

Fairness Opinion s/ Precio ofertado por el Sr. Federico Zorraquín en OPA GyZ

Fecha: 6 de Mayo de 2021

Sres. Directores

Garovaglio y Zorraquin S.A.

Buenos Aires - Argentina

De acuerdo con los términos pactados con Garovaglio y Zorraquin S.A. en nuestra propuesta de servicios profesionales, hemos llevado adelante la Estimación del Valor de Mercado del 100% del capital accionario de Garovaglio y Zorraquin S.A. con el fin de emitir una Fairness opinión sobre el precio ofertado por el accionista mayoritario en el marco de la Oferta Pública de Adquisición (OPA).

Nuestro informe se basa en la última información disponible enviada a nosotros por la compañía y no aceptamos ninguna responsabilidad por los hechos que puedan producirse con posterioridad a la fecha de emisión del presente reporte. BDO no ha realizado ningún tipo de auditoría sobre la información recibida y hemos confiado de buena fe en la información provista por la compañía a los efectos de arribar a las conclusiones que se enuncian en el presente reporte.

Es de destacar que los resultados aquí presentados no necesariamente reflejen todas las cuestiones de significativa relevancia para Ustedes en relación a la Valuación.

En cuanto a proyecciones, nos hemos basado únicamente en las proyecciones provistas por la Gerencia de Garovaglio y Zorraquin S.A., las cuales son de entera responsabilidad de la gerencia de dicha entidad. Dado que las proyecciones se refieren al futuro, los valores actuales pueden diferir de los proyectados, lo cual puede resultar en diferencias significativas en los resultados obtenidos.

En caso de cualquier inquietud o requerir mayor información, por favor, contáctese con Fernando Garabato al 4106 7000 ext 626, fgarabato@bdoargentina.com o Verónica De Luisa al 4106 7016, vdeluisa@bdoargentina.com.

Saluda a Uds. Atte.

BDO Becher y Asociados S.R.L.

CONTENIDOS

Sección	Página
1. Objetivos y Alcances	4
2. Resumen Ejecutivo	10
3. Garovaglio y Zorraquín Metodología de valuación	15
4. Rheem Metodología DCF	18
5. Finpak En proceso de liquidación	29
6. Determinación de Valor Garovaglio y Zorraquín	33
7. Conclusión	35

Sección 1

Objetivos y Alcances

OBJETIVOS Y ALCANCE

1.1. Propósitos y Términos de Referencia

- Becher y Asociados S.R.L (“BDO¹”) fue contratado por el Directorio de Garovaglio y Zorraquin S.A. (en adelante “GyZ” o “La Compañía”) para que BDO, desde un punto de vista financiero, proporcione lo siguiente:
 - ✓ Una Opinión Independiente por escrito (la “Opinión Independiente” o “Fairness Opinion”) para el Directorio del Cliente sobre la razonabilidad del precio ofertado por el Sr. Federico Zorraquín (en adelante “FZ” o accionista principal de GyZ) con motivo de una Oferta Pública de Adquisición voluntaria de las acciones en circulación de la emisora Garovaglio y Zorraquín S.A.. Esta voluntad de realización de OPA fue informada a un precio equitativo de \$ 23 (Pesos veintitrés) por acción, el día 22/04/2021.
- La estimación de valor realizada por BDO y en consecuencia nuestra opinión independiente se basa en apreciaciones y estimaciones efectuadas por la Gerencia de GyZ de acuerdo a su visión del negocio y a la evolución del mercado en los próximos años. Estas estimaciones, y consecuentemente la Opinión Independiente, pueden diferir en el futuro debido a cambios en el contexto macroeconómico, regulatorio y en los planes de negocio de la Compañía, entre otros.
- En la estimación del Valor de Mercado el siguiente principio debe ser considerado: Los accionistas continuarán operando un negocio como “Empresa en marcha” solo si los retornos generados exceden los retornos que los accionistas obtendrían de invertir los resultados de la liquidación del activo.
- Bajo este principio el Valor de Mercado es estimado considerando dos approaches:
 - ✓ El Valor como “Empresa en marcha” (“going concern”)
 - ✓ El Valor de Liquidación.
- BDO ha utilizado como fecha de la estimación de valor el 22 de abril de 2021 (“la Fecha de Valuación”). La Opinión Independiente se emite a la Fecha de Valuación, y BDO no tendrá ningún compromiso u obligación de asesorar a GyZ, o a persona alguna respecto de cualquier modificación o cualquier hecho o asunto que pudiera afectar la presente Opinión Independiente con posterioridad a la Fecha del Informe. Sin limitar lo expuesto anteriormente, en caso de que exista un cambio sustancial en cualquier hecho o asunto que afectare o pudiere afectar la estimación de valor y Opinión Independiente con posterioridad a la fecha del presente, BDO se reserva el derecho de modificar o dejar sin efecto la Opinión Independiente que contiene el presente.
- Al confeccionar la Opinión Independiente, BDO se basó únicamente en datos suministrados por la Compañía y en información obtenida de fuentes públicas. La información brindada por GyZ no fue sometida a ningún tipo de verificación en cuanto a su exactitud, integridad y razonabilidad. Por lo expuesto, para ejecutar las tareas tendientes a emitir nuestra Opinión independiente sobre la razonabilidad del precio ofertado por FZ en la OPA de GyZ, hemos considerado los siguientes supuestos definidos por la Compañía:

1 BDO International es una red global de firmas de auditoría denominadas Firmas Miembro, cada una de las cuales constituye una entidad jurídica independiente en su país. La coordinación de la red está a cargo de BDO Global Coordination B.V., constituida en Holanda por medio del estatuto social radicado en Eindhoven (registro número 33205251) y oficinas en Boulevard de la Woluwe 60, 1200 Bruselas, Bélgica, sede de la International Executive Office. Becher y Asociados S.R.L. es la Firma Miembro de BDO en Argentina. BDO es la marca que identifica a la red BDO International y cada una de sus Firmas Miembro.

OBJETIVOS Y ALCANCE

1.2. Supuestos y limitaciones

- La información suministrada a BDO sobre la Compañía es considerada en su conjunto, sustancialmente completa y exacta y no ha habido ningún cambio sustancial respecto de dicha información que razonablemente pudiera esperarse que tenga un efecto significativo sobre la Estimación de Valor o la Opinión Independiente.
- Las estimaciones y pronósticos financieros suministrados a BDO fueron preparados de buena fe por la Compañía, quien considera que los mismos reflejan sus mejores estimaciones disponibles sobre la performance financiera futura de la Compañía.
- La Compañía no tiene pasivos contingentes, obligaciones contractuales inusuales o compromisos significativos, distintos de aquellos contraídos en el curso normal de los negocios, o litigios en trámite o potenciales, en cada caso, que sean del conocimiento de la Gerencia de GyZ, excepto por aquéllos que pudieran estar informados en notas a sus estados contables o aquellos referidos en la información suministrada a BDO para la preparación de la Opinión Independiente, que, en cada caso, razonablemente pudiera esperarse que tengan un efecto significativo sobre la Compañía.

