

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

Tiempo estimado de lectura: 10 minutos.

Bioceres S.A.

Mirando hacia el futuro

Tesis de inversión.

Bioceres S.A. (en adelante, “BIOX” o “Bioceres” o “la Compañía” o “la Firma”) es una empresa de origen argentino productora de agroquímicos y biotecnología destinados a la agricultura. A través de una plataforma multidisciplinaria y multi-producto brinda soluciones durante todo el ciclo de cultivo, desde la siembra hasta el transporte y almacenamiento.

Notamos que gran parte del potencial upside de la Firma se encuentra hoy ligado en primer lugar a que la Compañía logre obtener el aval regulatorio necesario para la producción y comercialización de sus semillas genéticamente modificadas, como así de la sanción de una ley de semillas la cual proteja de manera adecuada los derechos de propiedad intelectual en dicho rubro y por lo tanto garantizar el cobro de ventas de semillas GM y regalías por dichas patentes. De esta manera, creemos que Bioceres constituye una inversión con un horizonte temporal de largo plazo, con un alto riesgo implícito y que en todos los casos se debe tener un alto conocimiento del sector. Desde este punto de vista, es necesario entender que al tomar posición en Bioceres, uno está tomando posición en el sector de biotecnología y adquiriendo patentes a futuro.

Valuación.

Dado que gran parte de los potenciales beneficios de la Firma se encuentran actualmente sujetas a cuestiones regulatorias, en su mayoría pendiente de aprobación, hemos dividido la operatoria de la firma en dos grandes segmentos: i) *Distribución y comercialización de productos destinados a la protección y nutrición de cultivos y tratamientos de semillas* (a cuál nos referiremos con el nombre de negocio “A”); y ii) *Desarrollo de eventos de semillas* (al cual nos referiremos con el nombre de negocio “B”), al mismo tiempo que planteamos distintos escenarios, dependiendo tanto de la potencial participación de mercado que logre la Compañía en el sector de semillas GM como también del grado de efectividad conseguido en el cobro de regalías y ventas de las mismas.

- *Caso fracaso:* conseguimos un precio compuesto por acción de US\$ 3,0, descontando una capitalización bursátil de US\$ 115,7 MM.
- *Caso éxito-pesimista:* arribamos a un precio compuesto entre ambos negocios de US\$ 3,7 por acción, significativamente menor al rango indicativo de US\$ 10-12 por acción determinado por la Firma, así como una capitalización bursátil de US\$ 143,7 MM.
- *Caso éxito-base:* obtenemos un precio compuesto por acción de US\$ 10,6, en línea con el rango establecido por el management de la

Factsheet

Nombre	Bioceres S.A.
Ticker	BIOX
Sector	Biotecnología agroindustrial
Valor estimado	US\$ 10,6 por acción (*)
Cap. Bursátil estimada	US\$ 414,2 MM (*)
Rango de precios indicativo	US\$ 10-12 por acción
Outstanding post-IPO	38.988.167 acciones
Monto de emisión	13.343.867 acciones
	US\$ 146,7 (**)

(*) En base al “Caso éxito-base”.

(**) En base al promedio del rango de precios indicativo.

Fuente: prospecto de emisión y Delphos Investment.

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

Compañía, dando cuenta de una capitalización bursátil de US\$ 414,2 MM.

- *Caso éxito-optimista:* arribamos a un precio compuesto por acción de US\$ 28,3, descontando una capitalización bursátil de US\$ 1101,8 MM.

Riesgos.

Entre los principales riesgos, destacamos: i) la exposición a aspectos regulatorios; ii) la exposición a acuerdos con inversores; iii) la exposición a riesgo de cobro por productos y regalías; iv) la exposición a terceros (productores); v) la exposición a liquidación de la Firma; vi) riesgo por estacionalidad; vii) riesgo de descalce de moneda; vi) riesgo país argentino, entre otros.

