

Diciembre, 2011

GRIMOLDI S.A.

GRIM/BCBA

Continuando la Cobertura: Grimoldi hizo todo bien, inclusive para su acción.

Recomendación: Market OutPerform

Precio: AR\$ 3,85

Merval: 2.640,09

Merval25: 2.69883

- Traslado a los precios de los incrementos inflacionarios.
- Caída de los márgenes de rentabilidad a raíz de la incorporación de las exportaciones al negocio tradicional de la compañía.
- Inversión en plantas industriales y apertura de nuevos locales.
- Mejora en la generación de flujos de fondos libres.
- Readequación de su estructura de deuda con préstamos a largo plazo y bajas tasas de interés.
- Nuestro precio objetivo a 12 meses es de AR\$ 5,61.

Valuación	2012E	2013E	2014E
EPS	\$ 1,34	\$ 2,22	\$ 3,15
P/E	2,87x	1,73x	1,22x
CFPS	\$ 0,45	\$ 1,34	\$ 1,99
P/CFPS	8,64x	2,87x	1,94x

Market Capitalization		Stock Data	
Capitalización Bursátil (AR\$ MM)	\$ 85,29	Rango precios 52 semanas (AR\$) :	1,80 – 14,50
Valor de la empresa (AR\$ MM)	\$ 176,45	Performance últimos 12 meses:	-68,75%
Acciones emitidas (MM)	22,15	Valor Libros por acción:	3,95
Free Float (MM)	10,01	Beta	1,30
Volumen promedio diario (3 meses)	1.257		

Descripción de la Compañía

Localización: Florida 251, Buenos Aires, Argentina

Industria: Calzado

Descripción: Diseño, producción, distribución and ventas de calzado y accesorios

Principales productos: Grimoldi shoes, Hush Puppies, Merrell, Timberland, North Face, Clarks, Kickers, Caterpillar, American Pie, The North Face, Patagonia

Sitio web de la Compañía: www.grimoldi.com.ar

Analistas:

Dia, Amaelle
 Giraldo, Juan Diego
 Haro, Mercedes
 Simone, Paula

Tutor del reporte:

Merlo, Mariano

The BURKENROAD REPORTS are produced solely as a part of an educational program of Tulane University's A.B. Freeman School of Business. The reports are not investment advice and you should not and may not rely on them in making any investment decision. You should consult an investment professional and/or conduct your own primary research regarding any potential investment.

EVOLUCIÓN DE LA ACCIÓN

Figura 1: Evolución del precio y el volumen en los últimos 5 años.



Fuente: Yahoo Finance

Figura 2: Evolución del precio y el volumen en los últimos 5 años vs Merval.



Fuente: Yahoo Finance

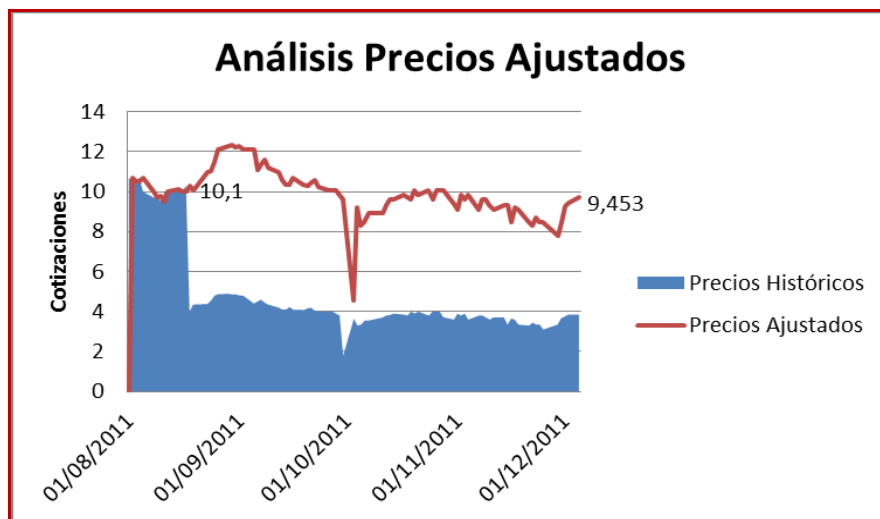
Cabe destacar que en el mes de Agosto 2011 Grimoldi decidió distribuir Dividendos en Acciones, de acuerdo al siguiente detalle:

Tipo	Fecha aviso BCBA	Fecha Ex Cupón	Fecha de Pago	A recibir por el Accionista	Coefficiente de Ajuste
Dividendo en Acciones	12-08-11	18-08-11	24-08-11	1,52103764927 nuevas acciones por cada una de tenencia	2.5208

Fuente: IAMC

Por lo tanto, si ajustamos la serie de precios con el coeficiente correspondiente estamos en condiciones de analizar la evolución del precio de la acción de manera correcta y poder comparar de manera razonable los precios históricos.

A continuación presentamos un gráfico donde se compara la evolución de la cotización de la acción tomando precios históricos y precios ajustados a partir del 01/08/2011, teniendo en cuenta la distribución de dividendos en acciones anteriormente mencionada:



RESUMEN DE LA INVERSIÓN

Luego de haber realizado este análisis creemos que el valor de Grimoldi y, por ende el precio de su acción, se incrementará en el transcurso de los próximos doce meses. Entendemos que las condiciones de mercado así como el apoyo a la Industria del Calzado Argentino, sumadas a las ventajas competitivas de la compañía favorecerán la evolución del precio de la acción.

Para el ejercicio 2012 esperamos una evolución favorable de las ventas, manteniendo la tendencia creciente evidenciada en los últimos períodos así como la continuidad de las Exportaciones. En cuanto a los márgenes de rentabilidad, se espera una leve caída de los mismos la cual ya se percibe en los primeros tres trimestres de 2011 a raíz de la incorporación de esta nueva actividad al negocio tradicional de la compañía.

Por lo tanto, mantenemos la calificación “Market OutPerform” otorgada en el reporte anterior. De acuerdo a nuestras proyecciones el precio objetivo para los próximos doce meses será de AR\$ 5,61.

