor que se obtiene a partir de los comparables el valor de los activos inmobiliarios –y otros activos líquidos- que poseen las Compañías, ya que el valor de los mismos no necesariamente está capturado en los múltiplos que resultan de las empresas comparables.

Valor medio de mercado de las acciones durante 6 meses

Otro de los métodos mencionados por la CNV es el que se deriva del análisis del comportamiento de una acción en los mercados públicos de valores durante los 6 meses previos a la fecha de las valuaciones. A tales fines se observa el precio de cierre de la acción medido en AR\$, se convierte a US\$ utilizando el tipo de cambio de cada día y se calcula el promedio del valor en US\$ para el período de 6 meses.

Sin perjuicio de realizar el cálculo, entendemos que este método es de utilidad muy limitada para estimar el valor de las Compañías por los siguientes motivos:

- Es razonable asumir que el precio de la acción de Caputo en los últimos 6 meses ha estado afectado por la existencia de la OPA lanzada por TGLT a un precio por acción ya fijado en Dólares Estadounidenses.
- El mercado de acciones argentino es poco profundo y, por lo tanto, sujeto a alta volatilidad y fuertes variaciones de valor que no necesariamente reflejan cambios en los fundamentos del negocio. En el caso de TGLT el volumen promedio de acciones operado en los últimos 6 meses ha sido de US\$ 35 mil por día y en el caso de Caputo ha sido de US\$ 152 mil por día.
- En consecuencia, en el caso de la valuación de TGLT, a este método se le asigna una ponderación significativamente menor a la del FFD, del 10%. Por las razones mencionadas, en el caso de Caputo se consideró conveniente no considerar este método en la valuación final de la compañía.

Valor patrimonial de la acción

El método del valor patrimonial de las acciones no tiene en cuenta la capacidad de generar ganancias ni la apreciación del capital esperable ni la generación de caja futura de una empresa en marcha así como tampoco los riesgos y desafíos futuros. Adicionalmente, y si bien depende de la normativa contable aplicable en cada país en particular, existen situaciones en las que determinadas partidas patrimoniales de los estados contables no reflejan adecuadamente el valor de mercado de los activos y pasivos ya que utilizan valores históricos o costos de adquisición.

En compañías que tienen una fracción significativa de sus activos representada por bienes de uso o activos fijos que no actualizaron su valor en el tiempo este método encuentra fuertes limitaciones. Esta limitación se vuelve aún más importante en contextos de alta inflación y fuerte depreciación de la moneda local, que es la que se utiliza en los estados contables de publicación.

Además, en las compañías dedicadas a desarrollos inmobiliarios, las normas contables establecen que los ingresos y gastos (y por lo tanto el margen de utilidad) asociados a los mismos se deben reconocer al momento de finalizar las obras y entregar los productos a los usuarios finales. En consecuencia, en el caso de TGLT, que tiene varios proyectos en ejecución y con altos porcentajes de ventas ya realizadas, los estados contables tienden a subestimar los resultados y por lo tanto el valor patrimonial de la compañía.

Adicionalmente, TGLT ha emitido en Julio de 2017 un Bono Convertible en acciones ordinarias por US\$ 150 M (“Bono Convertible”). Durante el año 2018 una fracción menor de dicho instrumento (aprox. USD 821 mil se convirtieron en 1.643.510 acciones de TGLT). Bajo ciertos eventos (por ejemplo una emisión de acciones de TGLT en una

bolsa o mercado de valores de los Estados Unidos –“IPO”- o a solicitud de cada tenedor de deuda) ese instrumento que actualmente está registrado como un pasivo de la compañía, podría ser convertido en capital y por ende alterar el actual valor del patrimonio de la compañía.

- Por las razones mencionadas, se consideró conveniente no ponderar este método en la estimación de valor.

3. Resultados obtenidos

A continuación se expone un cuadro resumen con los rangos de valores de cada compañía obtenidos aplicando los métodos de valuación a los que asignamos una ponderación no nula, los rangos de valores ponderados así como el rango obtenido para la relación de canje de acciones resultante:

Relación de Canje (al 13 de Septiembre de 2018)

Método de Valuación	Ponderación		Límite Inferior Rango (US\$ M)		Límite Superior Rango (US\$ M)	
	Caputo	TGLT	Caputo	TGLT	Caputo	TGLT
1. Flujo de Fondos Descontados ⁽¹⁾	90,0%	90,0%	104,2	175,8	132,9	179,5
2. Múltiplos aplicables a empresas comparables	10,0%	0,0%	128,7	NA	148,0	NA
3. Valor de cotización en mercado ⁽²⁾	0,0%	10,0%	118,0	182,1	118,0	182,1
Valor ponderado total (US\$ M)			106,6	176,4	134,4	179,7
<i>Cantidad de acciones (M) ⁽¹⁾</i>			<i>168,0</i>	<i>370,3</i>	<i>168,0</i>	<i>370,3</i>
Valor ponderado por acción (US\$)			0,635	0,476	0,800	0,485
Relación de Canje (# de acciones de TGLT por cada acción de Caputo)			1,680x		1,308x	

(1) Valuación de TGLT asume conversión total del Bono Convertible a un valor de usd 0,5 por acción

(2) Para la cotización de mercado de TGLT, al Market Cap promedio se le sumó la conversión de la totalidad del Bono Convertible

En relación con el resultado expuesto, es importante hacer las siguientes aclaraciones metodológicas –desarrolladas en mayor detalle en el Anexo 1-:

- Por tratarse de una relación de canje, los límites inferior y superior planteados para el armado del rango de valores se realizan combinando, en cada caso, el valor máximo obtenido para una compañía con el valor mínimo obtenido para la otra.
- Para la estimación del valor de TGLT se trabajó asumiendo el escenario de conversión del Bono Convertible al valor de USD 0,5 por acción definido por TGLT en Julio de 2017. Ello porque TGLT ha aprobado en asamblea de accionistas su decisión de llevar adelante un IPO cuando estén dadas las condiciones de mercado y de negocios y, de darse ese evento, la conversión del

Bono Convertible en acciones sería automática. También el evento de conversión puede ocurrir en cualquier momento a solicitud de los tenedores del Bono Convertible y, de hecho, ya ha habido acreedores que ejercieron el derecho de conversión.

- El supuesto mencionado implica que, a los fines del trabajo, TGLT tiene un menor nivel de deuda neta (aprox. USD 149 M) que la que surge de su balance de publicación y una mayor cantidad de acciones (298.356.490) que la que surge de la situación actual. Este ajuste se aplica cuando se estima en la estimación del valor por el método de Flujo de Fondos Descontados y el método del Valor medio de mercado de las acciones durante 6 meses. Como el precio de conversión establecido oportunamente por TGLT (USD 0,5 por acción) está próximo al rango de valores estimados para TGLT en el presente trabajo, no se advierte que trabajar con el escenario de conversión altere las conclusiones obtenidas.

4. Opinión de Razonabilidad

En base a las consideraciones realizadas precedentemente y el detalle de cálculos y premisas expuestas en el Anexo 1, Quantum considera que, desde el punto de vista económico – financiero, la relación de canje de acciones que se establezca para la Fusión será razonable siempre y cuando se encuentre dentro del rango expuesto en el cuadro precedente.

Corresponde destacar a estos efectos que la Opinión de Razonabilidad se emite el 13 de Septiembre de 2018 y que de ocurrir variaciones adicionales en las condiciones macroeconómicas y de mercado entre la fecha de emisión de la presente y la fecha de aprobación de la Fusión por las Compañías y los organismos correspondientes las conclusiones mencionadas podrían verse afectadas. Esto es especialmente importante teniendo en cuenta la extrema volatilidad que se está verificando en algunas de las principales variables macroeconómicas en Argentina en las últimas semanas y que, de continuar, podrían afectar significativamente los negocios y las valuaciones de las Compañías.

5. Consideraciones adicionales

La Opinión de Razonabilidad y el Informe han sido preparados por Quantum y están dirigidos al el Directorio de TGLT en el marco de la Fusión.

La Opinión de Razonabilidad y el Informe se realizaron considerando las variables relevantes disponibles a la fecha y por lo tanto tiene vigencia a la fecha del trabajo. Cambios futuros en las condiciones económicas y/o de negocios pueden afectar significativamente las conclusiones así como las proyecciones realizadas. No asumimos responsabilidad alguna por los cambios que puedan ocurrir con posterioridad a la fecha de la Opinión de Razonabilidad y sus posibles consecuencias. Quantum no tiene obligación ni responsabilidad de actualizar la Opinión de Razonabilidad, el Informe y/o los resultados y/o las conclusiones por eventos o circunstancias que ocurran después de la fecha de emisión.

Los servicios provistos por Quantum están limitados a la emisión de la Opinión de Razonabilidad, incluyendo el Informe.

Dejamos expresa constancia que Quantum no ha realizado tareas de auditoría ni verificación independiente de la Información, ni ha realizado otras actividades de due diligence sobre las Compañías en particular. En relación a los aspectos operativos y del negocio que realizan las Compañías, nos hemos basado en la Información. En caso que la Información omitiera información relevante o la misma fuera errónea, la presente Opinión de Razonabilidad se vería igualmente afectada o modificada.

Quantum no tiene motivos para pensar que los hechos y la información publicada referida a las Compañías no sean correctos. Respecto de eventuales litigios o contingencias sobre las Compañías, nos hemos basado en lo reportado en los Estados Contables.

Los supuestos macro y microeconómicos empleados reflejan opiniones propias y de terceros según se indica en el Informe. Los mismos no deben ser utilizados como pronósticos ya que no son predicciones de condiciones futuras, sino escenarios en los que razonablemente se puede esperar que se desenvuelvan las Compañías.

Los flujos de fondos proyectados han sido elaborados solamente a los efectos del presente trabajo.

El trabajo supone el cumplimiento por parte de las Compañías de la totalidad de las leyes nacionales, provinciales y municipales aplicables, como así también de las tasas y regulaciones municipales y otras regulaciones o medidas o acciones de orden público, salvo aclaración en contrario.

Ni Quantum, ni sus directores o empleados tienen interés financiero alguno en las Compañías. Los honorarios derivados de la emisión de la Opinión de Razonabilidad no están sujetos al contenido de la misma.

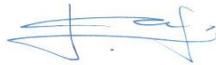
El trabajo no podrá ser publicado o discutido con terceros sin previa autorización por escrito de Quantum. Sin perjuicio de ello, Quantum autoriza a que el mismo pueda ser informado por TGLT a la CNV, a Bolsas y Mercados Argentinos (“BYMA”) y/o a otras autoridades regulatorias.

En ningún caso, Quantum ni sus directores o empleados asumen responsabilidad alguna frente a terceros por pérdidas causadas a las Compañías, a sus accionistas o a terceros que resulten de esta Opinión de Razonabilidad, incluyendo el Informe.

Nuestro trabajo constituye una opinión independiente en el marco de la Fusión. La Opinión de Razonabilidad no constituye una recomendación a los accionistas respecto de llevar adelante o no la Fusión.

Quedamos a su disposición para cualquier aclaración o ampliación de la presente.

Saludamos a Uds. atentamente.