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

I. La transacción

La compañía y sus mercados

Bioceres S.A. (en adelante, “BIOX” o “Bioceres” o “la Compañía” o “la Firma”) es una empresa de origen argentino productora de agroquímicos y biotecnología destinados a la agricultura. A través de una plataforma multi-disciplinaria y multi-producto brinda soluciones durante todo el ciclo de cultivo, desde la siembra hasta el transporte y almacenamiento. La estructura de negocios de BIOX se puede sintetizar en los siguientes cuatro segmentos:

- Protección de cultivos:
 1. Coadyuvantes: principalmente enfocado en la producción de Silwet (conocido coadyuvante basado en silicona) y en el desarrollo de nuevos coadyuvantes mejorados microbiológicamente en colaboración con otras compañías.
 2. Insecticidas y fungicidas: la Firma ha logrado consolidar una posición de liderazgo, con un market share actual estimado del 50% en Argentina para 2016 y 2017.
- Semillas y productos integrados:
 1. *Traits* en semillas: orientado en mejorar el rendimiento de los cultivos mediante el incremento de su tolerancia al stress abiótico, en especial a la sequía. En este sentido, su tecnología más avanzada en el área de semillas (*HB4*) ayuda a aumentar el rendimiento en un promedio de 13% al 19% para distintos cultivos en estaciones y condiciones, sin afectar de manera adversa los rendimientos en condiciones de crecimiento óptimas.
 2. Germoplasma: para trigo y soja. La firma mantiene variedades que están registradas o en proceso de registro en Argentina, Uruguay, Paraguay y Sudáfrica.
 3. Tratamiento de semillas: constituye una de las principales ramas de negocio, en donde se destacan los *Rizopacks*, producidos por Rizobacter S.A. (subsidiaria propiedad de Bioceres), en sociedad con Syngenta Seedcare.
- Nutrición de cultivos:
 1. Inoculantes: con un market share estimado del 20%, BIOX se ha consolidado como empresa líder en la producción y comercialización de inoculantes de soja. Asimismo, la Compañía se encuentra en el desarrollo de nuevos inoculantes orientados a negocios de tratamiento profesional de semillas.

Cuadro I.I: Negocios, mercados y socios de Bioceres

	Principales productos	Principales Mercados	Principales Socios Comerciales
Protección de Cultivos	-Coadyuvantes -Insecticidas -Fungicidas	-Argentina -Brasil -Paraguay	-Momentum -Syngenta
Semillas y Productos Integrados	-BioWheat -BioSoy -Tratamiento de semillas	-Argentina -Brasil -Paraguay -Uruguay	-Don Mario -Dow AgroSciences -Syngenta -TMG
Nutrición de Cultivos	-Inoculantes -Biofertilizantes -Fertilizantes microgranulados	-Argentina -Brasil -Paraguay	-De Sangosse -Syngenta -Valent BioSciences
Soluciones Emergentes	-Servicios de I+D -Biotecnología agroindustrial	-Argentina -Uruguay	-Cibic -Dita Calza Clemente -Porta

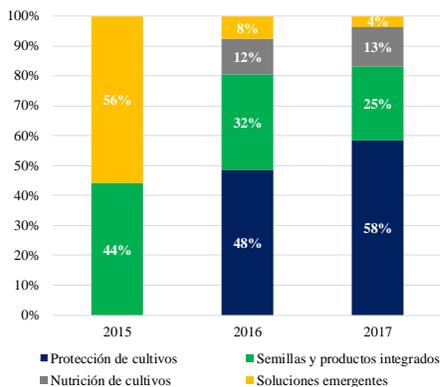
Fuente: prospecto de emisión y Delphos Investment

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

- 2. Biofertilizantes: Bioceres se encuentra en las primeras etapas de desarrollo de fertilizantes mejorados microbianamente para soja, trigo, maíz y garbanzos.
- 3. Fertilizantes microgranulados con base química: actualmente la Firma se centra en la producción de Microstar PZ, un fertilizante inicial que proporciona nitrógeno, fósforo, azufre y zinc a diferentes cultivos.
- Soluciones emergentes: proporciona servicios técnicos y de I+D a socios y terceros.
 - 1. Servicios de Investigación y Desarrollo: son prestados a través de dos subsidiarias propiedad de Bioceres, INDEAR e INMET.
 - 2. Biotecnología agroindustrial: BIOX ha logrado desarrollar una plataforma de *molecular farming* a base de cártamo para enzimas industriales, permitiendo así utilizar los granos cosechados como un método eficiente para almacenar enzimas antes del procesamiento. Su tecnología más avanzada a la fecha es SPC, herramienta empleada para la producción de quimosina.

Al 3Q17, el 71% de los ingresos de la Compañía provienen del mercado doméstico, mientras que el 29% restante del exterior, especialmente Brasil, Paraguay y Uruguay. Casi el 60% de las ventas se derivan del segmento de protección de cultivos, un 25% de la producción y comercialización de semillas y productos integrados, mientras que el porcentaje restante corresponde a nutrición de cultivos y soluciones emergentes.