VALORACIONES BURKENROAD Y PRECIOS ANTERIORES

Fecha	Valoración	Precio Proyectado	Precio Real Ajustado
16/03/2010	Market Outperform	\$ 5,31	\$ 5,42

TESIS DE INVERSIÓN

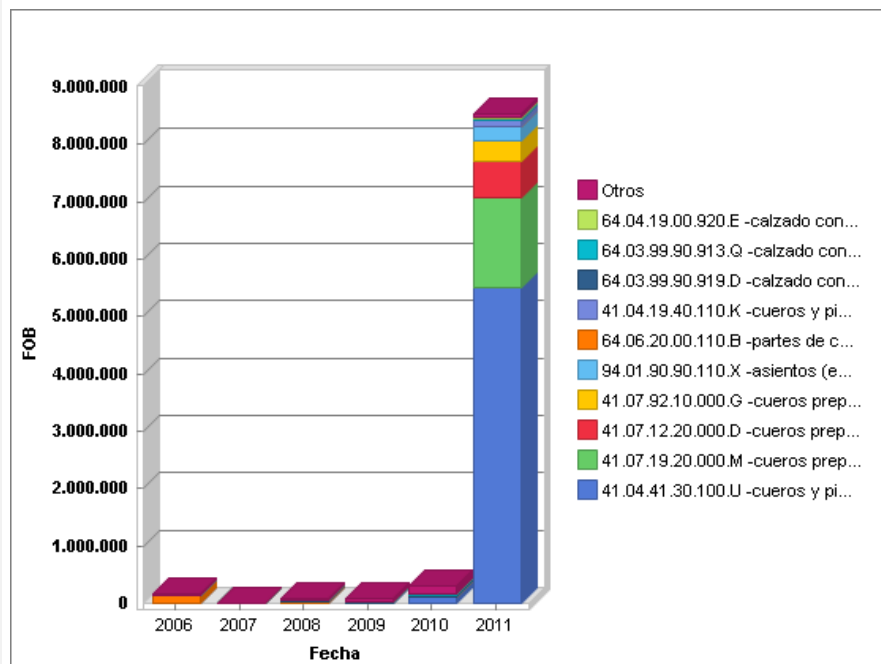
Traslado a los precios de los incrementos inflacionarios

Grimoldi a través de los años ha logrado trasladar el incremento de la inflación a los precios en su totalidad. Se espera que esta situación se mantenga en los próximos ejercicios.

Caída de los márgenes de rentabilidad a raíz de la incorporación de las exportaciones al negocio tradicional de la compañía.

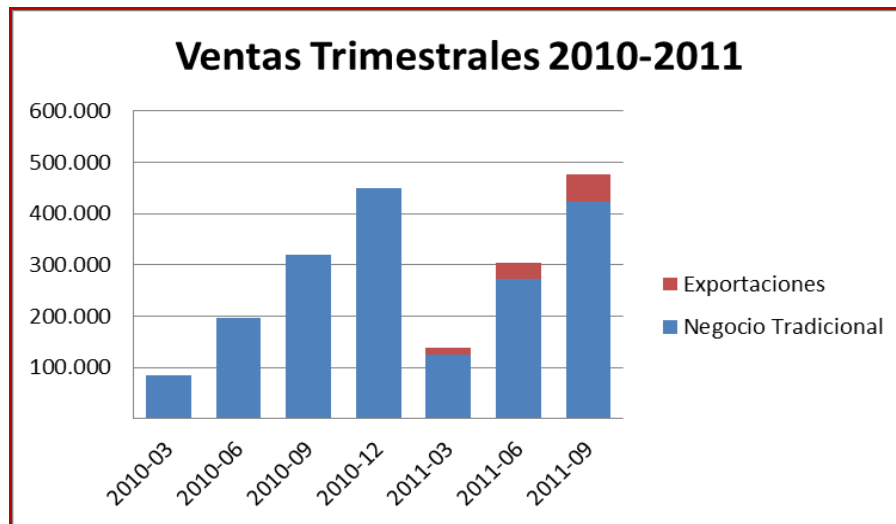
La exportación de productos de cuero curtido, bolsas comerciales, etc., se ha incrementado sustancialmente desde Enero de 2011. Esta nueva actividad se generó con fuerza a los efectos de poder cumplimentar el requerimiento gubernamental de exportar montos equivalentes a los que importamos, que a su vez son productos esenciales para el sostenimiento del nivel de sus marcas.

Evolución anual de las exportaciones (FOB por años - 10 mayores posiciones)



Fuente: EXINET (Servicio provisto por Nosis)

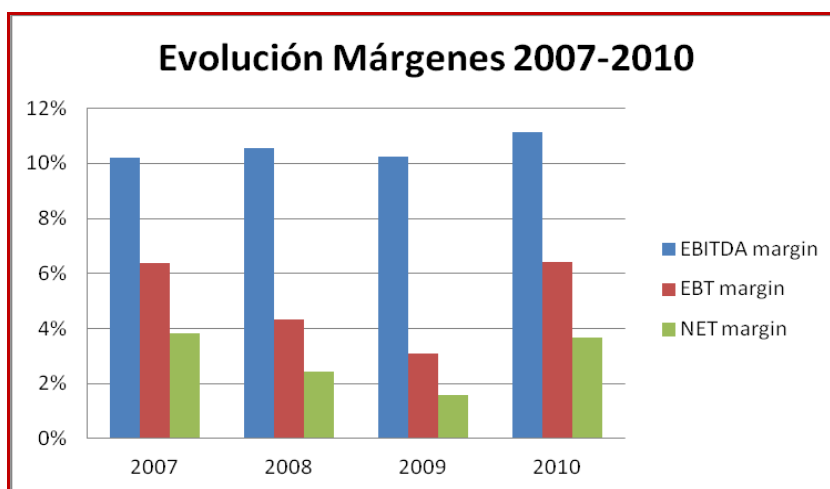
Comparación de los Ingresos por Ventas Trimestrales correspondientes a Marzo, Junio y Septiembre 2011 respecto del 2010:



Fuente: Elaboración propia

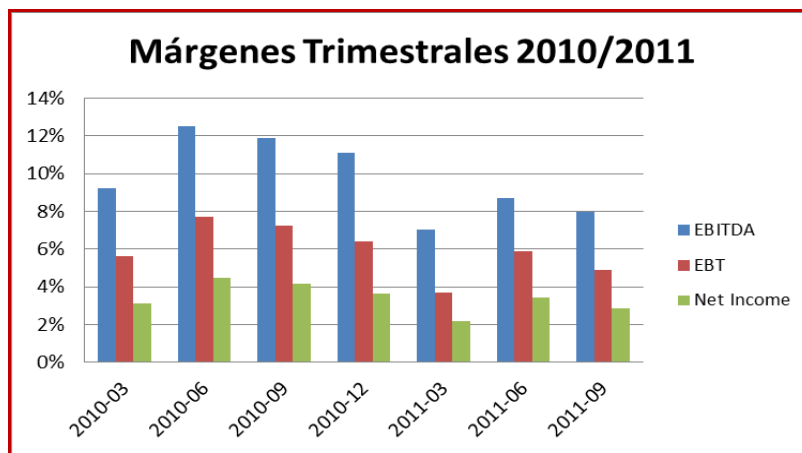
Es necesario destacar que esta nueva actividad tiene márgenes considerablemente inferiores a los del negocio tradicional y consecuentemente altera los índices de utilidad bruta, margen de contribución, etc., puesto que consolida su actividad junto a la del negocio tradicional.