Juan Bruno

Director



Daniel Marx

Director Ejecutivo

TGLT

CAPUTO

CONSTRUCCIONES Y SERVICIOS

Anexo 1 – Informe sobre Relación de Canje de Acciones

Contenido

I. Resumen

II. Valuación de Caputo

III. Valuación de TGLT

IV. Relación de canje de acciones

I. Resumen

Resumen de Valuación

- Rangos de valores de Caputo y TGLT según diferentes criterios de valuación:
 - Tal como se explica en la Opinión de Razonabilidad y Anexo, algunos de los métodos no son tenidos en cuenta para obtener el valor ponderado de cada compañía y, por ende, la relación de canje de acciones resultante

CAPUTO

CONSTRUCCIONES Y SERVICIOS

VALOR DEL CAPITAL (US\$ M)

TGLT

1 - FLUJO DE FONDOS DESCONTADOS (FFD)⁽¹⁾

- Proyección de los negocios a 8 años
- Valor Terminal basado en crecimiento de largo plazo de ~2,5% nominal anual
- Tasa descuento (WACC): 11,38% nominal anual en USD
- Se agrega el valor neto de los activos inmobiliarios

104,2 [] 132,9

- Proyección de los negocios actualmente en desarrollo
- Valor Terminal por capacidad de generación de nuevos negocios, adicionales a los en ejecución actualmente
- Tasa descuento (WACC): 11,38% nominal anual en USD
- Se agrega el valor neto de los activos inmobiliarios

175,8 [] 179,5

2 - MÚLTIPLOS DE COMPAÑÍAS COMPARABLES⁽¹⁾

- Múltiplo Valor Empresa/EBITDA de 4 empresas comparables en Latam y 1 en Argentina
- Ajuste para reflejar mayor riesgo relativo de operar en Argentina vs otros países de Latam
- Se agrega el valor neto de los activos inmobiliarios

128,7 [] 148,0

- No Aplica, según se explica en la Opinión de Razonabilidad

No Aplica

3 - PRECIO DE MERCADO⁽²⁾

- Precio promedio de mercado en US\$ - últimos 6 meses

118,0

- Precio promedio de mercado en US\$ - últimos 6 meses, considerando la conversión del Bono Convertible

182,1

4 - VALOR PATRIMONIAL⁽³⁾

- Patrimonio Neto al 30 de Junio de 2018 según balance

25,0
20 // 90 130 170

- Patrimonio Neto al 30 de Junio de 2018 según balance

3,8
5 // 120 180 220

(1) Tipo de cambio vigente al 12 de Septiembre de 2018. (2) Se utiliza tipo de cambio de cada día del período de 6 meses. (3) Tipo de cambio vigente al 30 de Junio de 2018

Relación de Canje

- Valuación del capital social de Caputo y de TGLT al [13] de Septiembre de 2018, basado en experiencia profesional y aplicando las mejores prácticas en la materia. También, tratándose de compañías que cotizan sus acciones en mercados públicos, hemos tenido como referencia los criterios y metodologías que establece la CNV
- Sin perjuicio de ello, hemos tenido en consideración ciertos aspectos relevantes de contexto que entendemos son de aplicación para ambas compañías y que generan que algunos de los métodos indicados entendemos no deben ser utilizados en este caso
- A continuación se expone un cuadro resumen con los rangos de valores obtenidos aplicando los métodos de valuación a los que asignamos una ponderación no nula, los valores ponderados y el rango obtenido para la relación de canje:

Relación de Canje (al 13 de Septiembre de 2018)

Método de Valuación	Ponderación		Límite Inferior Rango (US\$ M)		Límite Superior Rango (US\$ M)	
	Caputo	TGLT	Caputo	TGLT	Caputo	TGLT
1. Flujo de Fondos Descontados ⁽¹⁾	90,0%	90,0%	104,2	175,8	132,9	179,5
2. Múltiplos aplicables a empresas comparables	10,0%	0,0%	128,7	NA	148,0	NA
3. Valor de cotización en mercado ⁽²⁾	0,0%	10,0%	118,0	182,1	118,0	182,1
Valor ponderado total (US\$ M)			106,6	176,4	134,4	179,7
<i>Cantidad de acciones (M) ⁽¹⁾</i>			<i>168,0</i>	<i>370,3</i>	<i>168,0</i>	<i>370,3</i>
Valor ponderado por acción (US\$)			0,635	0,476	0,800	0,485
Relación de Canje (# de acciones de TGLT por cada acción de Caputo)			1,680x		1,308x	

(1) Valuación de TGLT asume conversión total del Bono Convertible a un valor de usd 0,5 por acción

(2) Para la cotización de mercado de TGLT, al Market Cap promedio se le sumó la conversión de la totalidad del Bono Convertible

- En base a las consideraciones realizadas y el detalle de cálculos y premisas expuestas, Quantum considera que, desde el punto de vista económico – financiero, la relación de canje de acciones que se establezca para la Fusión será razonable siempre y cuando se encuentre dentro del rango expuesto en el cuadro precedente

Relación de Canje (cont.)

- En relación con el resultado y las conclusiones expuestas, es importante hacer las siguientes aclaraciones metodológicas:
 - Por tratarse de una relación de canje, los límites inferior y superior planteados para el armado del rango de valores se realizan combinando, en cada caso, el valor máximo obtenido para una compañía con el valor mínimo obtenido para la otra
 - Para la estimación del valor de TGLT se trabajó asumiendo el escenario de conversión del Bono Convertible al valor de USD 0,5 por acción definido por TGLT en Julio de 2017. Ello porque TGLT ha aprobado en asamblea de accionistas su decisión de llevar adelante un IPO cuando estén dadas las condiciones de mercado y de negocios y, de darse ese evento, la conversión del Bono Convertible en acciones sería automática. También el evento de conversión puede ocurrir en cualquier momento a solicitud de los tenedores del Bono Convertible
 - El supuesto mencionado implica que TGLT tenga un menor nivel de deuda neta (USD 149,2 M) que la que surge de su balance de publicación al 30 de Junio y una mayor cantidad de acciones (298,4 millones) que la que surge de la cantidad de acciones emitidas al 30 de Junio. Este ajuste se aplica cuando se estima en la estimación del valor por el método de Flujo de Fondos Descontados y el método del Valor medio de mercado de las acciones durante 6 meses

II. Valuación de Caputo

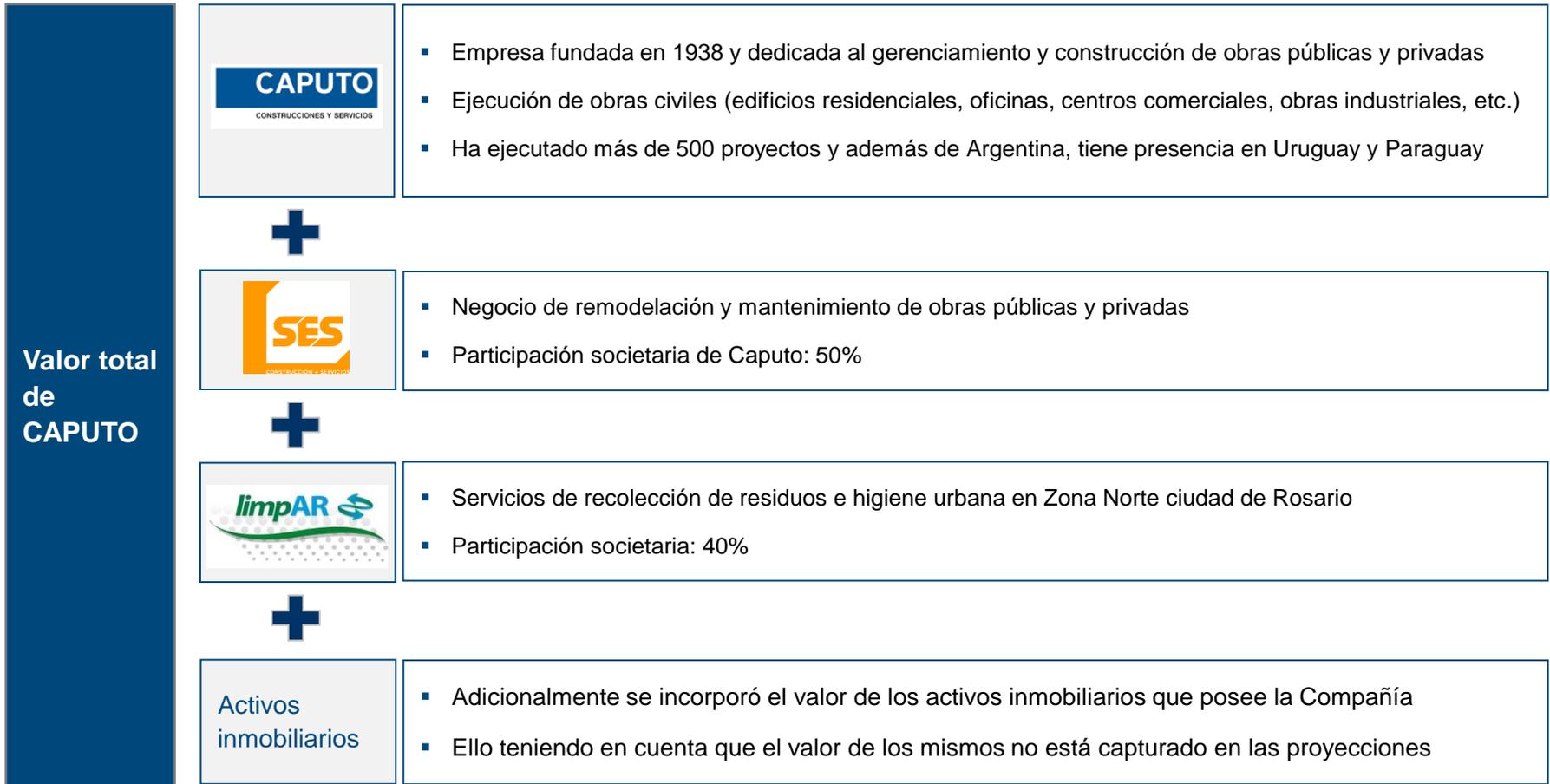
II. Valuación de Caputo

1. Valuación por FFD - Introducción

- El objetivo del FFD es estimar el valor actual o precio de un activo en marcha, incorporando todos los factores inherentes que afectan su estimación, como ser los flujos de caja generados a lo largo del tiempo, los pasivos y el costo incurrido para su sostenimiento, y un valor terminal, entre otros. Para ello se basa en el principio de “valor tiempo del dinero” que sostiene que el valor del dinero hoy es normalmente superior al de más adelante, ya que éste puede ser invertido y generar intereses que resultarán en un monto mayor a futuro
- Para obtener la valuación por el FFD se ha estimado el valor actual o presente de los flujos de caja que generaría Caputo antes de atender los pagos relacionados con la estructura de capital. Al Valor Compañía obtenido (o Enterprise Value, según la denominación en inglés) luego se le dedujo el saldo de deuda financiera neta de Caputo para obtener el valor del capital y, por consiguiente, el valor de la acción
- La valuación por FFD se realizó al 13 de Septiembre de 2018. Por ello, los flujos estimados para cada año se descuentan a esa fecha, utilizando una tasa de mercado que tiene en cuenta el riesgo empresario, el riesgo financiero, el valor del tiempo, la percepción del riesgo argentino por parte del mercado y otros riesgos dados por las características particulares del negocio en que la Compañía desarrolla sus actividades
- Las proyecciones económico-financieras han sido preparadas en pesos corrientes para el período comprendido entre el 1 de enero de 2018 y el 31 de diciembre de 2025
- Luego se estima un valor terminal para obtener la fracción del valor que sería generada luego de dicho período, asumiendo el método de perpetuidad con una tasa de crecimiento nominal en USD del 2,5%, consistente con niveles de inflación en USD de largo plazo y un crecimiento real de los negocios de Caputo consistente con el escenario de normalización macroeconómica planteado y el posicionamiento competitivo que tiene la Compañía para capturar oportunidades en el futuro, según la visión del management
 - Las estimaciones de ingresos y egresos en pesos luego son convertidos a dólares utilizando el tipo de cambio ARS – USD promedio estimado para cada año. En el caso de las partidas patrimoniales la conversión se realiza utilizando tipo de cambio de fin del período. Una vez obtenidos los valores en dólares, se utiliza una tasa de descuento en dólares nominales para calcular el valor actual o presente de los flujos de la Compañía
 - Los flujos para 2018 fueron ajustados por la proporción del tiempo transcurrido entre el 1 de enero y la fecha de valuación
- De las metodologías empleadas, entendemos que el FFD es el método más apropiado para estimar un posible valor de las acciones. Esta metodología, universalmente utilizada para estimar valores de activos o empresas en marcha, permite incorporar al análisis de valor todos los elementos relacionados con el negocio y la operación así como los riesgos y posibles mejoras que podrían afectar a la empresa en marcha. **Por estos motivos se le asigna la mayor ponderación, del 90%**