1.3. Disclaimer

- La Opinión Independiente se emite a solicitud del Directorio de GyZ y su contenido no se divulgará públicamente ni se divulgará a terceros (distintos de accionistas, abogados, auditores y otros asesores profesionales de GyZ que tuvieran un deber de confidencialidad) sin el consentimiento previo por escrito de BDO, salvo aquellos casos en los cuales el tercero tenga un interés legítimo y hubiera previamente suscripto un acuerdo de confidencialidad con GyZ, en términos usuales para este tipo de operaciones. No obstante, lo anterior, GyZ, se obliga en todos los casos, en primer lugar, a efectuar los mejores esfuerzos para agotar las solicitudes de información que reciba, y recién luego entregar una copia de la Opinión Independiente, únicamente a las personas autorizadas y bajo los términos que se describen anteriormente en este párrafo.
- Asimismo, podrá atenderse su divulgación cuando fuese requerida por mandamiento judicial o de cualquier otra autoridad competente (incluyendo, sin limitación, autoridades regulatorias o entes autorregulados) o por disposición de cualquier ley, reglamento o precepto legal (incluyendo, sin limitación, normas y reglamentos de mercados de valores).
- Adicionalmente, podrá incluirse una copia completa de la Opinión Independiente en cualquier presentación o comunicado que GyZ deba hacer ante cualquier autoridad administrativa, entidad regulatoria, agencia gubernamental o mercado de valores si su inclusión fuese requerida por autoridad competente (incluyendo, sin limitación, autoridades administrativas, regulatorias o entes autorregulados) o por disposición de cualquier ley, reglamento o precepto legal (incluyendo, sin limitación, normas y reglamentos de mercados de valores).

OBJETIVOS Y ALCANCE

1.3. Disclaimer (Cont.)

- En cualquier caso, GyZ asume la obligación de notificar por escrito a BDO, previamente a realizar cualquier revelación, presentación o comunicación de la Opinión Independiente que fuera autorizada en los términos contenidos en este párrafo. BDO no asume ninguna responsabilidad por daños y perjuicios en los que cualquier persona, incluyendo sin carácter taxativo, GyZ, pudiera incurrir con motivo de la utilización de la Opinión Independiente.
- La presente Opinión se fundamentó, exclusivamente, en información proporcionada a BDO por GyZ e información obtenida de fuentes públicas. Sin embargo, BDO no ha evaluado la razonabilidad ni la exactitud ni la integridad de los planes estratégicos, pronósticos financieros ni ninguna otra información preparada, mencionada o provista por GyZ, o por otras fuentes. Se deja constancia que BDO no realizó una auditoría de dicha información, ni un análisis independiente acerca de la veracidad, exactitud e integridad de dicha información. BDO no asume responsabilidad por la razonabilidad, exactitud o integridad de dicha información ni de las estimaciones realizadas por GyZ, que no han sido objeto de auditoría alguna por parte de BDO. BDO no garantiza que las estimaciones, proyecciones y supuestos utilizados en esta Estimación de Valor y Opinión Independiente sean razonables ni exactas, ni íntegras ni efectivamente alcanzables.
- La Opinión Independiente no constituye una Opinión de BDO respecto de si los accionistas o el Directorio de GyZ deben vender o comprar, directa o indirectamente, acciones de GyZ o tomar cualquier otra decisión respecto de la Compañía. Consecuentemente, ni la estimación de valor ni la Opinión Independiente pueden ser interpretadas como recomendaciones de BDO.

- Los análisis realizados por BDO deben considerarse en su conjunto. Una selección parcial de los análisis y factores considerados, sin tener en cuenta todos los factores y análisis en su conjunto, podría resultar en una interpretación incorrecta del proceso utilizado en el presente informe.

1.4. Información suministrada por la Compañía

- La información que nos fuera suministrada por la Gerencia de GyZ para realizar la Estimación de Valor y la Opinión Independiente de la compañía fue la siguiente:
 - ✓ Estados Contables de Garovaglio y Zorraquín S.A. al 30 de junio de 2018, 2019 y 2020. Estados Contables intermedios al 31 de diciembre de 2020.
 - ✓ Estados Contables de Finpak S.A. al 30 de junio de 2018, 2019 y 2020. Estados Contables intermedios al 31 de diciembre de 2020.
 - ✓ Estados Contables de Rheem S.A. al 30 de junio de 2018, 2019 y 2020. Estados Contables intermedios al 31 de diciembre de 2020.
 - ✓ Información de gestión al 22 de abril de 2021 incluyendo saldos de activos no operativos y deuda financiera.
 - ✓ Términos y condiciones de la deuda financiera tanto de Rheem S.A. como de GyZ.
 - ✓ Proyecciones económico-financieras de Rheem S.A. (compañía operativa) con base anual, para el período comprendido entre el 1 de julio de 2020 y el 30 de junio de 2026.
 - ✓ Capital de trabajo proyectado para Rheem S.A.,
 - ✓ CAPEX estimado para el período 2021/2026 para Rheem S.A..

OBJETIVOS Y ALCANCE

1.4. Información suministrada por la Compañía (Cont.)

- ✓ Premisas sobre las que se basaron las proyecciones de Rheem S.A., incluyendo márgenes operativos, días de capital de trabajo, CAPEX e impuestos, principalmente.
- ✓ Quebranto acumulado al 30/06/2020 para Rheem S.A.
- ✓ Proyección de gastos operativos de mantenimiento de Finpak.

Adicionalmente hemos:

- ✓ Mantenido llamadas telefónica y videoconferencias con la Gerencia de la Compañía, a los efectos de profundizar nuestro entendimiento del negocio.
- ✓ Consultado información pública.

1.5. Independencia

- Dejamos constancia que nuestra firma mantiene total independencia con respecto al ente valuado y que no existe participación societaria alguna en el presente o futuro previsto.

1.6. Honorarios

- Con motivo de la contratación efectuada para emitir la Opinión Independiente, BDO cobrará honorarios, cuyo monto fue convenido independientemente del monto que arroje la estimación de valor o de cualquier acción o evento resultante de las conclusiones contenidas en este informe.