Evolución histórica de los márgenes de rentabilidad.



Fuente: Elaboración propia

A continuación se presenta la evolución de los márgenes trimestrales a partir de Marzo 2010, observándose la baja mencionada anteriormente a partir de la incorporación de las exportaciones en 2011:



Fuente: Elaboración propia

Inversión en plantas industriales y apertura de nuevos locales.

Grimoldi prevé mantener su estrategia comercial basada en el crecimiento por medio de franquicias de marca Grimoldi y locales multimarca sólo en ubicaciones que pueda supervisar con el plantel actual y con franquiciados de trayectoria en el negocio.

A su vez, la compañía acaba de adquirir una planta en Pilar que le permitirá incrementar la capacidad y depósitos al doble del nivel actual, mejorar su eficiencia productiva e incorporar nuevas tecnologías mitigando el riesgo de cuellos de botella en la producción si el crecimiento en volumen continúa al ritmo actual.

El traslado del depósito de Distribución de mercadería al predio adquirido en Pilar, Provincia de Buenos Aires, está funcionando correctamente y Grimoldi espera trasladar antes de fin de año la Planta productora de fondos de poliuretano que actualmente opera en Castelar. Este nuevo conjunto industrial en Pilar estará fabricando a pleno a partir de marzo del año venidero.

La Planta Industrial de Arroyo Seco siguió incrementando su producción y su productividad a la vez que incorporaron algunas maquinarias de alta tecnología. Está en marcha una ampliación de 400 m².

Mejora en la generación de flujos de fondos libres.

Durante el año 2010 Grimoldi logro revertir cinco años de flujos de fondos libres negativos luego de una mejora en el desempeño operativo y una optimización en el capital de trabajo.

<p><i>Readecuación de su estructura de deuda con préstamos a largo plazo y bajas tasas de interés.</i></p>	<p>La compañía ha acordado con diferentes entidades financieras la toma de financiamiento logrando un mayor plazo promedio de su deuda financiera a menor costo y disminuyendo el riesgo de refinanciación. Esto contribuyó a mejorar los ratios crediticios y a mitigar el riesgo de refinanciación proveniente de la concentración de deuda en el corto plazo, reduciendo el gasto de intereses a futuro.</p>
<p>ANALISIS FODA</p> <p><i>Oportunidades</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Lanzamiento operativo del Polo Productivo de Calzado en La Matanza (2011), mediante el cual se otorgarán múltiples beneficios para las empresas participantes. • Existencia de programas nacionales y provinciales de apoyo a la producción. Se destaca el Plan 2020, desarrollado en conjunto con el Ministerio de Industria de la Nación cuyo objetivo es favorecer las inversiones en el país y la modernización de la industria, el financiamiento, el diseño, promover las exportaciones, y monitorear las importaciones. • La industria del calzado de la Argentina participa anualmente en algunas de las más importantes ferias de calzado en el mundo: la IFLS en Bogotá – Colombia, la GDS en Dusseldorf – Alemania, MICAM de Milán – Italia, WSA en las Vegas – EEUU, y en años anteriores se han organizado salones de exportación de zapatos en Chile y Perú. • En 2011 se realizaron misiones comerciales a Japón y china, con un gran trabajo de ingreso a estos mercados. • Grandes inversiones en activos fijos y maquinarias que le permitirán a la industria argentina del calzado posicionarse y consolidarse en el mercado externo.
<p><i>Amenazas</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> • Influencia de los ciclos económicos en el desempeño del sector. En los tiempos de contracción de la economía, las ventas del sector se ven afectadas en mayor proporción que la economía a nivel general. A su vez, la exposición a las variaciones de consumo y la estacionalidad de la generación de fondos se deriva en altas necesidades de capital de trabajo. • La principal amenaza para la industria del calzado argentino es la importación cada vez mayor de calzado y accesorios desde el

	<p>Lejano Oriente (en particular, China).</p> <ul style="list-style-type: none"> • Grimoldi compite con muchos pequeños comerciantes y productores que se manejan en un ambiente informal generando distorsiones de precios y costos que afectan la competencia leal. • Costos salariales crecientes, aumento en el costo de la materia prima y de las fuentes de energía.
<i>Fortalezas</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Relaciones de largo plazo que Grimoldi y las sociedades bajo su administración mantienen con las compañías internacionales cuyas marcas representan en forma exclusiva en Argentina. Cabe destacar que dichas marcas se encuentran posicionadas como líderes en la industria del calzado. • Sólida reputación basada en más de 100 años de experiencia en un sector caracterizado por una alta rotación de firmas. • Inversiones continuas orientadas a ampliar su capacidad de producción en el país, hacer más eficientes sus procesos de fabricación y disminuir sus costos de transporte y logística. • La mayor parte de la deuda es en pesos mitigando el riesgo de descalce de monedas. • Adecuada diversificación del abastecimiento de sus productos que le otorga flexibilidad operativa frente a los distintos escenarios macroeconómicos y regulatorios tales como las trabas a las importaciones.
<i>Debilidades</i>	<ul style="list-style-type: none"> • Alto riesgo de acumulación de stock como consecuencia de que el pedido de abastecimiento de sus productos se realiza varios meses por anticipado. • Fuerte dependencia de las marcas internacionales sobre el volumen total de ventas. • Estacionalidad de las ventas.
VALUACION DE LA EMPRESA	<p>Al realizar la valuación de la compañía utilizamos el Método Flujo de Fondos Descontados (DCF). Descontando los distintos tipos de cash flows: Discounted Free Cashflow, Discounted Capital Cashflow, Discounted Equity Cashflow y Adjusted Present Value (APV) arribamos al mismo precio de la acción para Diciembre 2012: AR\$ 5,61.</p>

La valuación se realizó sobre un horizonte implícito de 7 años (período 2012-1018) y un Valor Terminal que refleja un crecimiento constante a una tasa de crecimiento “g”=3%.