1. Valuación por FFD - Negocios de Caputo

- Para realizar la valuación de Caputo por FFD se tienen en consideración 4 componentes:



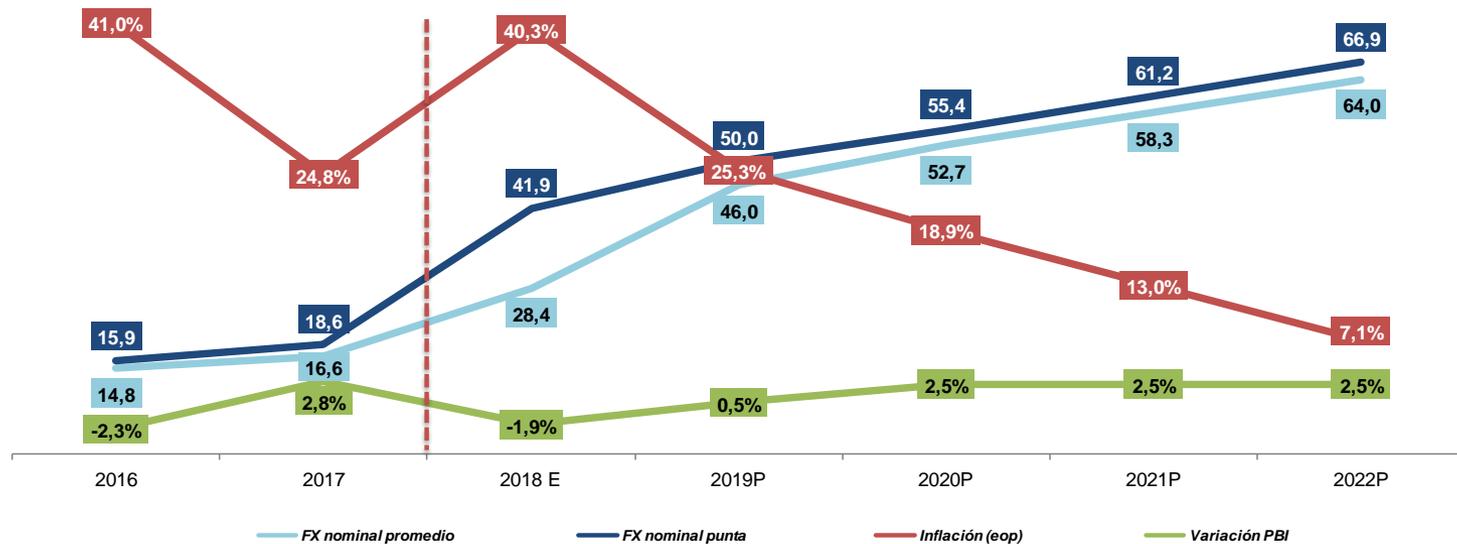
- Finalmente, para estimar el valor del capital del Caputo se le restó al valor de la compañía la Deuda Financiera Neta
 - La misma se estimó tomando como base el balance trimestral publicado en Junio de 2018

1. Valuación por FFD - Principales supuestos

Supuestos Macroeconómicos

- Se utilizaron proyecciones tomando como base el Relevamiento de Expectativas de Mercado (REM) publicado por el BCRA el 4 de Septiembre de 2018 y las publicadas el 10 de Septiembre de 2018 por *Latin Focus Consensus Forecast* para América Latina, que considera plazos más prolongados que el REM
 - Más allá de la volatilidad observada en las últimas semanas, a los fines de realizar las proyecciones y estimar las valuaciones, se trabajó con premisas que son consistentes con un escenario de “normalización” macroeconómica en el mediano plazo, con crecimiento leve del PBI y caída gradual en los niveles de inflación

Indicadores Macro Argentina



Fuente: REM publicado el 4 Sep 2018 (BCRA) & LatinFocus Consensus Forecast Sep 2018

1. Valuación por FFD - Principales supuestos (cont.)

<p>Consideraciones generales</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Se trabajó en un modelo que consolida las operaciones de Caputo, SES (al 50%) y Limp Ar (al 40%) • Se establecieron supuestos de ingresos, Costo de Obras y Servicios y gastos de administración y comercialización de los 3 negocios que luego se integran para obtener un EBITDA consolidado pro forma • Los flujos netos de SES (50%) y Limp Ar (40%) se suman al de Caputo para obtener el flujo que se utiliza para estimar el valor total del negocio • Supuestos relevantes de ingresos y egresos utilizados se basan en proyecciones provistas por management de TGLT • La visión del management es que Caputo está muy bien posicionada para capturar oportunidades tanto en el sector privado –negocio principal y con excelente reconocimiento de marca- como en el sector público –donde ha tenido una actividad acotada en los años previos y que puede potenciarse a partir del cambio de propiedad y las necesidades de obra pública que existen en el país y que podrán desarrollarse en el corto o mediano plazo (p.e. vía esquema PPP)- 						
<p>Ingresos</p>	<table border="1"> <tr> <td data-bbox="233 651 386 1025"> <p>CAPUTO</p> </td> <td data-bbox="386 651 1856 1025"> <ul style="list-style-type: none"> • Se proyecta en base: <ul style="list-style-type: none"> • Backlog de Obras en curso según información provista por el management de TGLT. Se destaca que, aún en un contexto muy desafiante, Caputo ha incrementado su backlog en los últimos meses, sumando clientes de renombre (Consultatio, Swiss Medical, entre otros) e incrementando las obras en curso de 22 a 26 • Nuevas ventas crecen siguiendo inflación proyectada y 1.2x el crecimiento proyectado del PBI hasta el año 2021 y luego siguen la evolución del PBI <ul style="list-style-type: none"> • Se separan los proyectos entre privados y públicos ya que los márgenes (históricos y proyectados) son diferentes • Asume que participación del sector público en las nuevas ventas crecerá desde c. 25% en 2017 a 40% desde 2020 </td> </tr> <tr> <td data-bbox="233 1025 386 1210"> <p>SES</p> </td> <td data-bbox="386 1025 1856 1210"> <ul style="list-style-type: none"> • Se proyecta en base: <ul style="list-style-type: none"> • Contratos en curso según información provista por el management de TGLT • Ventas crecen siguiendo inflación proyectada y 1.2x el crecimiento proyectado del PBI </td> </tr> <tr> <td data-bbox="233 1210 386 1309"> <p>Limp Ar Rosario</p> </td> <td data-bbox="386 1210 1856 1309"> <ul style="list-style-type: none"> • Se proyecta la evolución del contrato vigente ajustando por inflación los ingresos • Se asume que el mismo se termina en Mayo de 2020, según lo que establece el contrato vigente </td> </tr> </table>	<p>CAPUTO</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Se proyecta en base: <ul style="list-style-type: none"> • Backlog de Obras en curso según información provista por el management de TGLT. Se destaca que, aún en un contexto muy desafiante, Caputo ha incrementado su backlog en los últimos meses, sumando clientes de renombre (Consultatio, Swiss Medical, entre otros) e incrementando las obras en curso de 22 a 26 • Nuevas ventas crecen siguiendo inflación proyectada y 1.2x el crecimiento proyectado del PBI hasta el año 2021 y luego siguen la evolución del PBI <ul style="list-style-type: none"> • Se separan los proyectos entre privados y públicos ya que los márgenes (históricos y proyectados) son diferentes • Asume que participación del sector público en las nuevas ventas crecerá desde c. 25% en 2017 a 40% desde 2020 	<p>SES</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Se proyecta en base: <ul style="list-style-type: none"> • Contratos en curso según información provista por el management de TGLT • Ventas crecen siguiendo inflación proyectada y 1.2x el crecimiento proyectado del PBI 	<p>Limp Ar Rosario</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Se proyecta la evolución del contrato vigente ajustando por inflación los ingresos • Se asume que el mismo se termina en Mayo de 2020, según lo que establece el contrato vigente
<p>CAPUTO</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Se proyecta en base: <ul style="list-style-type: none"> • Backlog de Obras en curso según información provista por el management de TGLT. Se destaca que, aún en un contexto muy desafiante, Caputo ha incrementado su backlog en los últimos meses, sumando clientes de renombre (Consultatio, Swiss Medical, entre otros) e incrementando las obras en curso de 22 a 26 • Nuevas ventas crecen siguiendo inflación proyectada y 1.2x el crecimiento proyectado del PBI hasta el año 2021 y luego siguen la evolución del PBI <ul style="list-style-type: none"> • Se separan los proyectos entre privados y públicos ya que los márgenes (históricos y proyectados) son diferentes • Asume que participación del sector público en las nuevas ventas crecerá desde c. 25% en 2017 a 40% desde 2020 						
<p>SES</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Se proyecta en base: <ul style="list-style-type: none"> • Contratos en curso según información provista por el management de TGLT • Ventas crecen siguiendo inflación proyectada y 1.2x el crecimiento proyectado del PBI 						
<p>Limp Ar Rosario</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Se proyecta la evolución del contrato vigente ajustando por inflación los ingresos • Se asume que el mismo se termina en Mayo de 2020, según lo que establece el contrato vigente 						

1. Valuación por FFD - Principales supuestos (cont.)

Costo de Obras y Servicios	CAPUTO	<ul style="list-style-type: none"> Se proyectó el margen bruto del Backlog según lo que establecen los contratos de acuerdo a la información provista por el management de TGLT Para las nuevas obras, se consideraron los márgenes informados por TGLT que están en línea con los niveles históricos El margen bruto proyectado refleja una ligera mejora comparado con 2017 como efecto del nuevo mix de obras
	SES	<ul style="list-style-type: none"> Se proyectó una caída en el margen bruto por cada unidad de negocio a un promedio de 24,2%, en línea con un mayor nivel nominal de ventas y con la expectativa de márgenes futuros necesarios para mantener dichas ventas
	Limp Ar Rosario	<ul style="list-style-type: none"> Se proyectó el margen bruto en un nivel estable de 18,5% que está en línea con los niveles históricos
Gastos (G&A)	CAPUTO	<ul style="list-style-type: none"> Se estiman los gastos generales como un porcentaje de las ventas, pasando de 7,1% en 2016 a 6,4% en 2018 y luego se mantiene constante
	SES	<ul style="list-style-type: none"> Se estiman los gastos generales como un porcentaje de las ventas, pasando de 5,4% en 2016 a 3,2% en 2020 y luego se mantiene constante
	Limp Ar Rosario	<ul style="list-style-type: none"> Se estiman los gastos generales como un porcentaje de las ventas que se mantiene en 6,5% hasta la finalización del contrato en 2020