Cuadro I.II: Composición de ingresos (% del total)



Fuente: prospecto de emisión y Delphos Investment.

Como estrategia de crecimiento a largo plazo, Bioceres ha adoptado un enfoque de “estructura abierta” para la creación de tecnología, formando alianzas con otras compañías del sector, en orden de aprovechar las ventajas competitivas de cada parte y así introducir sus productos al mercado de una manera eficiente y rentable. De esta manera, y con el objetivo de expandir y diversificar su negocio, en octubre de 2016 BIOX adquirió una participación accionaria controladora (50,01% del capital social en circulación más una opción por un 9,99% adicional) en Rizobacter S.A, una compañía argentina líder en productos biológicos y pionera en inoculantes líquidos. Con aproximadamente más de 600 distribuidores locales y más de 20 internacionales, Rizobacter ha consolidado una posición de liderazgo en inoculantes de soja, tratamientos de semillas, adyuvantes y cebos para plagas, con una market share local estimado del 26%, 27%, 27% y 50%, respectivamente. Asimismo, en diciembre de 2016, Bioceres completó la adquisición del 27,99% del

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

capital social de Chemotecnica S.A., empresa dedicada a la producción y comercialización de insecticidas, herbicidas y fungicidas post-patente.

La oferta

En la actualidad Bioceres presenta 25.644.300 acciones ordinarias *outstanding* y planea emitir 13.343.867 nuevas acciones, representando así un free-float post IPO del 34% del total de las acciones. De acuerdo con el prospecto de emisión presentando por la Compañía, el rango de precios indicativo se ubica en entre US\$ 10-12 por acción; implicando un cash in estimado de estimado de US\$ 133,3-160,12 MM, al mismo tiempo que una capitalización bursátil estimada de US\$ 398,9-467,8 MM.

Conforme al prospecto de emisión, la Firma dispuso que del total de ingresos neto recaudado en el IPO:

- Aproximadamente US\$ 15,3 MM serán utilizados para cancelar de forma parcial o total la deuda pendiente al 3Q17;
- Aproximadamente US\$10,0 MM serán destinados a realizar inversiones en el segmento de semillas y productos integrados;
- Aproximadamente US\$ 5,0 MM serán invertidos en la expansión comercial del rubro de soluciones de biotecnología agroindustrial;
- Aproximadamente US\$ 15,0 MM serán utilizados para ejercer una opción de compra obligatoria del 9.99% adicional de Rizobacter S.A.; y
- El monto remanente será destinado a cubrir fines corporativos generales y financiar las necesidades de working capital necesarias para respaldar la expansión comercial de los segmentos comerciales de la BIOX.

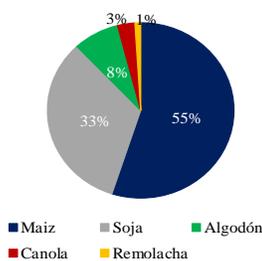
INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

II. Principales value drivers

Cuadro II.I: Penetración de cultivos biotecnológicos en el mercado global de semillas (MM US\$)

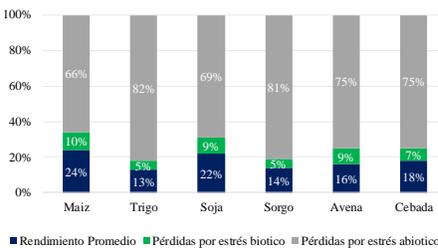


Cuadro II.II: Ventas globales de semillas biotecnológicas por cultivo (2016)



Fuente: ISAAA, prospecto de emisión y Delphos Investment.

Cuadro II.III: Pérdidas por estrés biótico y abiótico (%)



Fuente: McDougall, 2017, prospecto de emisión y Delphos Investment.

Perspectivas de la industria

Según la OCDE y la FAO, se espera que la demanda de cereales se incremente un 20% en 2020 hacia los 2.600 MM de toneladas, siendo el crecimiento demográfico y expansión de la clase media los principales drivers. Estudios de la OCDE y la FAO proyectan que la población global aumentará un 12,3% hacia 2026, alcanzando los 8.200 MM de personas, al mismo tiempo que la población considerada de clase media se ubicaría en 3.200 MM en 2020 y 4.900 MM en 2030. Por su parte, las tierras cultivables disponibles per cápita se han visto afectadas como consecuencia de la creciente urbanización y el efecto del cambio climático en las condiciones de siembra y cosecha. De esta forma, en la medida que dichas condiciones se mantengan no pareciera posible suplir la creciente demanda únicamente con la tecnología de cultivo convencional, es por ello que en los últimos 20 años cada vez más países han comenzado a adoptar cultivos biotecnológicos.