1.7. Procedimientos realizados

- Reuniones con el management de la Compañía.
- Entendimiento del negocio y de la estructura accionaria de Garovaglio y Zorraquín S.A..
- Determinación de la metodología adecuada a emplear en función de las particularidades de las compañías involucradas.
- Consulta de información pública.
- Realización de los modelos económico - financieros en formato Excel.
- Determinación de la tasa de descuento apropiada para el negocio de Rheem y Finpak.
- Determinación del valor de mercado de Rheem S.A. a partir valor actual de los flujos de fondos proyectados por GyZ para el negocio de Rheem S.A., de la consideración del valor terminal, así como de los activos no operativos y deuda financiera.
- Estimación del valor de mercado para Finpak considerando un horizonte de 5 años.

OBJETIVOS Y ALCANCE

1.7. Procedimientos realizados (Cont.)

- Estimación del valor de mercado de GyZ a partir de la metodología del Valor de los Activos Netos, considerando sus participaciones accionarias en compañías controladas (Rheem y Finpak) a valor de mercado y la correspondiente deuda financiera.
- Evaluación del precio promedio de cotización de GyZ (GARO) por el período comprendido en los últimos 180 días en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.
- Consideración del Precio de libros por acción de GARO según balance al 31/12/2020.

Sección 2

Resumen Ejecutivo

RESUMEN EJECUTIVO

Metodologías de Valuación

2.1. Metodologías

El Valor sobre la base de “empresa en marcha”

- La metodología más utilizada para valuar un negocio en marcha es la denominada “Fair Market Value”, definida como: “El precio al cual un activo, en un mercado abierto y sin restricciones cambiaría de manos entre un potencial comprador y un potencial vendedor, estando ninguno de los dos bajo presión de comprar o vender y teniendo ambos un conocimiento razonable sobre los hechos relevantes a la fecha de estimación”.
- Posibles incrementos en el valor del activo, como ser aquellos provocados por un comprador estratégico, por las sinergias u otras razones no analizadas, no se tendrán en cuenta para estimar el valor o para la emisión de la Opinión Independiente. Para la determinación del “Fair Market Value” en general se pueden utilizar tres enfoques diferentes; el enfoque de ingresos, el enfoque de mercado, y el enfoque de costos. En este sentido, bajo los supuestos de empresa en marcha, generalmente se utiliza una combinación entre los enfoques de ingresos y de mercado. Los mismos se describen a continuación:
 - ✓ Enfoque de ingresos: bajo esta perspectiva el valor de una compañía se determina en función de los flujos de fondos futuros que se espera que la misma genere, teniendo en cuenta los riesgos que eso conlleva. La Metodología de Flujos Descontados (DCF por sus siglas en inglés) es la metodología generalmente utilizada al aplicar este enfoque.

- ✓ Enfoque de mercado: Este enfoque establece que el valor de un activo puede ser estimado mediante el análisis de ventas recientes o el precio ofertado por un activo similar. Las ventas y precios ofertados se ajustan por las diferencias entre el activo que está siendo valuado y los activos comparables al momento de venta, ubicación, tamaño, condiciones, utilidad y otros factores relevantes.
- ✓ Enfoque de costos: Este enfoque reconoce que el valor de un activo puede ser representado por el costo de reconstruirlo o reemplazarlo con otro activo de similares características. Dado que el precio del activo valuado será menor que el precio de un activo nuevo, el nuevo costo puede ser ajustado para reflejar apropiadamente la depreciación física, y la obsolescencia funcional y económica del activo.

El valor de liquidación

- El valor de liquidación se define como el valor que surge en una situación en donde un grupo de activos que se utilizan juntos en un negocio, se ofrecen a la venta de manera separada, usualmente después del cierre del negocio.
- En este sentido, los valores de liquidación de los activos están estrechamente relacionados con el concepto de “Market Value” - El precio al cual un activo en liquidación podría venderse. Los gastos relacionados con la liquidación (comisiones, impuestos, otros costos de cierre, costos administrativos durante el cierre del negocio y la pérdida de valor de inventario) también deben ser estimados y deducidos de los distintos valores de los activos.

RESUMEN EJECUTIVO

Metodologías de Valuación

2.1. Metodologías (Cont.)

- El valor estimado para cualquier activo siempre será el mayor entre el de “empresa en marcha o liquidación”.

A. Bajo el supuesto de “empresa en marcha” las metodologías a utilizar para la estimación de Valor pueden ser: Flujo de Fondos Descontado o Múltiplos de Compañías Comparables.

A.1. Método de Flujo de Fondos Descontados - DCF

- El “DCF” determina el valor de la compañía a través del valor presente de los flujos de fondos futuros esperados. Este método implica estimar los flujos de fondos que se espera la empresa generará en los próximos años y descontarlos a una tasa adecuada a su riesgo para obtener el valor presente de las operaciones.
- El método DCF captura el potencial de crecimiento de los ingresos dado que implica la realización del modelo de valuación y la estimación de los flujos de fondos.

- El negocio de la compañía es proyectado en un período explícito de tiempo - horizonte de planeamiento - y en un período no explícito que representa el Valor Terminal. El valor de la compañía está dado por el valor presente de la suma del período explícitamente proyectado y el valor Terminal.
- El valor obtenido (Equity Value) representa el valor de mercado del 100% del paquete accionario. El Valor de la Firma (Firm Value) representa el valor de mercado de los activos, y está determinado por la suma del Valor de mercado de la Deuda (Debt Value) y el Valor de mercado del Equity (Equity Value).
- Este método es notoriamente eficaz para valorar negocios que se encuentran en expansión y aquellos en los que la estructura de capital es alterada en el corto plazo. Estos hechos suelen determinar una evolución variable de los flujos de fondos de los primeros años. A partir de ese momento los flujos de fondos se estabilizan permitiendo estimar el desempeño de la compañía en los años venideros.

A.2. Método de Múltiplos de Compañías Comparables

- El método de Múltiplos basado en Compañías Comparables estima el valor del Negocio a través de la comparación con una muestra de Compañías Comparables.

RESUMEN EJECUTIVO

Metodologías de Valuación

A.2. Método de Múltiplos de Compañías Comparables (cont.)