1. Valuación por FFD - Principales supuestos (cont.)

Otros Supuestos	CAPEX	<ul style="list-style-type: none"> Las inversiones de capital proyectadas están en línea con los datos históricos en el orden de 0,8% de las ventas netas
	Impuestos	<ul style="list-style-type: none"> La proyección incorpora la reforma tributaria aprobada en Diciembre de 2017 Se aplicó una alícuota de IIGG del 30% para los años 2018/19 y 25% para los años subsiguientes <ul style="list-style-type: none"> A los fines de la valuación se asume que a medida que se pagan dividendos se ingresa al fisco la diferencia de impuestos para llegar al 35% Para el cálculo del Valor Terminal se asume una alícuota efectiva de 35% También se incorpora una reducción gradual estimada de IIBB a lo largo de 4 años, desde 4,2% a 3% de las ventas
	Capital de trabajo	<ul style="list-style-type: none"> Se proyectan las otras cuentas del Capital de Trabajo (cuentas a cobrar, cuentas a pagar y cuentas de stocks) con una mejora inicial en el nivel de cobranzas hasta recuperar el promedio de su comportamiento histórico <ul style="list-style-type: none"> Cuentas a cobrar incorporan efecto de cambio gradual en el mix de ventas
	Deuda Financiera	<ul style="list-style-type: none"> Se asume que se mantienen los bajos niveles de deuda financiera que presentan actualmente las compañías Se incorpora en el análisis la posición financiera neta de Caputo (caja menos deuda) según el último balance

1. Valuación por FFD - Valor neto de activos inmobiliarios

Valor activos inmobiliarios

- Para estimar el valor de Caputo por este método (y también por el método de múltiplos) hay que adicionar al valor que se obtiene de los flujos del negocio el valor estimado (después de impuestos) de los activos inmobiliarios que posee la compañía
 - Ello teniendo en cuenta que el valor de los mismos no está capturado ni en las proyecciones ni en los múltiplos que resultan de las empresas comparables
- Considerando que no somos especialistas en tasación de activos inmobiliarios, el valor de los mismos para la Opinión de Razonabilidad se obtiene del análisis realizado por TGLT, que es una compañía especializada en desarrollos inmobiliarios
 - Al valor teórico estimado de mercado se le realiza un ajuste para reflejar la condición de iliquidez que en general tienen los activos inmobiliarios, especialmente cuando se trata de bienes de tamaño significativo y dado el actual contexto de la economía argentina
 - Este descuento respecto del valor teórico de mercado es habitual en ciertas compañías que cotizan sus acciones en mercados públicos y reportan regularmente el valor de sus activos inmobiliarios

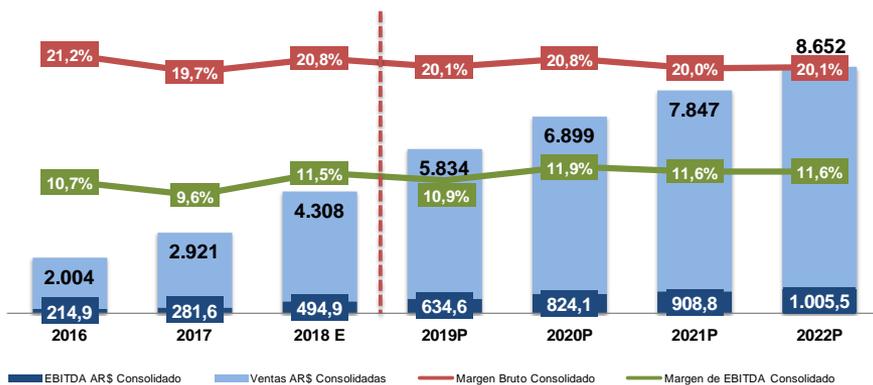
	Área (m2)		VALOR MERCADO EST.		Descuento iliquidez	VALOR VENTA EST.		Valor (USD/m2)
	100%	Part.	100%	Part.		Part.		
TERRENOS	179.751	122.520	49,5	33,6	35%	21,8	179,0	
UNIDADES Y COCHERAS	2.185	2.185	7,7	7,7	35%	5,0	2.301,3 ⁽¹⁾	
TOTAL USD M			57,2	41,3		26,9		

(1) El valor de referencia (USD/m2) no incluye el valor de cocheras

II. Valuación de Caputo

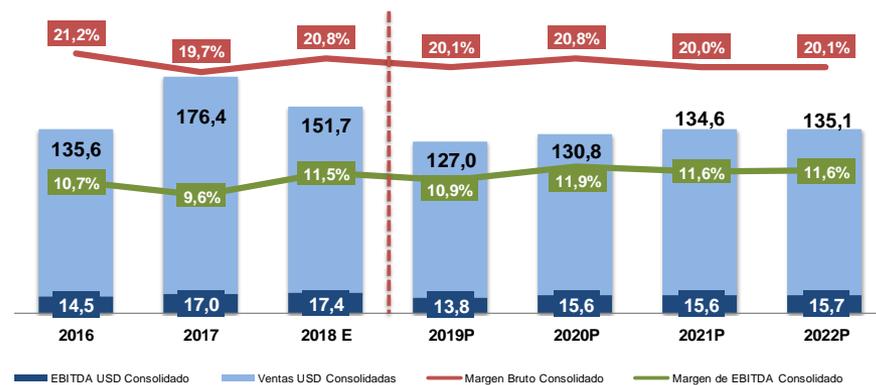
1. Valuación por FFD - Proyecciones

Ventas y EBITDA (en Ar\$ M)



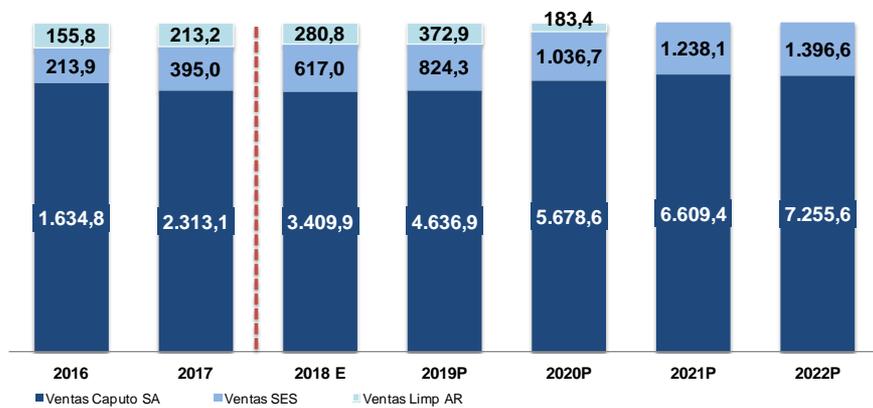
Fuente: Estimación QF en Base a Información del Management de TGLT

Ventas y EBITDA (en USD M)



Fuente: Estimación QF en Base a Información del Management de TGLT

Mix de Ventas por Negocio (en Ar\$ M)



Fuente: Estimación QF en Base a Información del Management de TGLT

Mix de Ventas por Negocio (en USD M)



Fuente: Estimación QF en Base a Información del Management de TGLT

1. Valuación por FFD - Proyecciones (cont.)

Flujo de Caja Consolidado (ad hoc)

Millones de USD Corrientes	2017	2018 E	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ingresos Netos Consolidados	176,4	151,7	127,0	130,8	134,6	135,1	136,1	139,5	143,0
Variación %	30,3%	-14,0%	-16,3%	3,0%	2,9%	0,4%	0,8%	2,5%	2,5%
Costos de Obra Consolidados	(141,6)	(120,1)	(101,5)	(103,6)	(107,7)	(108,0)	(108,8)	(111,6)	(114,3)
Variación %	32,5%	-15,2%	-15,5%	2,1%	3,9%	0,3%	0,7%	2,5%	2,5%
Margen Bruto Consolidado	34,8	31,6	25,5	27,2	27,0	27,1	27,3	28,0	28,7
Como % de las ventas	19,7%	20,8%	20,1%	20,8%	20,0%	20,1%	20,1%	20,1%	20,1%
G&A Consolidados	(17,8)	(14,1)	(11,7)	(11,6)	(11,4)	(11,4)	(11,5)	(11,8)	(12,0)
EBITDA Consolidado	17,0	17,4	13,8	15,6	15,6	15,7	15,8	16,2	16,6
Como % de las ventas	9,6%	11,5%	10,9%	11,9%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Impuesto a las Ganancias - Consolidado	(2,9)	(6,3)	(4,6)	(4,3)	(4,4)	(4,2)	(4,1)	(4,2)	(4,3)
Capex - Consolidado	(0,1)	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)
Variación Capital de Trabajo - Consolidado	(14,5)	2,4	0,2	(0,7)	(0,2)	(1,0)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
Dividendos Percibidos Soc. Art. 33	5,2	-	-	-	-	-	-	-	-
Flujo de Caja de la Compañía	4,7	12,5	8,4	9,6	10,0	9,4	9,9	10,3	10,5

1. Valuación por FFD - Resumen y sensibilidades

VALUACIÓN

Millones de USD	2018 E	2019P	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Ventas Consolidadas	151,7	127,0	130,8	134,6	135,1	136,1	139,5	143,0
EBITDA Consolidado	17,4	13,8	15,6	15,6	15,7	15,8	16,2	16,6
Impuesto a las ganancias (sobre EBIT consolidado)	(5,2)	(4,1)	(3,8)	(3,8)	(3,8)	(3,8)	(3,9)	(4,0)
CAPEX	(1,0)	(1,0)	(1,0)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)	(1,1)
Variación capital de trabajo consolidado	2,4	0,2	(0,7)	(0,2)	(1,0)	(0,7)	(0,7)	(0,7)
Flujo de caja compañía	13,7	8,9	10,1	10,6	9,9	10,2	10,5	10,8
Valor terminal	30%							101,0
	<i>% nominal</i>	2,5%						
Flujo de caja Compañía con Valor Terminal	14,0	8,9	10,1	10,6	9,9	10,2	10,5	111,8

Resumen de la Valuación

USD M

WACC	11,4%
Valor presente del Flujo de Fondos	49,2
Valor presente del Valor Terminal	45,9
Valor Activos Inmobiliarios	26,9
Valor Compañía (USD M)	122,0
Deuda Financiera Neta (Caja)	0,2
VP II.GG. Dividendos a Distribuir	(5,4)
Valor del capital(USD M)	116,9
Cantidad de Acciones (M)	168,0
Valor por Acción (USD)	0,70

Sensibilidad a Márgenes y WACC

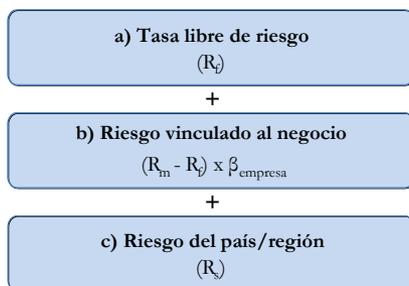
Valor del Capital (USD M)	WACC	WACC				
		10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%
Margen Bruto	-1,50%	129,1	117,0	107,6	100,0	93,9
	-0,75%	135,3	122,3	112,2	104,2	97,6
	Base	141,5	127,6	116,9	108,3	101,3
	+ 0,75%	147,7	132,9	121,5	112,4	105,0
	+ 1,50%	153,8	138,3	126,2	116,5	108,6

II. Valuación de Caputo

1. Valuación por FFD - Cálculo del WACC

■ Costo del capital propio:

- Utilizamos el método CAPM por sus siglas en inglés (*Capital Asset Pricing Model*), que es comúnmente utilizado para determinar el costo del capital o *equity*. El cálculo resulta de la suma de 3 términos:



- El costo estimado del capital propio asciende a 14,28% anual, según el siguiente detalle:

Tasa Libre de Riesgo	R_f	2,90%	Promedio UST10y últimos 3 meses
Equity Premium	$R_m - R_f$	4,77%	Prima por Riesgo Equity Acciones vs T-Bonds 1928 - 2017 Damodaran
Beta	β_{emp}	1,15	Beta promedio mercados emergentes 2017 (Damodaran)
Riesgo País Argentino	R_s	5,91%	EMBI + Arg 3 meses
K_e Caputo SA		14,28%	Nominal anual en USD

$$R_e: R_f + (R_m - R_f) \times \beta_{\text{empresa}} + R_s$$

■ Costo de la deuda:

- Dado que el balance de Caputo muestra un apalancamiento cercano al 3%, se tomó como ratio $D/(E+D)$ el promedio de empresas del sector en países emergentes, extraído de Damodaran. Por otra parte, dado el bajo nivel de deuda, para estimar el costo de la deuda se consideró como referencia el promedio de rendimiento del bono soberano Discount 2033 en los últimos tres meses (9,09%) y se agregó un spread de 150 pbs por el mayor riesgo relativo
- Luego se ajusta el costo por la tasa impositiva que hemos asumido en 25% a partir de la reforma tributaria dado que será la que estará vigente en los años de la proyección con excepción de 2018 y 2019

K_d Caputo SA	10,59%	Avg 3 M TIR Discount + 150 pb
Tasa Impositiva	25%	
K_d Caputo SA	7,94%	

■ Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC):

- El WACC pondera el costo del capital (K_e) y de la deuda (K_d) después de impuestos (t) en función de la relación deuda (D) / capital (E):

Deuda Neta Caputo SA (AR\$ M)	(7,5)	Al 30 Jun 2018 - último Balance Informado. Más caja que deuda
Deuda Neta / (Deuda + Equity)	45,8%	Utilizando ratio promedio de la Industria para Emergentes (Damodaran)

$$WACC = K_e \times E / (E+D) + K_d \times (1+t) \times D / (E+D)$$

WACC Caputo SA	11,38%
-----------------------	---------------

2. Valuación por Múltiplos de Compañías Comparables - Introducción

- Otro método comúnmente utilizado es el método de comparables que se basa en las valuaciones que tienen compañías similares que cotizan sus acciones públicamente en mercados de valores. Observando su valor de mercado y los denominados múltiplos de valuación que se derivan a partir de la cotización de mercado, es posible obtener un valor de Caputo
- Este método de valuación es de frecuente aplicación en mercados accionarios más desarrollados (EE.UU. y Europa), donde por la significativa cantidad de compañías que cotizan sus acciones en mercados públicos, se suele contar con varios comparables directos (compañías similares en facturación, capitalización bursátil, estructura y costo de capital, márgenes, entorno regulatorio, etc.)
- En el caso de la Argentina, el número de compañías cotizantes es menor y no existe un comparable directo de la Compañía que sea relevante. Por ello se decidió recurrir también a otros mercados de la región y de países desarrollados, realizando ajustes en los múltiplos que se obtienen de dichos mercados para luego poder aplicarlos a Caputo
 - Identificamos un grupo de empresas comparables (1 local y 4 Latam) y consideramos como múltiplo de referencia el Valor Empresa / EBITDA
- Es necesario destacar que la reciente variación significativa del tipo de cambio, sumado a la importante volatilidad general y suba de tasas de interés/descuento aplicable a los activos argentinos ha resultado en una corrección acelerada en las valuaciones de mercado de los mismos. Como consecuencia de ello y por la propia dinámica que tienen los mercados públicos de acciones, el ajuste en el valor de las compañías en general se anticipa al ajuste que se da luego en los fundamentos del negocio (ventas, EBITDA, resultado). De este modo, cuando se verifica un escenario como el que se produjo en Argentina en las últimas semanas, el precio de mercado de las compañías ajusta con rapidez mientras que los datos de ventas o EBITDA tardan algo más de tiempo en reflejar el cambio en las condiciones de contexto. Por ello, en estos casos, los múltiplos de valuación quedan temporalmente afectados ya que uno de los componentes (valor) ajusta más rápidamente que el otro (indicador de performance)
- En consecuencia, si bien se consideró conveniente incorporar y ponderar este método en la valuación final, **se le asigna una ponderación significativamente menor a la del FFD, del 10%**

II. Valuación de Caputo

2. Valuación por Múltiplos de Compañías Comparables

Valuación comparables	País	Cap. de Mercado	Ventas	EBITDA	EBITDA Mg.	EV / EBITDA
		US\$ M	LTM 2018 (*)			LTM 2018 (*)
Comparables						
DYCASA SA-B SHS	Argentina	19	139	10	6.8%	3.0x
GRANA Y MONTERO SAA	Perú	357	1,686	181	10.7%	5.8x
BESALCO SA	Chile	485	637	72	11.3%	13.0x
SALFACORP SA	Chile	690	1,007	74	7.4%	18.1x
Grupo Mexicano de Desarrollo	Mexico	243	198	62	31.3%	7.7x
(1)=Total Región - Promedio ponderado por Capitalización de Mercado						12.7x

Ajuste Múltiplo por Riesgo País

	<u>Descuento Aplicable</u>
(2) = Múltiplo Ajustado	37%
	8.1x

(*) Ventas y EBITDA según datos publicados al 30/06/18, a excepción de SalfaCorp datos al 31/03/18.

Fuente: elaboración propia en base a información disponible en Bloomberg al 12 de Septiembre de 2018

- Los múltiplos corresponden mayormente a empresas que desarrollan sus actividades en países que, en general, tienen menor riesgo que Argentina. Deben ajustarse para reflejar el mayor riesgo relativo. Para ello:

- Se estimó el valor por FFD de Caputo utilizando el WACC descripto
- Se estimó un nuevo WACC ad hoc considerando apalancamiento observado al 30Jun18 y utilizando como "riesgo país" el promedio ponderado de los niveles de riesgo de los distintos países en que operan las compañías comparables. El riesgo país promedio obtenido es 1,12% (vs. 5,91% utilizado para Argentina) y el valor resultante de este WACC ad hoc es 8,64%
- Se estimó el valor de la Compañía por FFD utilizando el WACC *ad hoc*. Como el WACC ad hoc es inferior al WACC de Argentina, la valuación utilizando el WACC de Argentina es 37% más baja que la valuación obtenida utilizando el WACC *ad hoc*
- Dicho porcentaje de ajuste es el que se utilizó para reducir los múltiplos de los comparables. Así se obtiene un múltiplo EV / EBITDA aplicable a Caputo de 8,1x

II. Valuación de Caputo

2. Valuación por Múltiplos de Compañías Comparables (cont.)

- Dada la reciente volatilidad cambiaria y sus posibles efectos sobre la actividad económica, entendemos que el valor estimado del EBTDA para el ejercicio 2018 no necesariamente refleja en forma adecuada la situación actual y proyectada de los negocios en el nuevo contexto -dado que al menos el primer semestre del año se desarrolló bajo otro escenario macroeconómico y de negocios-
- Por ello se prefiere utilizar como base para la valuación por múltiplos el EBITDA estimado para el ejercicio 2019

CAPUTO

Resumen Valuación por comparables	Valor (USD M)
EBITDA Consolidado 2019E	13.8
Múltiplo EV / EBITDA Ajustado por Riesgo País	8.1x
Valor Compañía (EV) considerando múltiplo	111.3
+ Valor Activos Inmobiliarios	26.9
- Deuda Financiera Neta (Jun-18)	0.2
Valor del Capital	138.3
Total de Acciones Emitidas (Millones)	168.0
Precio por Acción (USD)	0.82

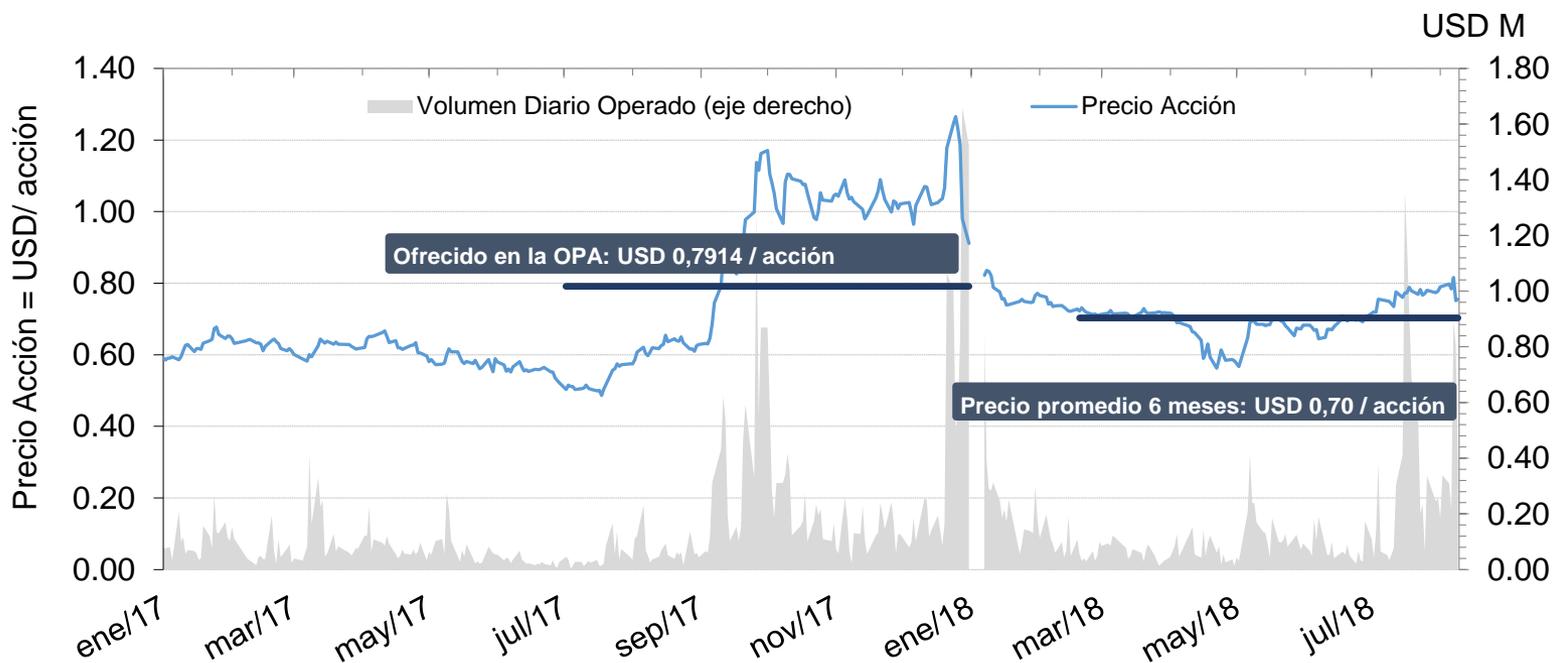
- Luego se realizó un análisis de sensibilidad para establecer un rango de valores bajo esta metodología. En este caso se plantea como sensibilidad que el descuento sea 15% mayor y 15% menor al 37% de ajuste aplicado sobre el múltiplo

Análisis de Sensibilidad

	+15%	Base	-15%
Descuento Aplicable	42%	37%	31%
Múltiplo Ajustado	7.4x	8.1x	8.8x
Valor Capital (USD M)	128.7	138.3	148.0
Precio por Acción (USD)	0.77	0.82	0.88

3. Valor de Mercado de la Acción

- Este método se deriva del análisis del comportamiento de una acción en los mercados públicos de valores durante un período de 6 meses. A tales fines se observa el precio de cierre de la acción medido en AR\$, se convierte a USD al tipo de cambio de cada día y se calcula el promedio para tal período
- Para el caso de Caputo entendemos que este método **no resulta de utilidad** para estimar el valor real de la compañía dado que:
 1. Es razonable asumir que el precio de la acción de Caputo ha estado afectada por la existencia de la OPA con precio fijo en dólares lanzada por TGLT
 2. Además, el mercado de acciones argentino es poco profundo y, por lo tanto, sujeto a alta volatilidad y fuertes variaciones de valor que no necesariamente reflejan cambios en los fundamentos del negocio. El volumen promedio de acciones operado desde la fecha de la OPA ha sido de US\$ 152 mil equivalentes/ día