De acuerdo con el ISAAA, en 2016 los países que registraron las mayores áreas ocupadas por cultivos biotecnológicos fueron Estados Unidos (39%), Brasil (27%), Argentina (13%), Canadá (6%) e India (6%). Del total de ventas globales de semillas transgénicas, aproximadamente el 88% fue acaparado por maíz y soja. Particularmente en Argentina, en 2016 se sembraron aproximadamente 24 MM de hectáreas de cultivos biotecnológicos, donde prácticamente el 100% de soja, el 97% de maíz y el 95% de algodón utilizaron semillas transgénicas, siendo las semillas con tolerancia a herbicidas las más utilizadas. Asimismo, en 2017 el sector agropecuario representó el 10,6% del PBI, constituyéndose como el tercer productor y cuarto exportador global de soja.

De todas maneras, es necesario recalcar que, si bien actualmente Argentina constituye un importante pilar en el mercado agropecuario mundial con un gran potencial de producción y comercialización de semillas genéticamente modificadas, todavía el país debe rever y esclarecer parte de su regulación con respecto a dicho sector. La regulación vigente a la fecha no provee los incentivos necesarios para el desarrollo del sector biotecnológico agrícola, dado que no logra proteger de manera adecuada los derechos de propiedad intelectual en dicho rubro.

Perspectivas de la Firma

Previo a la adquisición de Rizobacter S.A. y Chemotecnica S.A., Bioceres era una compañía netamente de biotecnología con cerca de 100 patentes, siendo la más avanzada la semilla de soja “HB4”, resistente a la sequía y

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

salinidad. Con la adquisición de ambas compañías Bioceres obtuvo participación de mercado en nuevos segmentos, especialmente en el rubro protección y nutrición cultivos, como también nuevos canales de comercialización y distribución. En este contexto, y a modo de proyectar el comportamiento futuro de la Compañía hemos dividido en dos a los negocios de la Firma: i) *Distribución y comercialización de productos destinados a la protección y nutrición de cultivos y tratamientos de semillas* (al cual nos referiremos con el nombre de negocio “A”), como, por ejemplo: herbicidas, inoculantes, insecticidas, herbicidas, fungicidas, adyuvantes, etc; y ii) *Desarrollo de eventos de semillas* (al cual nos referiremos con el nombre de negocio “B”).

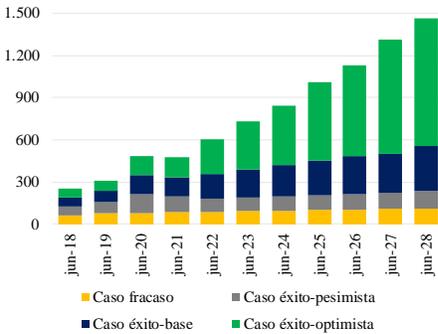
En el caso del negocio “A”, casi en un 100% las operaciones de la Firma podrían sintetizarse y modelarse de acuerdo a la estructura de negocio brindada por Rizobacter S.A. y Chemotecnica S.A. Mientras que en el caso del negocio “B”, el potencial de crecimiento residiría en la oportunidad de mercado que constituye la semilla de soja *HB4* genéticamente modificada (“*EcoSoy*”). De acuerdo con el prospecto de emisión, el management de la Firma contempla potenciales oportunidades de mercado tanto en Brasil como en Argentina, habiendo disponible un área total de 21,5 MM de hectáreas entre ambos países.