Por su parte, el Costo de Capital (WACC) utilizado al momento de descontar los flujos fue calculado partiendo principalmente de las siguientes variables con sus correspondientes valores asociados:

Datos asumidos en la valuación

Tasa libre de riesgo	3.31%
Prima de mercado	6.70%
Riesgo país	6.03%
Riesgo por tamaño	3.99%
Beta de la industria	1.31%

A continuación se presentan los resultados derivados de la Valuación de la compañía:

Resultado de la valuación (AR\$ 000)

Valor de la compañía	AR\$'000	171.257
Valor de la deuda	AR\$'000	109.000
Valor Activos no Operativos	AR\$'000	27.796
Valor del Equity	AR\$'000	90.054
Cantidad de acciones		22.153.757
Precio objetivo próximos 12 meses	AR\$	5,61

*Método: Múltiplos
Relativos*

Los Múltiplos Relativos se utilizan para estimar de forma rápida y sencilla el valor de una compañía, partiendo de los múltiplos de compañías comparables en el mercado. En el caso de Grimoldi, no fue posible encontrar información de compañías realmente comparables en Argentina o en mercados emergentes, que se asemejen a ella tanto en tamaño, volumen de ventas, liquidez, etc. A pesar de ello, presentamos a continuación los múltiplos promedio de dos empresas de la industria brasilera (Lojas Marisa y Lojas Renner) realizando las siguientes salvedades:

- Grimoldi es básicamente una empresa familiar.
- Las empresas seleccionadas del mercado brasilero son más líquidas que Grimoldi.
- Los múltiplos P/E (*Price / Earnings*) correspondientes a las empresas brasileras se ven altamente influenciados por los significantes resultados de los servicios financieros que ofrecen las mismas (los cuales llegan a representar en promedio el 13,5% de la ganancia neta), a diferencia de Grimoldi.

EMPRESA	PAÍS	Precio por Accion	EPS		EV/EBITDA		PE		P/BV	
			2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
Lojas Renner	Brasil	56,00	3,0x	3,5x	11,3x	9,6x	18,4x	15,8x	5,9x	5,4x
Marisa	Brasil	22,65	1,6x	2,0x	8,1x	6,6x	13,9x	11,2x	4,4x	3,7x
Mínimo			1,6x	2,0x	8,1x	6,6x	13,9x	11,2x	4,4x	3,7x
Promedio			2,3x	2,8x	9,7x	8,1x	16,1x	13,5x	5,2x	4,5x
Máximo			3,0x	3,5x	11,3x	9,6x	18,4x	15,8x	5,9x	5,4x
Grimoldi	Arg	3,85	0,9x	1,3x	3,0x	2,5x	4,4x	2,9x	0,9x	0,7x

Fuente: HSBC Global Research (Consumer Brands & Retail Brazilian Apparel)

Sensibilidad de la valuación

Hemos realizado el Análisis de Sensibilidad sobre el Valor del Equity y el Precio estimado de la acción para el 2012, considerando los siguientes parámetros:

- WACC = 33.11% (rango de variación +/- 10%)
- Tasa de crecimiento "g" = 3% (rango desde 1% hasta 6%)

		Variación WACC					
		124.305	0,9	0,95	1	1,05	1,1
Tasa "g"	1%	149.242	132.624	117.884	104.737	92.948	
	2%	153.590	136.283	120.984	107.379	95.214	
	3%	158.287	140.218	124.305	110.200	97.625	
	4%	163.376	144.461	127.871	113.219	100.196	
	5%	168.907	149.050	131.711	116.455	102.943	
	6%	174.943	154.030	135.857	119.935	105.884	
Valores del Equity (2012)							

		Variación WACC					
		5,61	0,9	0,95	1	1,05	1,1
Tasa "g"	1%	6,74	5,99	5,32	4,73	4,20	
	2%	6,93	6,15	5,46	4,85	4,30	
	3%	7,14	6,33	5,61	4,97	4,41	
	4%	7,37	6,52	5,77	5,11	4,52	
	5%	7,62	6,73	5,95	5,26	4,65	
	6%	7,90	6,95	6,13	5,41	4,78	
Precios de la Acción (2012)							

Del Análisis de Sensibilidad y las variaciones definidas tanto para el WACC como para la Tasa de Crecimiento "g" se desprende que el Valor del Equity puede ubicarse entre \$ 92.948 miles y \$ 174.943 miles y, en consecuencia, el precio de la acción en un rango que va desde \$ 4.20 hasta \$7.90.

ANÁLISIS DE LA INDUSTRIA

La industria del calzado ha ido creciendo poco a poco y ha aumentado este ritmo desde el 2001, de modo que en ese año produjo 36 millones de pares de zapatos y ya para el 2011 se proyecta que la producción llegue a 115 millones, de los cuales aproximadamente el 85% se vende en el mercado local.

Evolución de las principales variables del sector calzado (millones de pares)

CONCEPTO	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Producción	45.54	50.25	70.1	76.06	80.2	89.7	94.6	95	106
Importaciones	3.93	13.45	18.93	21.11	23.33	29.15	31.11	24.5	22.4
Exportaciones	0.83	1.28	1.56	1.88	1.77	2.01	1.87	1.67	1.69
Consumo Aparente	48.64	62.42	87.47	94.29	101.76	116.84	123.83	117.59	126.7

Fuente: Informe Sectorial Noviembre 2011 – Cámara de la Industria del Calzado

INDEC: Importaciones y Exportaciones, excepto de 2005 a 2008; Producción de 2004.

Nosis – Documentos a Consumo: Importaciones y Exportaciones de 2005 a 2010.

CIC: Demás estimaciones

Durante el año 2010 el consumo aparente estuvo alrededor de 126,7 millones de pares de zapatos, mostrando una recuperación del 161% respecto a 2002, con un consumo per cápita de más de 3 pares, un valor relativamente bajo en comparación con los países desarrollados (por ejemplo, los Estados Unidos tiene una proporción de 6,5 pares al año). Es dable mencionar que las mujeres son las mayores consumidoras de calzado.