Fuente: Elaboración QF en base a Bloomberg al 12 Sep 2018

3. Valor de Mercado de la Acción (cont.)

Evolución del precio de la Acción (USD)				Promedio 6 meses		0.70	
Fecha	Precio	Fecha	Precio	Fecha	Precio	Fecha	Precio
13/mar/18	0.72	03/may/18	0.66	19/jun/18	0.67	06/ago/18	0.76
14/mar/18	0.73	04/may/18	0.66	21/jun/18	0.67	07/ago/18	0.77
15/mar/18	0.72	07/may/18	0.64	22/jun/18	0.68	08/ago/18	0.77
16/mar/18	0.72	08/may/18	0.59	25/jun/18	0.68	09/ago/18	0.79
19/mar/18	0.71	09/may/18	0.61	26/jun/18	0.68	10/ago/18	0.78
20/mar/18	0.71	10/may/18	0.63	27/jun/18	0.67	13/ago/18	0.77
21/mar/18	0.71	11/may/18	0.59	28/jun/18	0.67	14/ago/18	0.78
22/mar/18	0.71	14/may/18	0.56	29/jun/18	0.64	15/ago/18	0.77
23/mar/18	0.71	15/may/18	0.59	02/jul/18	0.65	16/ago/18	0.77
26/mar/18	0.72	16/may/18	0.61	03/jul/18	0.67	17/ago/18	0.78
27/mar/18	0.72	17/may/18	0.60	04/jul/18	0.67	21/ago/18	0.77
28/mar/18	0.71	18/may/18	0.58	05/jul/18	0.67	22/ago/18	0.78
03/abr/18	0.72	21/may/18	0.59	06/jul/18	0.68	23/ago/18	0.79
04/abr/18	0.71	22/may/18	0.58	10/jul/18	0.70	24/ago/18	0.79
05/abr/18	0.71	23/may/18	0.58	11/jul/18	0.70	27/ago/18	0.80
06/abr/18	0.71	24/may/18	0.57	12/jul/18	0.69	28/ago/18	0.78
09/abr/18	0.72	28/may/18	0.65	13/jul/18	0.70	29/ago/18	0.82
10/abr/18	0.72	29/may/18	0.69	16/jul/18	0.70	30/ago/18	0.75
11/abr/18	0.73	30/may/18	0.69	17/jul/18	0.70	31/ago/18	0.76
12/abr/18	0.72	31/may/18	0.69	18/jul/18	0.70	03/sep/18	0.75
13/abr/18	0.72	01/jun/18	0.69	19/jul/18	0.69	04/sep/18	0.75
16/abr/18	0.72	04/jun/18	0.68	20/jul/18	0.70	05/sep/18	0.74
17/abr/18	0.72	05/jun/18	0.68	23/jul/18	0.72	06/sep/18	0.74
18/abr/18	0.72	06/jun/18	0.68	24/jul/18	0.72	07/sep/18	0.76
19/abr/18	0.72	07/jun/18	0.68	25/jul/18	0.72	10/sep/18	0.74
20/abr/18	0.72	08/jun/18	0.70	26/jul/18	0.75	11/sep/18	0.68
23/abr/18	0.72	11/jun/18	0.70	27/jul/18	0.75	12/sep/18	0.65
24/abr/18	0.71	12/jun/18	0.69	30/jul/18	0.75		
25/abr/18	0.71	13/jun/18	0.69	31/jul/18	0.75		
26/abr/18	0.69	14/jun/18	0.68	01/ago/18	0.74		
27/abr/18	0.69	15/jun/18	0.68	02/ago/18	0.73		
02/may/18	0.68	18/jun/18	0.65	03/ago/18	0.78		

Fuente: Bloomberg

II. Valuación de Caputo

4. Valor Patrimonial

- Esta metodología supone que el valor de una compañía se obtiene de lo expuesto en los estados contables en un momento determinado. Resulta de dividir el patrimonio neto de una sociedad por el número de acciones emitidas
 - Esta metodología no tiene en cuenta la capacidad de generación de caja a futuro de una empresa en marcha. Adicionalmente, y si bien depende de la normativa contable aplicable en cada país en particular, existen situaciones en donde las partidas patrimoniales de los estados contables pueden no reflejar necesariamente la realidad de un negocio. Concretamente, para el caso de Argentina y considerando el último balance disponible a Junio de 2018, las partidas patrimoniales no son ajustadas por inflación y se consignan los valores históricos o de costo
- Por estas razones consideramos que el valor obtenido por esta metodología es en general muy poco representativo del real valor de un activo o empresa. Ello es particularmente más evidente para compañías que tienen una fracción significativa de sus activos representada por bienes de uso o activos similares, que no han actualizado su valor. Esta limitación se vuelve aún más importante en contextos como los actuales, de alta inflación y fuerte depreciación de la moneda local, que es la que se utiliza en los estados contables de publicación
- A efectos de referencia y siguiendo los lineamientos enunciados por la CNV se presenta a continuación el valor de la acción de Caputo por este método en base al Balance del 30 de Junio de 2018
 - Por las razones mencionadas, **se consideró conveniente no ponderar este método en la estimación de valor**

Valor Patrimonial de Caputo

Cantidad de Acciones emitidas (Millones)	168.0	Precio por Acción	
Patrimonio Neto al 30 de Junio de 2018 (AR\$ Millones)	723.8	Valor de libros de cada Acción (AR\$/acción)	4.31
Tipo de Cambio al 30 Jun 18 (AR\$/ USD)	28.9		
Patrimonio Neto (USD Millones)	25.02	Valor de libros de cada Acción (USD/acción)	0.15

III. Valuación de TGLT

III. Valuación de TGLT

1. Valuación por FFD - Negocios de TGLT

- TGLT es una de las principales compañías del país dedicadas al desarrollo de emprendimientos inmobiliarios residenciales de envergadura y en ubicaciones estratégicas, destinados al segmento medio (Metra), medio-alto (Astor) y alto (Forum)
 - Con la adquisición de Caputo, TGLT incorpora el negocio de construcción para atender proyectos propios, de otras empresas y sector público; aportándole un flujo de ingresos más estable



Fuente: Elaboración propia en base a información pública disponible (Presentación a Inversores, Junio 2018)

1. Valuación por FFD - Negocios de TGLT (cont.)

- Los principales proyectos a entregar y en ejecución comprenden:

Proyectos muy avanzados con unidades para vender:

Venice (Joint Venture)	Forum Puerto del Buceo	Metra Puerto Norte I
 <p>Buenos Aires Mt2: 22,993 Unidades: 301 Avance de obra: 74% Unidades vendidas: 82%</p>	 <p>Montevideo Uruguay Mt2: 48,281 Unidades: 337 Avance de obra: 74% Unidades vendidas: 80%</p>	 <p>Rosario – Santa Fe Mt2: 3,010 Unidades: 56 Avance de obra: 100% Unidades vendidas: 80%</p>

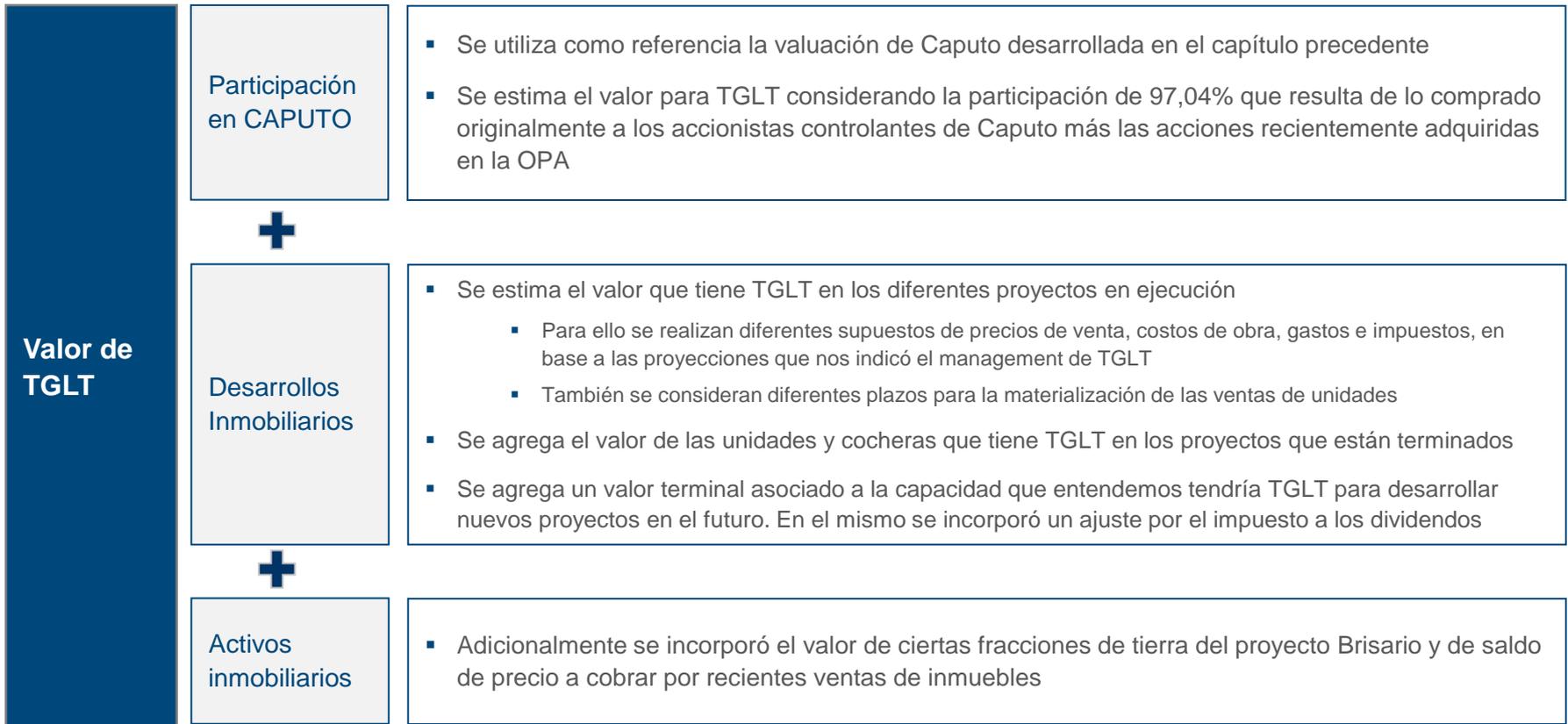
Proyectos en ejecución y a desarrollar en el corto plazo:

Astor San Telmo	Metra Puerto Norte II	Venice (Joint Venture)
 <p>Buenos Aires Mt2: 28,464 Unidades: 435 Avance de obra: 20% Unidades vendidas: 61%</p>	 <p>Rosario – Santa Fe Mt2: 8,277 Unidades: 158 Avance de obra: 14% Unidades vendidas: 61%</p>	 <p>Buenos Aires Mt2: 8,866 Unidades: 156 Avance de obra: 11% Unidades vendidas: 46%</p>
Proa	Catalinas (Joint Venture)	Venice (Joint Venture) -Etapla futura-
 <p>Rosario Mt2: 8,866 Unidades: 156 Avance de obra: 11% Unidades vendidas: 46%</p>	 <p>Buenos Aires Mt2: 32,000</p>	 <p>Buenos Aires Mt2: 21,193</p>

Fuente: Elaboración propia en base a información pública disponible (Presentación a Inversores, Junio 2018)

1. Valuación por FFD - Negocios de TGLT (cont.)

- Para realizar la valuación de TGLT por FFD se tienen en consideración 3 componentes:



- Finalmente, para estimar el valor del capital del TGLT se le restó al valor de la compañía la Deuda Financiera Neta
 - La misma se estimó tomando como base el balance trimestral informado a Junio de 2018, actualizando por plazo la porción de la deuda no corriente con los ex accionistas controlantes de Caputo SA, la reducción en la caja por el pago a los minoritarios que aceptaron la OPA y considerando la conversión total en acciones del Bono Convertible emitido en Julio de 2017
 - De acuerdo a lo informado por el management de TGLT, la porción del Bono Convertible aún no convertida es de USD 149,2 M

1. Valuación por FFD - Principales supuestos

Consideraciones Generales

- Por las características muy particulares de la actividad de la compañía, se trabajó en un flujo de fondos concentrado en un modelo de valuación por proyectos
- Se diferenciaron 2 grupos de proyectos, aquellos en los que TGLT tiene el 100% y aquellos en los que comparte el desarrollo con algún socio (50% de tenencia)
 - Primer grupo: Metra Puerto Norte I y II, Venice (etapa terminada), Dos Plaza, Forum Puerto del Buceo y Astor San Telmo
 - Respecto de Astor San Telmo, se extendió 6 meses el plazo originalmente previsto de materialización de la Obra dado el reciente fallo de la Justicia de la Ciudad de Buenos Aires. Basado en antecedentes de otros casos similares y en que la compañía cuenta con los permisos correspondientes, TGLT entiende que la obra se terminará ejecutando
 - Segundo grupo: Venice (en marcha y etapa futura) y Catalinas
- Los supuestos relevantes de ingresos y egresos utilizados para los diferentes grupos de proyectos se basan en las proyecciones e información provistas por el management de TGLT
 - En particular, recibimos del management de TGLT el detalle de precios promedios esperados de venta, m2 a vender, plazos de venta, costos de construcción y otros costos asociados a la construcción

Principales Supuestos de Ingresos

PRINCIPALES SUPUESTOS

	Proyectos con 100% de participación	Proyectos con 50% de participación
Unidades Disponibles	255	3.612
M2 disponibles	22.545	264.547
Estacionamientos disponibles	288	4.073
Precio de Venta ponderado USD/m2 - con IVA	3.235	2.900
Precio de venta de estacionamientos con IVA (usd)	27.061	23.719
Precio del amarradero con IVA (usd)		0
Impuesto a las Ventas (alícuota promedio)	0,6%	2,1%
Tasa de IVA	10%	11%
Ingresos netos por Comisiones de venta & otros Fees (% de ventas)	1,6%	0,2%
Preventas aún no percibidas (% de Ingresos proyectados)	25%	0%
Duration de los flujos esperados (años)	2,33	7,03

1. Valuación por FFD - Principales supuestos (cont.)

Costo de Obras y Servicios	<i>Proyectos con 100% ppción.</i>	<ul style="list-style-type: none"> Se proyectaron los costos de construcción remanentes para la finalización de los mismos, en base a lo informado por el management de TGLT Para algunos proyectos se estimó la incorporación de maquinarias específicas para la construcción
	<i>Proyectos con 50% ppción.</i>	<ul style="list-style-type: none"> Para los proyectos sin grado de avance en la construcción, se estimaron costos de construcción fijos en USD por m2 construido de acuerdo al proyecto a desarrollar También se incorporaron como costos las adquisiciones de maquinaria específica para dichos proyectos con escasa utilidad posterior
Gastos (G&A)	<i>Comisión de ventas</i>	<ul style="list-style-type: none"> Las comisiones se proyectaron entre el 1,5% y 2% de las ventas. En algunos casos, ese porcentaje se le cobra como extra al comprador, por lo cual en esos casos es un ingreso para la compañía
	<i>Gastos de Marketing</i>	<ul style="list-style-type: none"> Se estimaron gastos de publicidad por entre 1,5% y 3% de las ventas futuras esperadas, según el proyecto
	<i>Gastos de Administración</i>	<ul style="list-style-type: none"> Se estimaron gastos de administración por 3,8% de las ventas estimadas
Otros	<i>Capital de Trabajo</i>	<ul style="list-style-type: none"> Se estimaron como ingresos algunas cuentas de Capital de Trabajo al considerarse la liquidación final de cada proyecto en la medida en que se venden todas las unidades y las máquinas asociadas a cada proyecto
	<i>Impuestos</i>	<ul style="list-style-type: none"> Se estimó como alícuota de IIGG el 25,7%, de acuerdo a lo informado por la compañía, correspondiente a la ponderación de las alícuotas de Argentina y Uruguay Se estimaron impuestos a la venta de unidades por entre el 1,2% y 3% del valor de ventas

1. Valuación por FFD – Otros elementos de valor

Valor activos inmobiliarios

- Al igual que en el caso de Caputo, para estimar el valor de la compañía por este método hay que adicionar al valor que se obtiene de los flujos del negocio el valor estimado (después de impuestos) de los activos inmobiliarios que posee la Compañía, y el saldo de precio a cobrar por los activos recientemente transferidos
 - Ello teniendo en cuenta que el valor de los mismos no está capturado ni en las proyecciones ni en los múltiplos que resultan de las empresas comparables
- También se utilizó como base el análisis realizado por el management de TGLT, que es una compañía especializada en desarrollos inmobiliarios
 - Al valor teórico estimado de mercado se le realiza un ajuste para reflejar la condición de iliquidez que en general tienen los activos inmobiliarios, especialmente cuando se trata de bienes de tamaño significativo y dado el actual contexto adverso de la economía argentina

Activo	Valor de Mercado	Descuento	Valor considerado
Inmueble Proyecto Brisario	9,0	35%	5,8
A cobrar de Venta Ástor Caballito	2,9	0%	2,9
A cobrar de venta Monroe	0,4	0%	0,4
TOTAL (USD M)	12,3		9,2

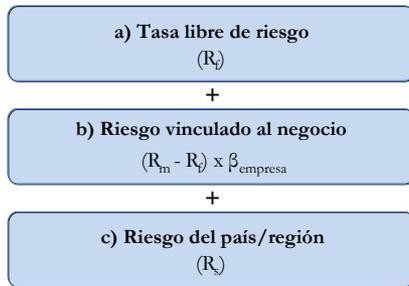
Valor terminal

- Considerando que los flujos utilizados para la valuación por FFD incluyen únicamente los que surgen de proyectos en marcha y otros proyectos identificados y próximos a ejecutarse, es necesario agregar un valor adicional asociado a la capacidad que tendrá TGLT para generar valor en el futuro a través del desarrollo de nuevos proyectos hoy no previstos ni identificados
 - Se calcula un valor terminal, tomando como parámetro el desarrollo de 25.000 m2/año (una vez finalizados los proyectos actuales) con un margen de EBITDA del 5%, consistente con los resultados pasados
 - Se toman precios de venta consistentes con los promedios históricos y se realizan las deducciones impositivas para obtener un valor neto

1. Valuación por FFD - Cálculo del WACC

■ Costo del capital propio:

- Utilizamos el método CAPM por sus siglas en inglés (*Capital Asset Pricing Model*), que es comúnmente utilizado para determinar el costo del capital o *equity*. El cálculo resulta de la suma de 3 términos:



- El costo estimado del capital propio asciende a 14,28% anual, según el siguiente detalle:

Tasa Libre de Riesgo	R_f	2,90%	Promedio UST10y últimos 3 meses
Equity Premium	$R_m - R_f$	4,77%	Prima por Riesgo Equity Acciones vs T-Bonds 1928 - 2017 Damodaran
Beta	b_{emp}	1,15	Beta promedio mercados emergentes 2017 (Damodaran)
Riesgo País Argentino	R_s	5,91%	EMBI + Arg 3 meses
K_e TGLT		14,28%	Nominal anual en USD

$$R_e: R_f + (R_m - R_f) \times \beta_{\text{empresa}} + R_s$$

■ Costo de la deuda:

- Dado que el balance de TGLT muestra un apalancamiento cercano al 97%, se tomó como ratio $D/(E+D)$ el promedio de empresas del sector en países emergentes, extraído de Damodaran. Por otra parte, dado que la deuda de TGLT tiene poca liquidez en el mercado secundario, para estimar el costo de la deuda se consideró como referencia el promedio de rendimiento del bono soberano Discount 2033 en los últimos tres meses (9,09%) y se agregó un spread de 150 pbs por el mayor riesgo relativo
- Luego se ajusta el costo por la tasa impositiva que hemos asumido en 25% a partir de la reforma tributaria dado que será la que estará vigente en los años de la proyección con excepción de 2018 y 2019

Kd TGLT	10,59%	Avg 3 M TIR Discount + 150 pb
Tasa Impositiva	25%	

$$K_d \text{ TGLT} = 7,94\%$$

■ Costo Promedio Ponderado del Capital (WACC):

- El WACC pondera el costo del capital (K_e) y de la deuda (K_d) después de impuestos (t) en función de la relación deuda (D) / capital (E):

Deuda Neta TGLT (usd M)	233,4	Al 30 Jun 2018 - último Balance Informado
Deuda Neta / (Deuda + Equity)	45,8%	Utilizando ratio promedio de la Industria para Emergentes (Damodaran)

$$WACC = K_e \times E / (E+D) + K_d \times (1+t) \times D / (E+D)$$

$$WACC \text{ TGLT} = 11,38\%$$

1. Valuación por FFD - Resultados

Valores en USD millones	Proyectos con 100% de participación	Proyectos con 50% de participación	TOTAL (USD M)
INGRESOS			
Cobranzas pendientes (ventas ya realizadas)	23,1	4,1	27,1
Nuevas ventas a realizar	67,7	1.026,6	1.094,3
Recupero por venta de bienes de uso y otros	4,4	5,9	10,3
(-) Impuesto a la venta	(0,5)	(21,1)	(21,7)
Total ingresos por ventas	94,6	1.015,5	1.110,1
(-) Gastos de construcción pendientes	(52,9)	(417,8)	(470,7)
(-) Gastos de infraestructura pendientes	-	(60,8)	(60,8)
Total resultado operativo	41,7	536,9	578,5
<i>Participación de TGLT en Proyectos:</i>	<i>100%</i>	<i>50%</i>	<i>n/a</i>
Total resultado operativo para TGLT	41,7	268,4	310,1
SG&A			
Resultado por intermediación de venta	1,1	(2,1)	(1,0)
Gastos de Márketing	(1,0)	(7,7)	(8,7)
Gastos administrativos y generales	(2,0)	(10,3)	(12,3)
Resultado antes de Impuestos	39,7	248,3	288,1

1. Valuación por FFD – Resultados (cont.)

<i>Valores en USD millones</i>	Proyectos con 100% de participación	Proyectos con 50% de participación	TOTAL (USD M)
Resultado antes de Impuestos	39,7	248,3	288,1
Impuestos			
Impuestos pagados por adelantado			19,0
Impuesto total a pagar			(67,1)
Impuestos pendientes de pago			(48,1)
Resultado después de Impuestos			240,0
WACC	11,4%	11,4%	
Vida promedio de los flujos (años)	2,25	7,03	
Factor de descuento promedio para flujos	0,785	0,469	
Valor Presente de Flujo Proyectado:			125,3
<i>Valor presente de otros activos</i>			<i>4,2</i>
Valor presente de Flujo de Fondos de Proyectos:			129,5

1. Valuación por FFD – Resumen

Resumen de la Valuación

USD M

WACC	11,4%
-------------	--------------

Valor presente del Flujo de Fondosde Proyectos	129,5
Valor presente del Valor Terminal	12,2
Valor Activos Fijos y Otros	9,2

Valor Proyectos + Activos Fijos (USD M)	150,9
--	--------------

Participación en el Capital de Caputo SA	97,0%
--	-------

Valor del Capital de Caputo SA (USD M)	116,9
---	--------------

Valor de la Participación en Caputo SA (USD M)	113,4
--	-------

Deuda Financiera Neta	(86,7)
-----------------------	--------

Valor del capital TGLT (USD M)	177,6
---------------------------------------	--------------