De esta manera hemos planteado dos escenarios posibles: i) un “*Caso fracaso*” en donde la Firma no logra avanzar con la producción y comercialización de su semilla de soja transgénica, sintetizando su estructura de negocio a los segmentos esbozados por Rizobacter S.A. y Chemotecnica S.A.; y ii) un “*Caso éxito*” en donde BIOC finalmente obtiene la aprobación para la producción y comercialización de sus semillas GM, contemplando los ingresos obtenidos tanto a partir del negocio “A” como del negocio “B”. Asimismo, hemos subdividido en 3 este último escenario, (“*Caso pesimista*”, “*Caso base*” y “*Caso optimista*”) dependiendo tanto de la potencial participación de mercado que logró la Compañía como también del grado de efectividad conseguido en el cobro de regalías y ventas de semillas GM. A continuación, se detallan las proyecciones según cada escenario:

- *Caso fracaso*: hemos estimado un crecimiento real promedio de los ingresos por ventas de la Compañía de 2,1% para los años 2018-2020, incrementándose hacia 2,5% a partir del 2021, para finalmente alcanzar un crecimiento promedio de 3,0% en los años 2026-2028. De esta manera, las ventas alcanzarían los US\$ 62,6 MM y US\$ 77,8 MM en 2018 y 2019 respectivamente, desde US\$ 121 MM en 2017.

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

Cuadro II.IV: Crecimiento de ventas para los distintos casos, en MM US\$



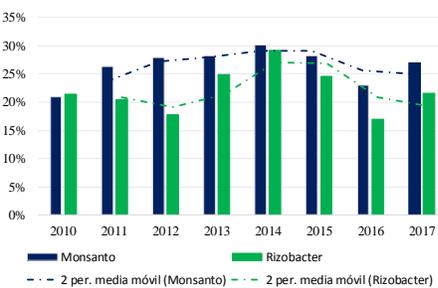
Fuente: prospecto de emisión y Delphos Investment.

- *Caso éxito:* en todos los siguientes escenarios hemos decidido definir el año 2020 como periodo de inicio de producción y comercialización de la semilla de soja *HB4*.
 - i. *Caso pesimista:* asumiendo una tasa constante de penetración de la soja *HB4* de 5% para los años 2020-2028 y una tasa de cobro del 100% en 2020, 50% en 2021 y 20% en 2023-2028: las ventas experimentarían un fuerte incremento en 2020 alcanzando los US\$ 133,9 MM, para luego estabilizarse en un rango promedio de ventas de US\$ 110,3-122,2 MM durante los años 2021-2028.
 - ii. *Caso base:* asumiendo una tasa de penetración del 5% en 2020, 10% en 2021, 20% en 2022, 25% en 2023, 30% en 2024, 35% en 2025 y 40% durante 2026-2028; y una tasa de cobro del 100% en 2020, 50% en 2021 y 40% en 2022-2028: las ventas se elevarían hacia un rango promedio de US\$ 133,9-195,3 MM durante los años 2020-2023, para luego incrementarse hacia un rango promedio de US\$ 219,7-320,9 MM durante 2024-2028.
 - iii. *Caso optimista:* por último, en el mejor de los escenarios, asumiendo una tasa de penetración ascendente desde un 5% en 2020 hacia 85% en 2028; y una tasa de cobro del 100% en 2020, 60% en 2021-2022, 70% en 2023-2025, 80% en 2025-2026 y 90% en 2027-2028: las ventas crecerían a un ritmo promedio de 32%, alcanzando los US\$ 133,9 MM en 2020, US\$ 423,7 MM en 2024 y US\$ 911,7 MM en 2028.

Mejoramiento histórico de márgenes de rentabilidad

Durante 2017 la rentabilidad operativa de Bioceres ha mejorado considerablemente en mayor medida gracias a la adquisición de Rizobacter S.A. y consecuente diversificación de su negocio. A junio de 2017 (cierre de año fiscal) el margen EBITDA alcanzó casi 3,0% de las ventas, vs. valores negativos de 16,6%-15,7% entre 2013-2016. Aun así, notamos que el margen EBITDA de Bioceres todavía se encuentra lejos de los esbozados por empresas comparables del sector. De hecho, si nos centramos en el margen EBITDA de su subsidiaria Rizobacter S.A, a junio de 2017, este es de 19,3%, mientras que el promedio junio 2010-jun 2017 ronda los 22%. Consecuentemente, esperamos que la Firma aumente paulatinamente su margen EBITDA, al mismo tiempo que la Compañía logre incrementar su productividad. De esta manera, para el “*Caso fracaso*”, hemos proyectado para 2018 y 2019 un EBITDA de US\$ 12,4 MM y US\$ 15,2 respectivamente, significando un 19,8% y 19,5% de los ingresos, respectivamente. Asimismo, para los tres escenarios considerados dentro del “*Caso éxito*”, esperamos una generación de

Cuadro II.IV: Evolución de márgenes a EBITDA de comparables



Fuente: prospecto de emisión, Delphos Investment, CNV y Bloomberg.