- El racional detrás de este método es la premisa de que el valor de mercado de compañías comparables que cotizan en bolsas de valores puede utilizarse para derivar el valor de la compañía bajo análisis.
- Este método implica la selección de un generador de valor (tal como EBITDA, Ingresos, Ganancias, book Value, etc.), y la capitalización de este monto aplicando múltiplos que han sido previamente seleccionados sobre una muestra de compañías con características similares.
- Las ventajas de la utilización de este método son:
 - ✓ Refleja las actuales tendencias en los precios de mercado de empresas similares.
 - ✓ Disponibilidad de información objetiva y pública.
- Las desventajas de la utilización de este método son:
 - ✓ Las empresas comparables pueden tener diferentes perspectivas de negocio, estrategias y capacidad para ejecutarlas.
 - ✓ Existen muy pocas empresas realmente comparables.

- El método basado en múltiplos de compañías comparables, se utiliza en general a los fines de obtener una herramienta adicional de validación del rango de valor obtenido mediante el método DCF, aunque puede reemplazar a éste último en caso de que el mismo no resulte aplicable.

B. El valor de liquidación: mediante la estimación del Valor considerando que los activos son vendidos, las deudas son pagadas y considerando los costos de cierre y contingencias relacionadas.

2.2 Metodología Aplicada

- GyZ es una empresa “holding”, es decir que no tiene actividad económica propia y la naturaleza de su negocio consiste en mantener participaciones accionarias mayoritarias en empresas de actividad industrial.
- En razón de la estructura de su negocio, para realizar la estimación de valor de GyZ hemos utilizado el enfoque de empresa en marcha, considerando la metodología “Valor de los Activos Netos”, según la cual el valor de la compañía se origina en el valor de mercado de sus activos a valor de mercado menos sus pasivos a valor de mercado.
- Asimismo hemos analizado el valor de cotización de la acción en los últimos 6 meses y el valor libros según último balance (semestral) de publicación al 31/12/2020.

RESUMEN EJECUTIVO

Metodologías de Valuación

2.2. Metodología aplicada (cont.)

Método de Valuación de los Activos Netos

- El Enfoque de los Activos Netos se basa en el supuesto que un comprador no pagaría por un negocio más que el costo de comprar los componentes del negocio a su valor razonable.
- Este enfoque requiere la estimación de los valores de mercado de los activos individuales de la empresa y de las deudas para obtener un valor del capital accionario ajustado.
- Este enfoque es generalmente aplicado si la empresa sujeta a valuación depende muy fuertemente del valor de sus activos fijos (como un holding inmobiliario o una empresa inversora) y no hay un valor agregado significativo en activos intangibles.



Sección 3

Garovaglio y Zorraquín | Metodología de Valuación

GAROVAGLIO y ZORRAQUIN

Metodología de Valuación

3.1 Metodología de Valuación: Valor de los Activos Netos

- GyZ es una empresa “holding”, en la cual mas del 90% de sus activos (no consolidados) son “Inversiones en Sociedades” y los ingresos en su estado de resultado (no consolidado) provienen de “Resultados por participaciones en sociedades”.
- A continuación presentamos el Estado de Situación Patrimonial (individual - no consolidado) al 31/12/2020 de GyZ:

En AR\$	dic-20	%
Activo		
Activo Corriente		
Efectivo y equivalentes de efectivo	24.425	0,01%
Otros Créditos	163.587	0,04%
Total Activo Corriente	188.012	0,05%
Activo no Corriente		
Activos por impuestos diferidos	3.211.222	0,80%
Créditos fiscales	4.742.422	1,18%
Inversiones en sociedades	392.611.179	97,97%
Total Activo no Corriente	400.564.823	99,95%
Total Activo	400.752.835	100,00%
Pasivo		
Pasivo Corriente		
Cuentas comerciales por pagar	789.010	0,20%
Prestamos	46.154.733	11,52%
Otros Prestamos	9.219.489	2,30%
Deudas fiscales	1.289	0,00%
Otras deudas	1.951.187	0,49%
Dividendos a pagar	281.160	0,07%
Total Pasivo Corriente	58.396.868	14,57%
Pasivo no Corriente		
Pasivo por impuesto diferido	3.211.222	0,80%
Provisiones	4.473.967	1,12%
Total Pasivo no Corriente	7.685.189	1,92%
Total Pasivo	66.082.057	16,49%
Total Patrimonio Neto	334.670.778	83,51%
Total Pasivo y Patrimonio Neto	400.752.835	100,00%

Fairness Opinion Garovaglio y Zorraquín S.A.

- Como se puede observar, GyZ, en su calidad de empresa holding, tiene solo dos cuentas relevantes:
 - Las Inversiones en Sociedades, a valor contable que representan el 97,97% de los Activos.
 - Los Préstamos, a valor contable que representan el 11,52% del Total Pasivo y Patrimonio Neto, y el 66,08% de los Pasivos.

Inversiones en Sociedades

- GyZ participa en el patrimonio de dos Sociedades:
 - Finpak S.A. (en adelante “Finpak”): con una tenencia del 98,05% y,
 - Rheem S.A. (en adelante “Rheem”): con una participación del 70%.
- Finpak no tiene actividad productiva ni comercial desde el ejercicio cerrado a Junio-19. A nivel patrimonial tiene una estructura de activos y pasivos remanentes y a nivel resultados un flujo de gastos de mantenimiento mínimo.
- Rheem es una empresa cuya principal actividad es la fabricación y comercialización de termotanques, calefones, calefactores y convectores. Está radicada en la Provincia de San Luis.
- Las valuaciones de las participaciones por parte de GyZ en Rheem y Finpak serán desarrolladas en los próximos capítulos.

GAROVAGLIO Y ZORRAQUIN

Metodología de Valuación (cont.)

3.1 Metodología de Valuación: Valor de los Activos Netos (cont.)

Préstamos

- GYZ tiene registrado en el pasivo un préstamo por U\$S 500.000 efectuado por el accionista Federico Zorraquín que devenga una tasa de interés del 6 % anual y cuyo vencimiento es el 31/07/2021.
- Este préstamo será valuado a su valor actual neto considerando la tasa de endeudamiento de mercado a la que la compañía podría acceder.

En este sentido el valor de mercado de GyZ mediante la metodología de Valor de los Activos Netos será construido de la siguiente manera:

Valor Estimado de Mercado de GyZ
Valor Estimado de mercado de Finpak
(+)
Valor Estimado de Mercado de Rheem S.A.
=
Total Valor de Mercado de las Inversiones en Sociedades
(-)
Valor de Mercado de Deuda Financiera
=
Valor Estimado de Mercado Garovaglio y Zorraquin S.A.