Cantidad de Acciones (M)	370,3
--------------------------	-------

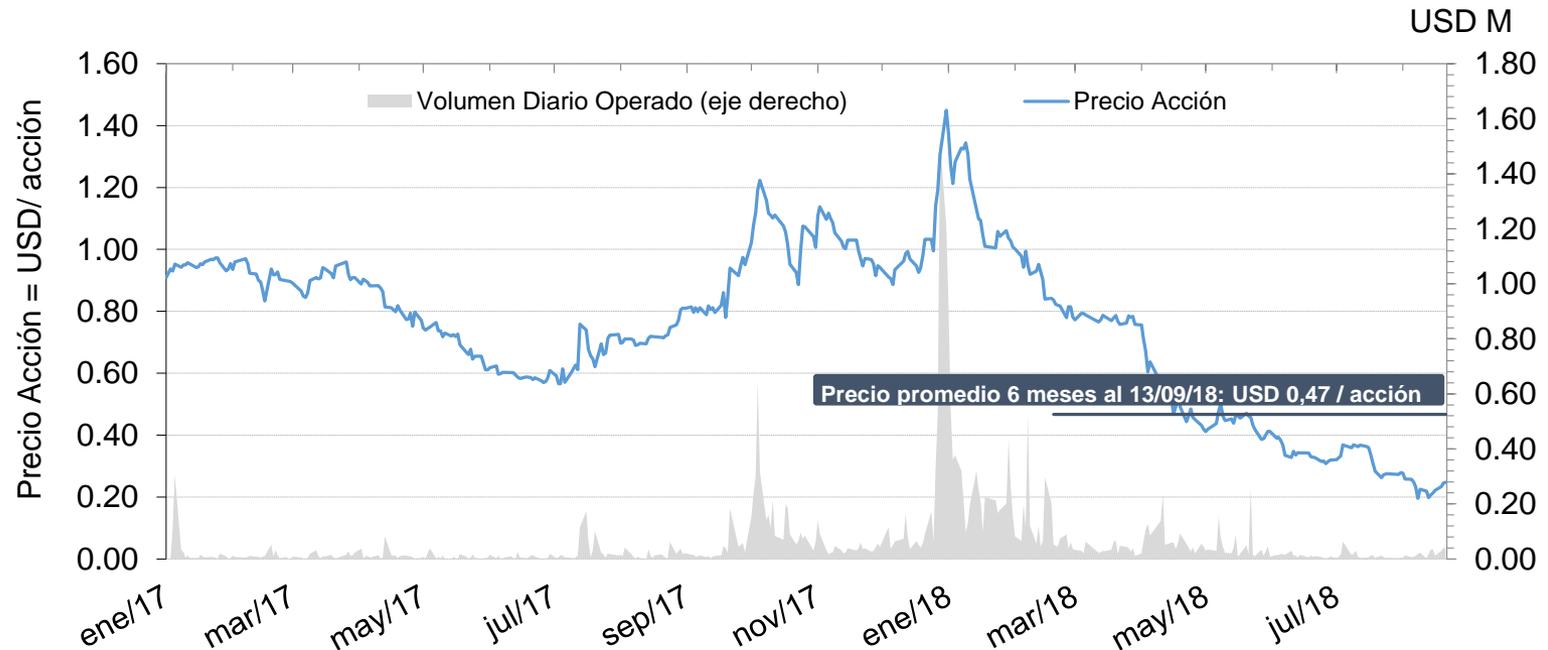
Valor por Acción (USD)	0,48
-------------------------------	-------------

Sensibilidad a Valor Terminal y WACC

Valor del Capital de TGLT (USD M)	WACC	WACC				
		10,4%	10,9%	11,4%	11,9%	12,4%
-1,50%		174,0	174,0	174,0	174,0	174,0
-0,75%		175,8	175,8	175,8	175,8	175,8
Base		177,6	177,6	177,6	177,6	177,6
+ 0,75%		179,5	179,5	179,5	179,5	179,5
+ 1,50%		181,3	181,3	181,3	181,3	181,3
EBITDA de VT						

2. Valor de Mercado de la Acción

- Entendemos que este método tiene limitaciones para estimar el valor real de la compañía ya que se trata de un mercado poco profundo y, por lo tanto, sujeto a alta volatilidad y fuertes variaciones de valor que no necesariamente reflejan cambios en los fundamentos del negocio
- En el caso de TGLT, el volumen promedio negociado en el mercado secundario local durante los últimos 6 meses previos al 13 de Septiembre de 2018 fue del orden de US\$ 35 mil equivalentes/día
 - En consecuencia, si bien se consideró conveniente incorporar y ponderar este método en la valuación final, **se le asigna una ponderación menor a la del FFD, del 10%**



Fuente: Elaboración QF en base a Bloomberg al 12 Sep 2018

2. Valor de Mercado de la Acción (cont.)

Evolución del precio de la Acción (USD)				Promedio 6 meses		0.47	
Fecha	Precio	Fecha	Precio	Fecha	Precio	Fecha	Precio
13/mar/18	0.84	03/may/18	0.53	19/jun/18	0.39	06/ago/18	0.36
14/mar/18	0.82	04/may/18	0.54	21/jun/18	0.41	07/ago/18	0.36
15/mar/18	0.82	07/may/18	0.52	22/jun/18	0.41	08/ago/18	0.34
16/mar/18	0.82	08/may/18	0.47	25/jun/18	0.39	09/ago/18	0.31
19/mar/18	0.78	09/may/18	0.49	26/jun/18	0.39	10/ago/18	0.28
20/mar/18	0.81	10/may/18	0.56	27/jun/18	0.38	13/ago/18	0.26
21/mar/18	0.81	11/may/18	0.49	28/jun/18	0.37	14/ago/18	0.27
22/mar/18	0.78	14/may/18	0.44	29/jun/18	0.33	15/ago/18	0.27
23/mar/18	0.77	15/may/18	0.46	02/jul/18	0.33	16/ago/18	0.27
26/mar/18	0.79	16/may/18	0.48	03/jul/18	0.35	17/ago/18	0.27
27/mar/18	0.79	17/may/18	0.46	04/jul/18	0.34	21/ago/18	0.27
28/mar/18	0.79	18/may/18	0.45	05/jul/18	0.34	22/ago/18	0.28
03/abr/18	0.77	21/may/18	0.43	06/jul/18	0.34	23/ago/18	0.28
04/abr/18	0.77	22/may/18	0.42	10/jul/18	0.34	24/ago/18	0.26
05/abr/18	0.79	23/may/18	0.41	11/jul/18	0.33	27/ago/18	0.26
06/abr/18	0.78	24/may/18	0.42	12/jul/18	0.33	28/ago/18	0.25
09/abr/18	0.77	28/may/18	0.44	13/jul/18	0.33	29/ago/18	0.23
10/abr/18	0.78	29/may/18	0.48	16/jul/18	0.32	30/ago/18	0.20
11/abr/18	0.79	30/may/18	0.50	17/jul/18	0.32	31/ago/18	0.22
12/abr/18	0.77	31/may/18	0.46	18/jul/18	0.31	03/sep/18	0.22
13/abr/18	0.76	01/jun/18	0.45	19/jul/18	0.31	04/sep/18	0.20
16/abr/18	0.76	04/jun/18	0.45	20/jul/18	0.32	05/sep/18	0.21
17/abr/18	0.79	05/jun/18	0.44	23/jul/18	0.32	06/sep/18	0.21
18/abr/18	0.78	06/jun/18	0.46	24/jul/18	0.33	07/sep/18	0.22
19/abr/18	0.78	07/jun/18	0.46	25/jul/18	0.33	10/sep/18	0.23
20/abr/18	0.76	08/jun/18	0.46	26/jul/18	0.37	11/sep/18	0.25
23/abr/18	0.76	11/jun/18	0.47	27/jul/18	0.37	12/sep/18	0.25
24/abr/18	0.71	12/jun/18	0.46	30/jul/18	0.36		
25/abr/18	0.67	13/jun/18	0.46	31/jul/18	0.37		
26/abr/18	0.60	14/jun/18	0.43	01/ago/18	0.37		
27/abr/18	0.64	15/jun/18	0.42	02/ago/18	0.36		
02/may/18	0.57	18/jun/18	0.39	03/ago/18	0.37		

Fuente: Bloomberg

III. Valuación de TGLT

3. Valor Patrimonial

- Esta metodología supone que el valor de una compañía se obtiene de lo expuesto en los estados contables en un momento determinado. Resulta de dividir el patrimonio neto de una sociedad por el número de acciones emitidas
 - Esta metodología no tiene en cuenta la capacidad de generación de caja a futuro de una empresa en marcha. Adicionalmente, y si bien depende de la normativa contable aplicable en cada país en particular, existen situaciones en donde las partidas patrimoniales de los estados contables pueden no reflejar necesariamente la realidad de un negocio. Concretamente, para el caso de Argentina y considerando el último balance disponible a Junio de 2018, las partidas patrimoniales no son ajustadas por inflación y se consignan los valores históricos o de costo
- Por estas razones consideramos que el valor obtenido por esta metodología es en general muy poco representativo del real valor de un activo o empresa. Ello es particularmente más evidente para compañías que tienen una fracción significativa de sus activos representada por bienes de uso o activos similares, que no han actualizado su valor. Esta limitación se vuelve aún más importante en contextos como los actuales, de alta inflación y fuerte depreciación de la moneda local, que es la que se utiliza en los estados contables de publicación
- A efectos de referencia y siguiendo los lineamientos enunciados por la CNV se presenta a continuación el valor de la acción de TGLT por este método en base al Balance del 30 de Junio de 2018
 - Por las razones mencionadas, se consideró conveniente **no ponderar este método en la estimación de valor**

Valor Patrimonial de TGLT

Cantidad de Acciones emitidas (Millones)	70.3	Precio por Acción	
Patrimonio Neto al 30 de Junio de 2018 (AR\$ Millones)	109.5	Valor de libros de cada Acción (AR\$/acción)	1.56
Tipo de Cambio al 30 Jun 18 (AR\$/ USD)	28.9		
Patrimonio Neto (USD Millones)	3.78	Valor de libros de cada Acción (USD/acción)	0.05

IV. Relación de canje de acciones

Conclusión

- En base a las consideraciones realizadas y el detalle de cálculos y premisas expuestas, Quantum considera que, desde el punto de vista económico – financiero, la relación de canje de acciones que se establezca para la Fusión será razonable siempre y cuando se encuentre dentro del rango expuesto en el cuadro que sigue

Relación de Canje (al 13 de Septiembre de 2018)

Método de Valuación	Ponderación		Límite Inferior Rango (US\$ M)		Límite Superior Rango (US\$ M)	
	Caputo	TGLT	Caputo	TGLT	Caputo	TGLT
1. Flujo de Fondos Descontados ⁽¹⁾	90,0%	90,0%	104,2	175,8	132,9	179,5
2. Múltiplos aplicables a empresas comparables	10,0%	0,0%	128,7	NA	148,0	NA
3. Valor de cotización en mercado ⁽²⁾	0,0%	10,0%	118,0	182,1	118,0	182,1
Valor ponderado total (US\$ M)			106,6	176,4	134,4	179,7
<i>Cantidad de acciones (M) ⁽¹⁾</i>			<i>168,0</i>	<i>370,3</i>	<i>168,0</i>	<i>370,3</i>
Valor ponderado por acción (US\$)			0,635	0,476	0,800	0,485
Relación de Canje (# de acciones de TGLT por cada acción de Caputo)			1,680x		1,308x	

(1) Valuación de TGLT asume conversión total del Bono Convertible a un valor de usd 0,5 por acción

(2) Para la cotización de mercado de TGLT, al Market Cap promedio se le sumó la conversión de la totalidad del Bono Convertible