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

EBITDA de US\$ 12,6 MM, US\$ 15,6 MM y US\$ 37,0 MM para los años 2018, 2019 y 2020 respectivamente. Mientras que hacia 2021 hemos proyectado un EBITDA de US\$ 26,4 MM para el “*Caso éxito-pesimista*” (24% de las ventas); de US\$ 37,7 MM en el “*Caso éxito-base*” (27% de las ventas) y de US\$ 41,3 MM para el “*Caso éxito-optimista*” (28% de las ventas).

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

III. Valuación

**Cuadro III.I: Estimación de tasa
WACC en US\$**

	Negocio	
	"A"	"B"
Tasa libre de riesgo	2,5%	2,5%
ERP	6,3%	6,3%
Beta	0,8	1,8
Ke, antes de ajustes	7,5%	13,8%
CRP	3,9%	3,9%
Ke	11,4%	17,7%
Kd	10,0%	10,0%
Tax IGG	35,0%	35,0%
Kd	6,5%	6,5%
% Equity	66,3%	66,3%
% Debt	33,7%	33,7%
WACC	9,8%	13,9%

Fuente: Bloomberg, Damodaran y
Delphos Investment.

En base a un costo de capital promedio ("WACC") de 9,8% anual en US\$, nuestro modelo de proyección de flujos de fondos libres resulta en un valor estimado del negocio "A" de US\$ 3,2 por acción para cualquiera de los cuatro escenarios planteados. Ello da cuenta de una capitalización bursátil de US\$ 123,5 MM y un múltiplo de forward EV a ventas 2018 de 1,2x, así como un forward EV a EBITDA 2018 de 6,2x. La fecha de valuación fue determinada al 30/06/2018.

Asimismo, en base a un WACC de 13,9% anual en US\$, nuestro modelo de proyección de flujos de fondos libres resulta en un valor estimado del negocio "B", en el:

- *Caso éxito-pesimista*: de US\$ 0,7 por acción, implicando una capitalización bursátil de US\$ 28,0 MM y un múltiplo de forward EV a ventas 2020 de 0,4x, así como un forward EV a EBITDA 2020 de 1,0x.
- *Caso éxito-base*: de US\$ 7,7 por acción. Ello da cuenta de una capitalización bursátil de US\$ 298,4 MM y un múltiplo de forward EV a ventas 2020 de 6,4x, así como un forward EV a EBITDA 2020 de 15,7x.
- *Caso éxito-optimista*: de US\$ 25,3 por acción, asumiendo una capitalización bursátil de US\$ 986,1 MM y un múltiplo de forward EV a ventas 2020 de 20,0x, así como un forward EV a EBITDA 2020 de 49,2x.

De esta forma, al "complementar" las valuaciones de ambos negocios según cada caso:

- *Caso fracaso*: conseguimos un precio compuesto por acción de US\$ 3,0 mientras que una capitalización bursátil de US\$ 115,7 MM.
- *Caso éxito-pesimista*: arribamos a un precio compuesto entre ambos negocios de US\$ 3,7 por acción, significativamente menor al rango indicativo de US\$ 10-12 por acción determinado por la Firma, así como una capitalización bursátil de US\$ 143,7 MM.
- *Caso éxito-base*: obtenemos un precio compuesto por acción de US\$ 10,6, en línea con el rango establecido por el management de la Compañía, dando cuenta de una capitalización bursátil de US\$ 414,2 MM.
- *Caso éxito-optimista*: arribamos a un precio compuesto por acción de US\$ 28,3, descontando una capitalización bursátil de US\$ 1101,8 MM.

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

IV. Riesgos

Exposición a aspectos regulatorios

El negocio se encuentra sujeto a dos tipos de regulaciones: i) las que se aplican a las operaciones de la Firma y ii) las que se aplican específicamente a productos que contienen o se basan en la tecnología desarrollada por BIOX. La mayoría de los productos de semillas de biotecnología actualmente en desarrollo incorporan tecnología *HB4*. Como resultado, el crecimiento futuro y desempeño financiero de la Firma reside mayormente en la recepción de la aprobación regulatoria para el uso y comercialización de esta tecnología. En el hipotético caso en donde BIOX no fuese capaz de obtener las aprobaciones necesarias, es posible que la Compañía no cuente con los recursos necesarios para continuar con el desarrollo de productos, afectando considerablemente las operaciones de la Firma. Asimismo, las operaciones de Bioceres dependen del uso exclusivo y continuo de la tecnología *HB4* de conformidad con los términos de los acuerdos de licencia con el CONICET y la Universidad Nacional del Litoral.