Sección 4

Rheem | Metodología de Flujo de Fondos Descontados

METODOLOGÍA DCF

Elementos del DCF

- Con el fin de determinar la metodología apropiada para estimar el Valor de Mercado de Rheem, hemos considerado que el enfoque de DCF incorpora las características específicas de la compañía y toma en cuenta las perspectivas futuras y los riesgos del negocio. El DCF supone que el valor del negocio es equivalente al valor actual del flujo de fondos futuro que generará una empresa en marcha. A los fines de estimar el valor total de la empresa de acuerdo con este método es necesario considerar cuatro elementos:

4.1. Flujo de fondos operativo

- El flujo de fondos que se computa para estimar el valor de una firma es aquel que se encuentra disponible para todas las fuentes de financiamiento del negocio; o sea deuda y capital invertido. Para la estimación de los flujos de fondos operativos proyectados nos hemos basado en proyecciones económicas, financieras y patrimoniales realizadas por el management de Garovaglio y Zorraquin.

4.2. Horizonte Explícito de Planeamiento

- El horizonte explícito de planeamiento hace referencia al período en el cual será necesario proyectar los flujos de fondos operativos que generará el negocio. En un negocio en marcha sin particularidades específicas de potenciales interrupciones, el horizonte de planeamiento queda determinado dependiendo del año en que los flujos de fondos se encuentren normalizados, o reflejen el ciclo de operación completo para industrias cíclicas. Usualmente el período de proyección es definido como mínimo en 5 años aunque con variaciones en función del negocio bajo análisis. En este caso, el período proyectado considerado comprende desde el 23 de Abril de 2021 al 30 de Junio de 2026.

4.3. Tasa de descuento

- La tasa de descuento cumple un papel fundamental en la estimación del valor de una empresa por lo que para su estimación es necesario realizar un análisis profundo de la compañía, de la industria o sector en el cual ésta opera con el fin de arribar a un valor que sea consistente con las características del flujo de fondos proyectado en consideración.
- La tasa a la que los flujos de fondos futuros son descontados debería reflejar no sólo el valor del dinero en el tiempo sino también el riesgo asociado a la operación futura del negocio. Asimismo, la tasa de descuento debe ser consistente con el tipo de flujo que se esta descontando.
- En este sentido, la tasa de descuento empleada para descontar los flujos de fondos en US\$ nominales de Rheem en función de la metodología DCF es el costo promedio ponderado del capital en dólares nominales (WACC).
- El WACC se estima de la siguiente manera:

$$WACC = K_e * W_e + K_d * W_d$$

K_e = Costo del equity

W_e = Proporción de activos financiados con capital propio

K_d = Costo de la deuda

W_d = Proporción de activos financiados con deuda

METODOLOGÍA DCF

Tasa de Descuento

4.3. Tasa de descuento (Cont.)

4.3.1 Costo del equity

- La tasa de descuento correspondiente al capital propio se calculó utilizando la metodología CAPM (Capital Asset Pricing Model), como se describe a continuación:

$$K_e = R_f + B_l(R_m - R_f) + R_c + S_p$$

K_e = Costo del equity

R_f = Tasa libre de riesgo

B_l = Beta apalancada

R_m = Rendimiento del mercado

$R_m - R_f$ = Prima de riesgo de mercado

R_c = Prima de riesgo país

S_p = Size premium

- Los párrafos siguientes definen cada uno de los componentes del Costo del Equity:

$$\text{Estimación del } K_e = (R_f + b(R_m - R_f) + R_c + S_p)$$

Variable	Descripción	Valor
R_f	<ul style="list-style-type: none">La tasa libre de riesgo es aquella que ofrece un rendimiento seguro en una determinada unidad monetaria y en un plazo determinado, donde no existe riesgo crediticio ni riesgo de reinversión ya que, vencido el período, se dispondrá del efectivo. En la práctica, se considera tasa libre de riesgo el rendimiento de los Bonos del Tesoro de Estados Unidos a 10 años, ya que se considera que la probabilidad de no pago de un bono emitido por Estados Unidos es muy cercana a cero. A la fecha de valuación era de 0,62%. Fuente: Yahoo Finance.	0,62%
$[R_m - R_f]$	<ul style="list-style-type: none">La prima de riesgo de mercado es la rentabilidad incremental que un inversor exige a las acciones por encima de la tasa de interés libre de riesgo como compensación por el riesgo de mercado que afronta.Considerando las limitaciones del mercado de capitales argentino se estima como una medida alternativa de la prima de riesgo de mercado, la media aritmética de la diferencia entre la tasa de retorno que surge del índice S&P 500 y los bonos del gobierno de EE.UU. a largo plazo.La prima de riesgo de mercado considerada asciende a 6,43% anual. Fuente: Damodaran 2021, período comprendido por la serie histórica entre 1928-2020.	6,43%

METODOLOGÍA DCF

Tasa de Descuento

4.3.1 Cost of Equity (Cont.)

Estimation of $K_e = (R_f + \beta (R_m - R_f) + R_c + S_p)$

Variable	Descripción	Valor
B	<ul style="list-style-type: none"> El factor Beta mide la volatilidad del rendimiento de una acción o portfolio con relación al rendimiento de mercado. Mide la porción de riesgo sistemático que no puede ser mitigado por la diversificación del portfolio de activos riesgosos. Dado que este factor se encuentra apalancado en función de la estructura de capital de la industria, para construir la tasa de descuento es necesario desapalancar las betas observadas en el mercado por el impacto de la estructura de financiamiento de cada una. Se calculó un Beta para Rheem en función del Beta del sector de Furnishing/Home Furnishing del mercado de Estados Unidos. El Beta apalancado del sector Furnishing/Home Furnishing de 1,03x fue desapalancado mediante la fórmula que se muestra a continuación en función de la estructura de deuda/Capital (13,61%) y de la tasa impositiva promedio (14,55%) de la industria, obteniendo un beta desapalancado de 0,94. Fuente: Damodaran. El mismo fue reapalancado en función de la estructura de deuda/capital de la compañía hasta la cancelación del préstamo vigente y luego, a partir de allí, en función del D/E de la industria y de la tasa impositiva de Argentina. 	

Beta (Cont.)