En la actualidad la industria del calzado está compuesta por más de 1.000 empresas, PyMEs predominantemente, cuya nómina llega a más de 65.000 personas (trabajadores legales e ilegales) y emplean a más de 25.000 trabajadores indirectos.

Las principales características de esta industria son los siguientes:

- La heterogeneidad de los productos
- Consumo masivo
- La producción en masa
- Mano de obra calificada
- Mano de obra intensiva
- Demanda muy relacionada con el nivel de consumo
- Producción basada en el cuero como materia prima (60% de todos los zapatos)

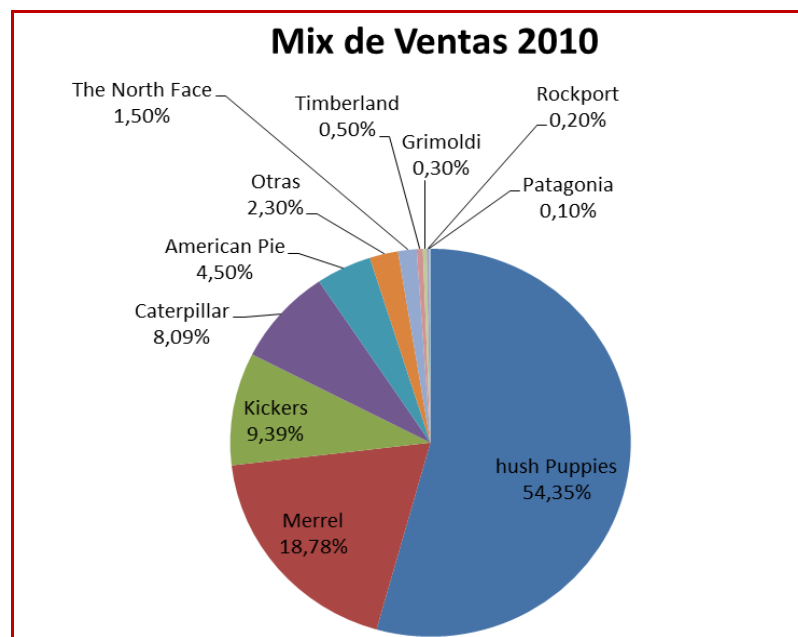
	<p>La industria del calzado se puede dividir en varios tipos de calzado. Sin embargo, para el presente estudio vamos a destacar las dos categorías que a continuación se detallan:</p> <ul style="list-style-type: none"> ➤ <u>Deportivo</u>: se define como todos los zapatos diseñados para diversas actividades deportivas, aunque también se puedan usar con ropa casual. Los zapatos deportivos no pueden ser considerados como de uso formal. ➤ <u>Casual</u>: Se puede dividir en zapatos de vestir, zapatos para niños y otros usos. <p>Nuestro análisis se focaliza en zapatos de vestir (hombre y mujer) y calzado infantil, ya que son las categorías en las cuales compite Grimoldi.</p> <p>Debido a que la industria del calzado se caracteriza por ser estacional, en la sección casual se destacan dos temporadas: invierno y verano (otoño y primavera, se han identificado como las estaciones de descuento). En cuanto al calzado de niños, es importante señalar la importancia de la temporada de regreso a la escuela.</p> <p>Más del 70% de las empresas tienen su sede en Buenos Aires y en Gran Buenos Aires, mientras que el restante 30% se encuentran en Santa Fe, Córdoba y otras provincias.</p> <p>En la actualidad, el 18% del consumo interno es abastecido por productos importados, siendo el 82% restante cubierto por la producción nacional.</p> <p>Los países responsables de la mayoría de las importaciones son Brasil, China y Vietnam, mientras que el principal destino de exportación es América Latina: Uruguay, Paraguay, Chile, Brasil y Bolivia.</p>
<p><i>Rol del Gobierno</i></p>	<p>La industria del calzado sufre una fuerte presión fiscal del gobierno. Esto, a su vez, ha creado un mercado gris compuesto de trabajadores ilegales que no pagan impuestos. Estos trabajadores prestan mano de obra barata a las empresas manufactureras pequeñas, que suelen vender su calzado a precios inferiores respecto a los costos promedio. Esto permite que los pequeños fabricantes puedan competir con sus contrapartes más grandes.</p> <p>En un intento de defender la producción local, el gobierno controla la importación de calzado. En medio de este escenario, las estrategias aplicadas por muchas empresas es alcanzar un equilibrio entre la</p>

	<p>producción local y productos importados, lo cual les permitirá negociar con el gobierno local los términos para la importación.</p> <p>Considerando los últimos dos años, se observa que gran parte de las empresas que en los años '90 importaban calzado, han reorganizado su proceso productivo, fabricando e invirtiendo en la producción local, a la vez que promoviendo las ventas a otros países. Adicionalmente, se han registrado acuerdos comerciales entre fabricantes nacionales y empresas extranjeras, que producen y comercializan marcas de primer nivel, para producir localmente determinadas líneas de productos.</p> <p>Por su parte, el Sistema de Licencias No Automáticas (LNA) permite el control del flujo de las importaciones de todos los países y al mismo tiempo hacer frente a cualquier desviación del comercio.</p> <p>En cuanto a las medidas antidumping, el gobierno aplica las medidas correspondientes para la importación de calzados originarios de la República Popular China, cuya finalidad es generar mayor certidumbre frente a las importaciones de ese país, y permitir generar otros incrementos de inversión y ganancias de productividad que redundará en mayores exportaciones e incrementos de empleo.</p> <p>A su vez, el gobierno de la Argentina se fija metas dirigidas a mantener y mejorar el crecimiento de la industria, eliminar la competencia desleal, promover las exportaciones y mejorar la productividad. Tal como mencionamos anteriormente, en el marco del Plan Estratégico Industrial 2020 se propone como meta llegar al 2020 con una producción de 200 millones de pares anuales. Para ello se trazó la estrategia para alcanzarla y medidas concretas por parte del Estado. Dicho acuerdo incluye capacitación de mano de obra de manera conjunta entre sindicatos, empresarios y los Ministerios de Trabajo e Industria; la creación de escuelas de diseño y otras medidas.</p>
<p><i>Suministros</i></p>	<p>Se estima que aproximadamente el 60% de los pares de calzado producidos en Argentina son principalmente de cuero y el resto de otros materiales como textiles, caucho sintético y plástico. Debido a una reducción en las importaciones de ganado, hay una fuerte oferta a nivel local de cuero. Esto se ha derivado en una reducción de poder de negociación en nombre de los proveedores, que se traduce en precios más baratos para el cuero. También es importante tener en cuenta que la piel de cordero se puede utilizar como una alternativa a la de cuero de ganado, y que la situación de los precios es similar en ambos casos.</p> <p>Por otro lado Grimoldi firmó un acuerdo con Greenpeace, en el que se comprometió hacer cumplir a sus proveedores la producción sin</p>