Exposición a acuerdos con inversores

Con el objetivo de obtener financiamiento para la investigación y desarrollo de tecnología relacionada con un gen de girasol específico potencialmente tolerante a la sequía en cultivos, Hahb 4, entre 2005 y 2007 Bioceres celebró acuerdos con varios inversionistas otorgando el derecho a recibir el 52,8% de los derechos y regalías resultantes de la comercialización de la tecnología resultante con respecto a la soja, trigo y maíz.

Exposición a riesgo de cobro por productos y regalías

El país debe rever y esclarecer parte de su regulación con respecto al sector biotecnológico agrícola. La regulación vigente a la fecha no provee los incentivos necesarios para el desarrollo del sector, dado que no logra proteger de manera adecuada los derechos de propiedad intelectual en dicho rubro y por lo tanto garantizar el cobro de ventas de semillas GM y regalías por dichas patentes.

Riesgo por estacionalidad

La venta de productos relacionados con la productividad de los cultivos depende de las temporadas de siembra y cosecha, que varían de un año a otro, y se espera que den como resultado patrones altamente estacionales y fluctuaciones sustanciales en las ventas y la rentabilidad trimestral. Las ventas de semillas, productos biológicos y otros productos de insumos agrícolas tienden a ser comparativamente bajas durante el tercer y cuarto trimestres del año calendario, ya que las ventas relacionadas con la soja alcanzan su punto máximo en el segundo trimestre.

Exposición a terceros (productores)

Bioceres delega el cultivo de la mayoría de sus semillas patentadas a productores afiliados y no afiliados, los que luego le venden lo cultivado a precios negociados cada año. De esta manera, la actual dependencia de BIOX para con los demás para la producción de semillas puede afectar negativamente la capacidad de comercializar cualquier producto de manera oportuna y competitiva.

Exposición a liquidación de la firma

Al 30 de junio de 2017 (cierre de año fiscal), la Firma presentó un patrimonio negativo atribuible a los accionistas de la controladora que resultó de los efectos contables relacionados con la adquisición de Rizobacter S.A. Según la

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

legislación argentina si las pérdidas de una empresa exceden sus reservas y el capital total al cierre de su año fiscal, sus accionistas deben realizar aportes de capital suficientes para equilibrar la posición de capital total de la compañía. En el caso de que una empresa no pueda restablecer el patrimonio total positivo, la firma deberá entrar en un proceso de liquidación.

Riesgo de descalce de moneda

Al 30 de septiembre de 2017, Bioceres mantiene un 77% de su deuda financiera expresada en moneda extranjera (US\$ 74,8 MM), mientras que la mayor parte de los ingresos se derivan del mercado doméstico. Una depreciación significativa del tipo de cambio real tendría un impacto adverso sobre el perfil de endeudamiento y valor estimado de la Compañía.

Riesgo país argentino

Con más del 70% de los ingresos derivados del mercado agropecuario argentino, BIOX se encuentra sujeto al apetito de riesgo argentino, en parte reflejado en el spread de bonos soberanos vs. treasuries norteamericanos. Durante 2017, dicho spread ha mantenido una tendencia descendente debido a la recuperación económica del país, el positivo resultado oficialista en elecciones legislativas, las buenas condiciones financieras, entre otros factores. Sin embargo, un cambio negativo de perspectivas podría modificar el apetito de inversores por activos de riesgo argentinos.

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.

V. Proyecciones de resultados y flujos de fondos

Evolución proyectada de resultados y flujos de fondos (en US\$ MM)

Caso fracaso

"Caso fracaso"	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
Ventas	62,6	77,9	80,8	84,0	87,3	90,7	94,3	98,0	102,4	107,0	111,8
<i>Crecimiento %</i>	-	24,4%	3,7%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	3,9%	4,5%	4,5%	4,5%
EBITDA	12,4	15,2	15,4	15,8	16,5	17,4	18,6	19,9	21,6	23,2	25,0
<i>Margen %</i>	19,8%	19,5%	19,0%	18,8%	18,9%	19,2%	19,7%	20,3%	21,1%	21,7%	22,3%
Ingreso Operativo	9,6	11,9	12,4	13,0	13,7	14,5	15,6	16,8	18,4	20,3	22,3
<i>Margen %</i>	15,4%	15,2%	15,3%	15,4%	15,7%	16,0%	16,6%	17,1%	18,0%	19,0%	20,0%
Capital Expenditures	3,2	4,0	4,1	4,3	4,5	4,6	4,8	5,0	5,2	5,5	5,7
Free Cash Flow	1,5	-12,9	3,0	3,9	4,7	5,3	5,9	6,4	5,8	6,5	7,2