Variable	Descripción	Valor
B	<ul style="list-style-type: none"> A continuación se muestra la fórmula mediante la cual se obtiene el beta desapalancado: $\beta_U = \frac{\beta_L}{(1 + (1 - T) \frac{D}{E})}$ <p>Donde:</p> <p>Bu: Beta desapalancado,</p> <p>Bl: Beta apalancado.</p> <p>T: tasa de impuesto a las ganancias.</p> <p>D/E: Ratio de deuda sobre Capital Propio .</p>	0,94
Rc	<ul style="list-style-type: none"> El riesgo país es la sobre tasa de interés que paga un país por sus bonos en relación a la tasa de interés del Tesoro de Estados Unidos. Es decir, es la diferencia que existe entre el rendimiento de un título público emitido por el gobierno nacional argentino y un título de características similares emitido por el Tesoro de los Estados Unidos. 	9,80%/ 6,97%

METODOLOGÍA DCF

Tasa de Descuento

4.3.1 Costo del Equity (Cont.)

$$\text{Estimation of } K_e = (R_f + \beta (R_m - R_f) + R_c + S_p)$$

Variable	Descripción	Valor
Rc	<ul style="list-style-type: none">Es un indicador de la situación económica del país en cuestión y de las expectativas con respecto a la evolución de la economía en el futuro (en particular de la capacidad de repago de la deuda). A los fines de tomar en cuenta el riesgo inherente al país en donde la compañía desarrolla sus actividades, se toma en consideración esta sobre tasa.A los efectos de la estimación de valor, hemos considerado una Tasa de Riesgo País promedio para Argentina de 980 puntos básicos, para los próximos cinco años, para estabilizarse a partir del 2026 en 697 puntos básicos correspondiente al promedio de los últimos cinco años. Fuente: EMBI - JP Morgan.	9,80%/ 6,97%
Sp	<ul style="list-style-type: none">Es el retorno o prima en exceso de empresas con pequeña capitalización de Mercado por el mayor riesgo asociado al menor tamaño y volumen de cotización sobre aquel predicho por el CAPM.	3,67%

Size Premium (Cont.)

Variable	Descripción	Valor
Sp	<ul style="list-style-type: none">Dicho premio por tamaño reducido se encuentra entre el 0 % al 3,67% anual. A los efectos de calcular el valor de Mercado de Garovaglio y Zorraquin se ha estimado una prima por tamaño reducido del 3,67%. Fuente: Ibbotson Associates: Stocks, Bonds, Bills, and Inflation - Valuation Edition - Yearbook ; Pratt, S.P.; Reilly, R.F. y Schweighs, R.P.: Valuing a business: the analysis and appraisal of closely held companies; Mc-Graw-Hill, 1996.	3,67%

3.3.2 Costo de la deuda

- La tasa de endeudamiento fue estimada a partir del rendimiento de Obligaciones Negociables emitidas en el mercado de capitales a la fecha de valuación con duration superior a 3, resultando en un Kd igual a 14,20%.

METODOLOGIA DCF

Tasa de Descuento

4.3. Tasa de Descuento (Cont.)

4.3.3 Derivación de la Tasa de descuento en dólares estadounidenses reales

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	Terminal Value
Rf	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%	0,62%
Rmp (Rm-Rf)	6,43%	6,43%	6,43%	6,43%	6,43%	6,43%	6,43%
Bu	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94	0,94
D/E	80,1%	80,1%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%	13,6%
Tax	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Bl	1,46	1,46	1,03	1,03	1,03	1,03	1,03
Rp	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	9,80%	6,97%	6,97%
Sp	3,67%	3,67%	3,67%	3,67%	3,67%	3,67%	3,67%
Ke = Cost of Equity	23,49%	23,49%	20,69%	20,69%	20,69%	17,86%	17,86%
Kd	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%	14,2%
Tax Shield	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%	-4,3%
Kd = Cost of debt	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%	9,94%
E%	55,52%	55,52%	88,02%	88,02%	88,02%	88,02%	88,02%
D%	44,48%	44,48%	11,98%	11,98%	11,98%	11,98%	11,98%
WACC (nominal)	17,47%	17,47%	19,40%	19,40%	19,40%	16,91%	16,91%

METODOLOGIA DCF

Valor Terminal

4.4. Valor Terminal

- El valor Terminal refleja el valor del negocio más allá del horizonte explícito de planeamiento y puede estimarse de tres maneras diversas:
 - ✓ En función del valor estimado de liquidación de los activos a la fecha de finalización del período explícito de planeamiento,
 - ✓ En función de la aplicación de un múltiplo de ganancias, ingresos o valor de libros para estimar el valor en el último año,
 - ✓ En función de la aplicación de un modelo de crecimiento a perpetuidad, basados en la premisa de que los flujos de fondos de la firma crecerán al infinito a una tasa constante de crecimiento.
- Considerando que la compañía continuará sus operaciones más allá del 30 de junio de 2026, hemos estimado el valor terminal en función del modelo de crecimiento a perpetuidad, de la siguiente manera:
 - Donde:
 - ✓ VT: valor terminal
 - ✓ FFO: flujo de fondos operativo.
 - ✓ g: tasa de crecimiento
 - ✓ K: costo del capital
 - La tasa de crecimiento nominal informada por el management para estimar el valor terminal es de 3%.

$$VT = \frac{FFO_{2026} * (1+g)}{(K - g)}$$

PROYECCIONES

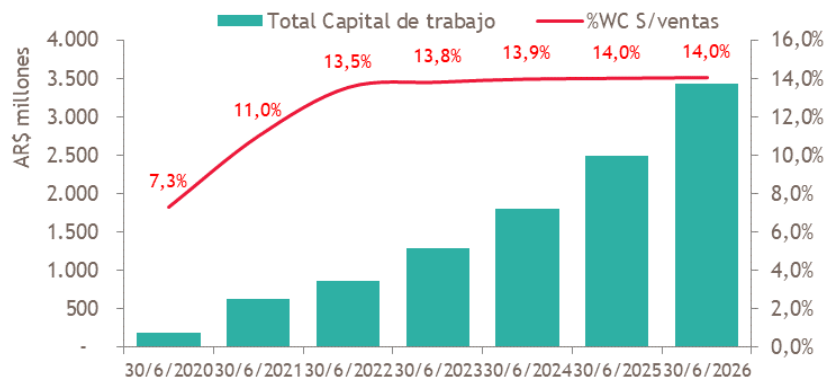
Estado de Resultados histórico y proyectado de Rheem en Ar\$'000