	contaminación del Riachuelo, contribuyendo así al cuidado del medio ambiente.																		
<i>Productos sustitutos</i>	Teniendo en cuenta la importancia de los zapatos en la cultura actual, no creemos que exista un producto sustituto para el calzado. Sin embargo, existe una gran variedad de tipos de zapatos, los cuales actúan como sustitutos de otros. Por esta razón, las empresas deben analizar qué tipo de zapatos desean fabricar y desarrollar una estrategia adecuada, con el fin de lograr sus objetivos de participación en el mercado.																		
<i>Potenciales compradores</i>	La industria del calzado argentino está directamente vinculada con el consumo en general, dependiendo considerablemente del nivel de confianza de los consumidores en la evolución de la economía. Asimismo, los compradores tienen el poder de decidir entre diferentes estilos y marcas que ofrece.																		
<i>Competidores</i>	<p>La industria del calzado de la Argentina tenía bajas barreras de entrada en el pasado, facilitando el ingreso de calzado de Asia y América Latina (principalmente Brasil). Con la incorporación por parte del gobierno de las barreras arancelarias y de importación, se vislumbra un aumento de nuevas fábricas en Argentina, generándose en consecuencia un mercado local más competitivo.</p> <p>Con respecto a Grimoldi, en realidad no hay competencia directa en la Argentina, que actúe sobre todas las líneas de producto de la compañía. La competencia está más bien situada a nivel de cada marca, es decir, cada una de las marcas que representa Grimoldi tiene sus propios competidores.</p> <p>El siguiente cuadro detalla los diferentes competidores para cada marca:</p> <table border="1"> <thead> <tr> <th>MARCA</th> <th>COMPETIDORES</th> <th>COMPETENCIA</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>THE NORTH FACE</td> <td>Salomon, Adidas, Nike, Asics</td> <td>Highly Concentrated</td> </tr> <tr> <td>MERRELL</td> <td>Gaelle, Oxigeno, Converse</td> <td>Middle concentration</td> </tr> <tr> <td>HUSH PUPPIES</td> <td>Geox</td> <td>Middle concentration</td> </tr> <tr> <td>KICKERS</td> <td>Camper, Buggy shoes</td> <td>Middle Concentration</td> </tr> <tr> <td>PATAGONIA TIMBERLAND</td> <td>Columbia Sportwear Company</td> <td>Highly Concentrated</td> </tr> </tbody> </table> <p>Concentración muy alta: tres empresas con 85% del total de M/S, altamente concentrado: de 6 a 7 empresas tienen entre el 70% y el 80% del total de M/S, la concentración promedio: 3 a 6 empresas tienen entre 40% y el 50 % del total de M/S.</p>	MARCA	COMPETIDORES	COMPETENCIA	THE NORTH FACE	Salomon, Adidas, Nike, Asics	Highly Concentrated	MERRELL	Gaelle, Oxigeno, Converse	Middle concentration	HUSH PUPPIES	Geox	Middle concentration	KICKERS	Camper, Buggy shoes	Middle Concentration	PATAGONIA TIMBERLAND	Columbia Sportwear Company	Highly Concentrated
MARCA	COMPETIDORES	COMPETENCIA																	
THE NORTH FACE	Salomon, Adidas, Nike, Asics	Highly Concentrated																	
MERRELL	Gaelle, Oxigeno, Converse	Middle concentration																	
HUSH PUPPIES	Geox	Middle concentration																	
KICKERS	Camper, Buggy shoes	Middle Concentration																	
PATAGONIA TIMBERLAND	Columbia Sportwear Company	Highly Concentrated																	

	<p>Por su parte, las actividades del sector informal constituyen una seria competencia y una amenaza directa para la empresa. El aumento de los controles en los centros comerciales permite limitar este riesgo.</p>
<p>DESCRIPCION DE LA COMPAÑÍA</p>	<p>Grimoldi S.A es una empresa familiar con más de 116 años de historia en Argentina. Los principales segmentos de negocios de la compañía consisten en la fabricación y venta de calzado, marroquinería, ropa y accesorios, bajo una serie de conocidas marcas nacionales e internacionales, tales como: Kickers, Hush Puppies, Merrell, Timberland, American Pie, Patagonia entre otras.</p> <p>Hechos recientes</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ A fines de junio de 2011, se aprobó la compra del 16.67% del capital de Outdoors S.A., quedándose Grimoldi S.A., de esta forma, con el 100 % del capital social de dicha empresa. ✓ En Julio de 2011 se aprobó la compra del 100% del paquete accionario de Runcey S.A., sociedad uruguaya, con el objeto de expandir el ámbito de comercialización al mercado externo. ✓ A mediados de noviembre 2011, Grimoldi informó la compra del 33% del capital social de la sociedad de origen paraguayo: Rio Claro S.A. la cual se dedica a la industrialización, importación, exportación y comercialización de calzado, indumentaria y accesorios. Como dicha sociedad se encuentra recientemente constituida, no ha presentado balances.
<p><i>Productos</i></p>	<p>Las principales actividades empresariales en la compañía se concentran en el segmento casual informal y están dirigidos a varios objetivos: hombres, mujeres y niños.</p> <p>Grimoldi posee en la actualidad cinco marcas propias propias: Mariquita, Grimoldi, Fancy La moda, L'Époque y American Pie. Estas marcas representan sólo el 4.8% de las ventas durante el año fiscal 2010. Es importante señalar que sólo dos de ellas están actualmente en funcionamiento: American Pie y Grimoldi.</p>

Grimoldi tiene la representación exclusiva para la producción y la distribución de siete marcas internacionales que representan el 95,2% de las ventas durante el año fiscal 2010. La cartera de la empresa incluye las marcas Hush Puppies, Merrell, Caterpillar, Rockport, Kickers, North Face y Patagonia.