Caso éxito-pesimista

"Caso éxito-pesimista"	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
Ventas	62,6	77,9	134,0	110,3	97,8	101,2	104,8	108,5	112,8	117,4	122,2
<i>Crecimiento %</i>	-	24,4%	72,0%	-17,7%	-11,4%	3,5%	3,5%	3,5%	4,0%	4,1%	4,1%
EBITDA	12,6	15,6	37,0	26,6	21,0	21,9	23,1	24,3	26,0	27,7	29,4
<i>Margen %</i>	20,1%	20,0%	27,6%	24,2%	21,5%	21,7%	22,0%	22,4%	23,1%	23,6%	24,1%
Ingreso Operativo	9,6	11,9	33,7	23,5	17,9	18,7	19,8	21,0	22,6	24,5	26,5
<i>Margen %</i>	15,4%	15,2%	25,1%	21,3%	18,3%	18,5%	18,9%	19,3%	20,0%	20,9%	21,7%
Capital Expenditures	3,8	4,2	4,1	4,3	4,5	4,6	4,8	5,0	5,2	5,5	5,7
Free Cash Flow	1,2	-12,7	15,2	10,1	7,3	8,0	8,5	9,1	8,4	9,1	9,8

INFORME DE COBERTURA: BIOCERES S.A.
Caso éxito-base

"Caso éxito-base"	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
Ventas	62,6	77,9	134,0	136,6	171,0	195,3	219,8	244,4	269,7	274,3	320,9
<i>Crecimiento %</i>	-	24,4%	72,0%	2,0%	25,2%	14,2%	12,5%	11,2%	10,4%	1,7%	17,0%
EBITDA	12,6	15,6	37,0	37,2	50,3	59,6	69,1	78,7	88,8	90,4	108,9
<i>Margen %</i>	20,1%	20,0%	27,6%	27,2%	29,4%	30,5%	31,4%	32,2%	32,9%	33,0%	33,9%
Ingreso Operativo	9,6	11,9	33,7	34,0	47,2	56,4	65,8	75,3	85,3	87,3	106,0
<i>Margen %</i>	15,4%	15,2%	25,1%	24,9%	27,6%	28,9%	30,0%	30,8%	31,6%	31,8%	33,0%
Capital Expenditures	3,8	4,2	4,1	4,3	4,5	4,6	4,8	5,0	5,2	5,5	5,7
Free Cash Flow	1,2	-12,7	19,1	19,9	29,9	36,7	43,4	50,2	55,7	56,4	69,6

Caso éxito-optimista

"Caso éxito-optimista"	FY 2018	FY 2019	FY 2020	FY 2021	FY 2022	FY 2023	FY 2024	FY 2025	FY 2026	FY 2027	FY 2028
Ventas	62,6	77,9	134,0	147,1	244,3	346,9	423,7	558,1	646,2	812,9	911,8
<i>Crecimiento %</i>	-	24,4%	72,0%	9,8%	66,1%	42,0%	22,1%	31,7%	15,8%	25,8%	12,2%
EBITDA	12,6	15,6	37,0	41,4	79,6	120,2	150,7	204,2	239,4	305,9	345,2
<i>Margen %</i>	20,1%	20,0%	27,6%	28,1%	32,6%	34,7%	35,6%	36,6%	37,0%	37,6%	37,9%
Ingreso Operativo	9,6	11,9	33,7	38,2	76,5	117,0	147,4	200,8	235,9	302,7	342,3
<i>Margen %</i>	15,4%	15,2%	25,1%	26,0%	31,3%	33,7%	34,8%	36,0%	36,5%	37,2%	37,5%
Capital Expenditures	3,8	4,2	4,1	4,3	4,5	4,6	4,8	5,0	5,2	5,5	5,7
Free Cash Flow	1,2	-12,7	19,1	23,0	51,6	81,7	104,0	143,4	167,5	216,4	245,0

Fuente: prospecto de emisión y Delphos Investment.