En AR\$ '000	30/6/2018	30/6/2019	30/6/2020	31/12/2020	30/6/2021	30/6/2022	30/6/2023	30/6/2024	30/6/2025	30/6/2026
	Anual	Anual	Anual	Semestral	Proy. Anual	Proy. Anual	Proy. Anual	Proy. Anual	Proy. Anual	Proy. Anual
Ventas Netas	1.111.655	1.751.443	2.580.539	3.158.297	5.699.371	6.350.473	9.308.436	12.934.238	17.802.487	24.506.077
Costo de mercaderías vendidas	(689.031)	(1.263.162)	(1.953.535)	(2.021.996)	(3.160.772)	(3.858.094)	(5.756.603)	(8.097.690)	(11.150.066)	(15.353.192)
Utilidad Bruta	422.624	488.281	627.004	1.136.301	2.538.599	2.492.380	3.551.833	4.836.548	6.652.422	9.152.885
<i>Margen Bruto</i>	<i>38,0%</i>	<i>27,9%</i>	<i>24,3%</i>	<i>36,0%</i>	<i>44,5%</i>	<i>39,2%</i>	<i>38,2%</i>	<i>37,4%</i>	<i>37,4%</i>	<i>37,3%</i>
Gastos operativos	(300.992)	(408.222)	(577.708)	(429.371)	(1.278.371)	(1.717.851)	(2.475.986)	(3.399.714)	(4.613.950)	(6.262.542)
EBITDA	121.632	80.059	49.296	706.930	1.260.228	774.529	1.075.847	1.436.834	2.038.472	2.890.343
<i>Margen ebitda</i>	<i>10,9%</i>	<i>4,6%</i>	<i>1,9%</i>	<i>22,4%</i>	<i>22,1%</i>	<i>12,2%</i>	<i>11,6%</i>	<i>11,1%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,8%</i>
Amortización	(15.403)	(47.836)	(62.576)	(45.828)	(110.928)	(157.774)	(198.813)	(186.400)	(192.735)	(237.151)
EBIT	106.229	32.223	(13.280)	661.102	1.149.300	616.754	877.034	1.250.433	1.845.737	2.653.192
<i>Margen ebit</i>	<i>9,6%</i>	<i>1,8%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>20,9%</i>	<i>20,2%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,4%</i>	<i>9,7%</i>	<i>10,4%</i>	<i>10,8%</i>

PROYECCIONES

Working Capital histórico y proyectado en Ar\$'000

Miles de AR\$	30/6/2020	30/6/2021	30/6/2022	30/6/2023	30/6/2024	30/6/2025	30/6/2026	VT normalizado
	Anual	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.
Activo Corriente								
Caja y bancos	23.516	57.030	71.634	105.764	147.708	202.521	277.698	
Creditos por ventas	542.670	510.000	782.935	1.147.615	1.594.632	2.194.827	3.021.297	
Bienes de cambio	179.666	844.000	1.055.032	1.587.049	2.241.965	3.087.190	4.251.067	
Total Activo corriente	745.852	1.411.030	1.909.602	2.840.429	3.984.304	5.484.538	7.550.062	
Pasivo Corriente								
Cuentas por pagar	439.115	620.000	827.364	1.241.747	1.751.676	2.411.969	3.321.193	
Remuneraciones y cargas sociales	75.428	138.094	183.633	259.060	352.451	479.553	652.552	
Otros	43.524	27.000	40.500	56.700	76.545	103.336	139.503	
Total Pasivo Corriente	558.067	785.094	1.051.496	1.557.507	2.180.671	2.994.857	4.113.249	
Total Capital de trabajo	187.785	625.936	858.106	1.282.922	1.803.633	2.489.681	3.436.813	3.539.918
Variación Capital de Trabajo		- 438.151	- 232.170	- 424.816	- 520.711	- 686.048	- 947.132	- 103.104



PROYECCIONES FINANCIERAS

Flujo de Fondos proyectado en Ar\$ y US\$'000

en Ar\$'000	30/6/2021	30/6/2022	30/6/2023	30/6/2024	30/6/2025	30/6/2026	Valor Terminal
	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.	Proy.
EBIT	1.149.300	616.754	877.034	1.250.433	1.845.737	2.653.192	2.732.788
Amortizaciones	110.928	157.774	198.813	186.400	192.735	237.151	244.265
EBITDA	1.260.228	774.529	1.075.847	1.436.834	2.038.472	2.890.343	2.977.053
(+/-) WK Changes	(438.151)	(232.170)	(424.816)	(520.711)	(686.048)	(947.132)	(103.104)
CAPEX	(65.000)	(60.000)	(90.000)	(126.000)	(170.100)	(229.635)	(244.265)
Income Tax	(163.566)	(185.026)	(263.110)	(375.130)	(553.721)	(795.958)	(819.836)
Tax rate	30%	30%	30%	30%	30%	30%	30%
Free Cash Flow	593.511	297.332	297.921	414.993	628.603	917.618	1.809.847
Free Cash Flow US\$	1.358	2.414	1.572	1.521	1.680	1.817	3.584

PROYECCIONES FINANCIERAS

Estimación Valor de Mercado en US\$'000

Conceptos		2021	2022	2023	2024	2025	2026
FCF US\$ '000		1.358	2.414	1.572	1.521	1.680	1.817
FCF descontado	7.332	1.338	2.160	1.178	955	883	817
Growth rate (G%)	3,0%						
VT descontado	11.585						25.761
Enterprise Value US\$ '000	18.917						
(+) Activos no operativos	1.402						
(+) Caja en exceso	1.402						
(-) Deuda (Market Value)	- 8.414						
Equity Value US\$ '000	11.906						

	jun-21	jun-22	jun-23
Repago Capital			9.478
Pago Intereses			1.051
Cash Flow Deuda	-	-	10.529
'@14,20%	-	-	8.414
Valor Actual	8.414		

• Análisis de sensibilidad sobre variables clave

Growth rate				
WACC	11.906	2,00%	3,00%	4,00%
	95,0%	12.412	13.207	14.133
	100,0%	11.233	11.906	12.683
	105,0%	10.191	10.765	11.421

En Ar\$	948.534	1.108.142	1.315.451
---------	---------	-----------	-----------

Sección 5

Finpak | En proceso de Liquidación

FINPAK

Empresa en proceso de liquidación

5. Descripción de la compañía

- Finpak S.A. es una sociedad anónima constituida bajo las leyes de la República. Su domicilio principal se encuentra en la ciudad de San Fernando del Valle de Catamarca, Provincia de Catamarca.
- La Compañía inició actividades el 30 de marzo de 2015. El objeto, según el artículo 3° de su estatuto, incluye la realización de actividades industriales, comerciales y financieras.
- Con fecha 6 de febrero de 2017, los Directorios de Finpak S.A. y de Garovaglio y Zorraquín S.A. determinaron la discontinuación no definitiva de la fabricación de heladeras por parte de Finpak S.A. y destinar la estructura fabril y su personal a la fabricación de termotanques, en un proceso integrado con Rheem S.A. a fin de poder abastecer desde Catamarca a los clientes de Rheem S.A. localizados en el NOA, el cual se inició en abril de 2017.
- Dada la persistencia de un entorno económico recesivo y la profunda y sostenida caída de la demanda, el Directorio, con fecha 13 de mayo 2019, tomó la decisión de discontinuar, en forma definitiva, la producción de heladeras.
- Con fecha 18 de junio de 2019, el Directorio de Finpak S.A., tomó la decisión de proceder al cese del proceso productivo y desvincular al personal de la empresa, abocado a la operación fabril. Dicha decisión fue consecuencia de la persistencia de los abultados resultados negativos que arrojó la operación, el mantenimiento de la profunda caída de las ventas y las perspectivas de que esta situación no mejoraría en el corto plazo.