Fuente: Fitch Ratings

Estrategia

Grimoldi es una empresa integrada verticalmente: posee sus propias curtiembres, plantas de producción, distribución y comercialización. Lo que permite a la empresa manejar sus costos y general economías de escala.

Además, la empresa se apoya en una estrategia de marca, es decir, adquiere las marcas fuertes y atractivas, que tienen una gran capacidad para desarrollar la lealtad del cliente ya que presentan excelente calidad. El reconocimiento de la marca y sus asociados les da una ventaja competitiva sobre otros empresarios en la industria.

Por otra parte, Grimoldi tiene una política de distribución expansionista en estos últimos años: la compañía ha desarrollado un sistema de franquicias y además abre nuevos locales cada año.

A continuación se presenta la evolución de los locales propios de Grimoldi:

Año	2008	2009	2010	2011
Apertura de locales	6	2	5	6
Total Locales propios	68	70	75	81

Es dable mencionar que en el 2011, además de los seis locales propios, se abrieron cuatro franquicias.

Comercialización:

Grimoldi utiliza dos canales diferentes de distribución para vender sus productos: el canal minorista y el mayorista.

Canal Minorista: Este canal incluye las ventas generadas por las tiendas propiedad de la empresa, de los outlets y las franquicias, que representaron el 63% de las ventas en los últimos años. La mayoría de las tiendas de propiedad de la empresa se encuentra en Buenos Aires y el Gran Buenos Aires. Sin embargo, las filiales de Grimoldi y franquicias se pueden encontrar en toda la Argentina.

Es importante destacar que Grimoldi gestiona las tiendas de propiedad de la empresa y la venta de los outlets, mientras que las franquicias son administradas individualmente. Las franquicias retienen la mayoría de los beneficios y cuentan con la ventaja de ser tratados como sociedades controladas por orden de proceso. Esto se refiere al proceso de pago, que es de 70% en crédito y 30% en efectivo.

Canal Mayorista: Este canal incluye las ventas generadas por las marcas deportivas y varias marcas casuales, que representaron el 37% de las ventas durante los últimos años. A pesar de que Grimoldi recomienda a estas cadenas a un precio sugerido al por menor, ellos son capaces de tener promociones a fin de año.

Abastecimiento

En el año 2008, Grimoldi completó la construcción de su nueva planta de fabricación en Arroyo Seco, situada en la provincia de Santa Fe, esta fábrica produce actualmente más de 1 millón de pares de zapatos al año y produce más del 25% de la demanda total.

En la actualidad, la planta no está a plena capacidad. Esto proporciona a Grimoldi la flexibilidad necesaria para aumentar la producción y así disminuir los costos de importación. Esto describe una importante ventaja competitiva que Grimoldi tiene sobre sus competidores.

	<p>En 2011, la compañía adquirió una nueva fábrica en la región de Pilar que le permitirá aumentar su capacidad de producción en un 30% y duplicar su área de logística. Esto le permite a Grimoldi tener una empresa fuerte y muy competitiva.</p>																		
<p>DESCRIPCION DEL DIRECTORIO</p>	<p>Grimoldi cuenta con un equipo directivo con una amplia experiencia, dedicación y trayectoria de gestión eficaz. Al ser una empresa familiar los ejecutivos han estado involucrados en la industria del calzado por años, lo que significa que conocen lo que requiere la empresa para tener éxito en la industria.</p> <p>Nómina del Directorio:</p> <table border="1" data-bbox="485 792 1359 1095"> <thead> <tr> <th data-bbox="485 792 1082 824">NOMBRE</th> <th data-bbox="1082 792 1359 824">CARGO</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td data-bbox="485 824 1082 855">GRIMOLDI, Alberto Luis</td> <td data-bbox="1082 824 1359 855">Presidente</td> </tr> <tr> <td data-bbox="485 855 1082 887">ESTRADA, Alejandro Manuel</td> <td data-bbox="1082 855 1359 887">Vicepresidente</td> </tr> <tr> <td data-bbox="485 887 1082 918">GRIMOLDI, Jorge Alberto</td> <td data-bbox="1082 887 1359 918">Director Titular</td> </tr> <tr> <td data-bbox="485 918 1082 949">LUCAS, Nicolas Juan</td> <td data-bbox="1082 918 1359 949">Director Titular</td> </tr> <tr> <td data-bbox="485 949 1082 981">AHUMADA, Matías Benito</td> <td data-bbox="1082 949 1359 981">Director Titular</td> </tr> <tr> <td data-bbox="485 981 1082 1012">BADINI, César</td> <td data-bbox="1082 981 1359 1012">Director Titular</td> </tr> <tr> <td data-bbox="485 1012 1082 1043">GRIMOLDI, Alberto Ignacio</td> <td data-bbox="1082 1012 1359 1043">Director Titular</td> </tr> <tr> <td data-bbox="485 1043 1082 1075">MUTHER, Alejandro</td> <td data-bbox="1082 1043 1359 1075">Director Titular</td> </tr> </tbody> </table> <p><i>Grimoldi, Alberto Luis:</i> ejerce su cargo desde 1966, es Licenciado en Economía graduado en la Universidad Católica Argentina. Fue miembro del consejo superior y profesor de esta universidad. Fue fundador de Infupa. A su vez se desempeñó como vicepresidente del Banco Privado S.A., Presidente de Rio Rojo S.A. y Las Nueras S.A., Director Titular de Estancias Las Catonas S.A., Cabo Verde S.A., Mozzate S.A., Grimolbio S.A., Usa Diseños S.A. y Comfort S.A..</p> <p><i>Estrada, Alejandro Manuel:</i> ejerce su cargo desde 1991, es Licenciado en Economía graduado en la Universidad Católica Argentina. Fue fundador de Infupa y del Banco Privado de Inversiones. Se desempeñó como Presidente del Banco Privado de Inversiones S.A. y de Estrada Agropecuaria S.A. y como Director Titular de Cable Visión S.A.</p> <p><i>Grimoldi, Jorge Alberto:</i> ejerce su cargo desde 1970, es Abogado graduado en la Universidad Católica Argentina. Es Magister en derecho empresario de la Universidad Austral. Se desempeñó como Presidente de Estancia Las Catonas S.A., El Mataco Chico S.A., Cabo Verde S.A., Baltimore S.A. y Mozzate S.A., Director Titular de Grimolbio S.A., Rio Rojo S.A., Director Suplente de Lago Tajo S.A. y Síndico Titular de Comfort S.A.</p>	NOMBRE	CARGO	GRIMOLDI, Alberto Luis	Presidente	ESTRADA, Alejandro Manuel	Vicepresidente	GRIMOLDI, Jorge Alberto	Director Titular	LUCAS, Nicolas Juan	Director Titular	AHUMADA, Matías Benito	Director Titular	BADINI, César	Director Titular	GRIMOLDI, Alberto Ignacio	Director Titular	MUTHER, Alejandro	Director Titular
NOMBRE	CARGO																		
GRIMOLDI, Alberto Luis	Presidente																		
ESTRADA, Alejandro Manuel	Vicepresidente																		
GRIMOLDI, Jorge Alberto	Director Titular																		
LUCAS, Nicolas Juan	Director Titular																		
AHUMADA, Matías Benito	Director Titular																		
BADINI, César	Director Titular																		
GRIMOLDI, Alberto Ignacio	Director Titular																		
MUTHER, Alejandro	Director Titular																		