- Finpak es una empresa que no presenta actividades económicas desde hace dos años. Su balance es el resultante del remanente de sus activos y pasivos.
- A continuación presentamos el Estado de Situación Patrimonial al 31/12/2020 de Finpak:

En AR\$	dic-20	%
Activo		
Activo Corriente		
Efectivo y equivalentes de efectivo	33.729	0,07%
Deudores Comerciales	1.379.267	2,71%
Otros Créditos	9.770.824	19,18%
Total Activo Corriente	11.183.820	21,96%
Activo no Corriente		
Otros Créditos	964.232	1,89%
Propiedades, planta y equipo	38.783.648	76,15%
Total Activo no Corriente	39.747.880	78,04%
Total Activo	50.931.700	100,00%
Pasivo		
Pasivo Corriente		
Cuentas comerciales por pagar	1.635.184	3,21%
Deudas sociales	274.649	0,54%
Otras deudas	7.034.430	13,81%
Total Pasivo Corriente	8.944.263	17,56%
Pasivo no Corriente		
Pasivo por impuesto diferido	6.139.342	12,05%
Provisiones	9.152.827	17,97%
Total Pasivo no Corriente	15.292.169	30,02%
Total Pasivo	24.236.432	47,59%
Total Patrimonio Neto	26.695.268	52,41%
Total Pasivo y Patrimonio Neto	50.931.700	100,00%

FINPAK

Empresa en proceso de liquidación

5.1. Metodología de valuación

- Finpak posee solo un activo relevante, según sus Estados Contables y lo informado por la Compañía, que es el edificio en donde realizaba su producción, hoy en día vacío.
- La gerencia de GyZ nos ha proporcionado el flujo de gastos esperados anuales, informándonos que no tienen fecha de cierre cierta de la compañía y que se estima se mantendrá en estado latente por aproximadamente 5 años mas.
- En este sentido hemos procedido a valorar el flujo de gastos por los próximos 5 años y hemos asumido la venta del inmueble al final del período proyectado.
- El valor del Activo, dado que la compañía no cuenta con una tasación, lo hemos considerado al valor libros en US\$ 551 mil.
- Finalmente hemos descontado el flujo de fondos con las mismas consideraciones utilizadas para la valuación de Rheem.

FINPAK

Empresa en proceso de liquidación

5.2. Estimación de Valor Finpak en US\$'000 y Ar\$'000

Concepts		2021	2022	2023	2024	2025	2026
FCF US\$ ' 000		- 12	- 63	- 57	- 53	- 53	498
FCF descontado	51	- 12	- 55	- 42	- 33	- 27	221
Enterprise Value US\$ ' 000	51						
(+)Non-Operating Assets							
(+) Excess cash	-						
(-) Debt	-						
Equity Value US\$ ' 000	51						

• Análisis de sensibilidad sobre tasa de descuento

Growth rate				
WACC	51,46	0,00%	0,00%	0,00%
	95,0%	57	57	57
	100,0%	51	51	51
	105,0%	46	46	46
En Ar\$ '000	4.264	4.790	5.343	



Sección 6

Determinación de Valor | Garovaglio y Zorraquin

DETERMINACIÓN DE VALOR

Garovaglio y Zorraquin S.A.

- A partir de las metodologías expuestas en los capítulos 3, 4 y 5 del presente documento y sujeto a los supuestos y limitaciones mencionados en este informe, hemos estimado el Valor de Mercado del 100% del capital accionario de Garovaglio y Zorraquin S.A. en Ar\$'000 729.599,1 con un mínimo de Ar\$'000 617.358,8 y un máximo de Ar\$ 875.258,3, resultando en un rango de valor por acción de entre Ar\$ 14,03 y Ar\$ 19,89.

		Valor Estimado de Mercado		
		Base	Min	Max
A - Valor de Mercado de las Inversiones en Sociedades				
Valor Estimado de mercado de Finpak:		4.789.672	4.264.487	5.342.965
Participación de Garovaglio & Zorraquin en Finpak	98,05%	4.696.274	4.181.329	5.238.777
Valor Estimado de Mercado de Rheem S.A. (DCF):		1.108.141.923	948.534.289	1.315.451.444
Participación de Garovaglio & Zorraquin en Rheem	70,00%	775.699.346	663.974.002	920.816.011
Total Valor de Mercado de las Inversiones en Sociedades		780.395.620	668.155.331	926.054.788
B - Valor de la Deuda Financiera				
Valor de Mercado Deuda Financiera al 22/04/2021 en Dólares	545.730			
Tipo de cambio al 22/04/2021 (BCRA com. 3500)	93,08			
Total Valor de la Deuda Financiera en Ar\$		50.796.521	50.796.521	50.796.521
Valor Estimado de Mercado Garovaglio y Zorraquin S.A.		729.599.098	617.358.810	875.258.267
Total Acciones Garovaglio y Zorraquin S.A.		43.999.989	43.999.989	43.999.989
Valor Estimado de Mercado por acción		\$ 16,58	\$ 14,03	\$ 19,89

Sección 7

Conclusión

CONCLUSION

- Basados únicamente en lo expuesto en el presente informe, y sujeto a los supuestos, limitaciones y alcances descriptos precedentemente, señalamos que el precio de \$23 por acción para Garovaglio y Zorraquín S.A. ofertado por el Sr. Federico Zorraquín con fecha 22/04/2021 en el marco de la Oferta Pública de Adquisición voluntaria de las acciones de GyZ, es razonable desde un punto de vista financiero y resultaría superior al valor obtenido en función de la metodología e información considerada en este informe.

Buenos Aires, 6 de mayo de 2021



BECHER Y ASOCIADOS SRL

Fernando Garabato

Socio