Lucas, Nicolás Juan: ejerce su cargo desde 1998, es Ingeniero en Producción Agropecuaria graduado en la Universidad Católica Argentina. También realizó un posgrado MSC en Business Management en la Agriculture and Food Industries (Royal Agricultural College – Inglaterra). Se desempeñó como Director Titular de Mozzate S.A.

Ahumada, Matías Benito: ejerce su cargo desde 1998, es Licenciado en Administración de Empresas e Ingeniero Comercial graduado en la Universidad Adolfo Ibañez de Chile. Se desempeñó como Presidente de Alianzas Estratégicas S.A. y de Nuestra Gloria S.A., Vicepresidente de Ahumada & Ferrando Asociados S.A., Director titular de Best Idea Group S.A.

Badini, César: ejerce su cargo desde 2004, es Publicitario. Durante muchos años estuvo al frente de la agencia de publicidad Casares Grey y Asociados.

Alberto Ignacio Grimoldi (h): ejerce su cargo desde 1995, es Ingeniero Industrial graduado en la Universidad Católica Argentina. También realizó un Master en Administración y Negocios en la Universidad de Harvard. Trabajó en Techint durante dos años y en el Banco Privado durante un año antes de ingresar a Grimoldi SA. Es responsable del análisis y desarrollo de nuevas líneas de negocio. Se desempeñó como Presidente de Lago Tajo S.A., Director Titular de Usa Diseños S.A., Outdoors S.A, Rio Rojo S.A. y Yamp S.A., Director-Liquidador de Talora S.A, y Comfort S.A.

Muther, Alejandro: ejerce su cargo desde 2007, es Empresario de la Industria Informática, Presidente de Ingemática S.A. y de AMFM S.A., Director Titular de Lago Tajo S.A. Agriculture and Food Industries (Royal Agricultural College – Inglaterra). Se desempeñó como Director Titular de Mozzate S.A.

Ahumada, Matías Benito: ejerce su cargo desde 1998, es Licenciado en Administración de Empresas e Ingeniero Comercial graduado en la Universidad Adolfo Ibañez de Chile. Se desempeñó como Presidente de Alianzas Estratégicas S.A. y de Nuestra Gloria S.A., Vicepresidente de Ahumada & Ferrando Asociados S.A., Director titular de Best Idea Group S.A.

Badini, César: ejerce su cargo desde 2004, es Publicitario. Durante muchos años estuvo al frente de la agencia de publicidad Casares Grey y Asociados.

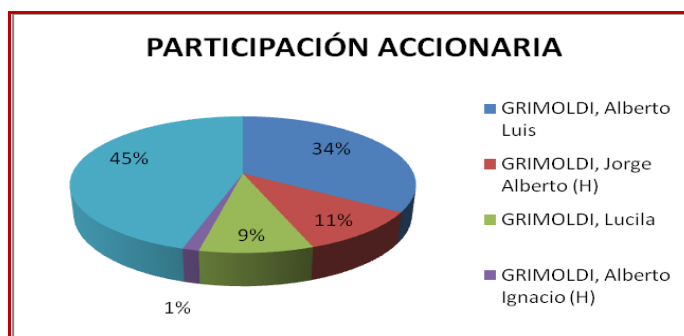
ANÁLISIS DE ACCIONISTAS

Alberto Ignacio Grimoldi (h): ejerce su cargo desde 1995, es Ingeniero Industrial graduado en la Universidad Católica Argentina. También realizó un Master en Administración y Negocios en la Universidad de Harvard. Trabajó en Techint durante dos años y en el Banco Privado durante un año antes de ingresar a Grimoldi SA. Es responsable del análisis y desarrollo de nuevas líneas de negocio. Se desempeñó como Presidente de Lago Tajo S.A., Director Titular de Usa Diseños S.A, Outdoors S.A, Rio Rojo S.A. y Yamp S.A., Director-Liquidador de Talora S.A, y Comfort S.A.

Muther, Alejandro: ejerce su cargo desde 2007, es Empresario de la Industria Informática, Presidente de Ingemática S.A. y de AMFM S.A., Director Titular de Lago Tajo S.A.

En cuanto a la composición accionaria de Grimoldi, el 54,81% de las acciones permanecen en manos de la Familia Grimoldi, siendo un 3,20% acciones clase “A”, con 5 votos por acción y 51,61% clase “B”, con 1 voto por acción. Esto juega un papel determinante en todas las cuestiones relacionadas con la gestión de Grimoldi.

ACCIONISTAS	% DE PARTICIPACION
GRIMOLDI, Alberto Luis	33,97%
GRIMOLDI, Jorge Alberto (H)	10,37%
GRIMOLDI, Lucila	9,14%
GRIMOLDI, Alberto Ignacio (H)	1,33%



Fuente: Comisión Nacional de Valores

RIESGOS DE INVERSION

Situación Política y Económica: Grimoldi posee todos sus activos y opera casi con exclusividad en la Argentina. Por ello, la situación política, económica y social en la Argentina, así como las medidas que implementan el Gobierno (importaciones) impactan directamente en la situación patrimonial de la compañía y en el resultado de sus operaciones. Existe en la actualidad cierto grado de incertidumbre sobre la evolución

futura de variables macroeconómicas del país como el crecimiento del Producto Interno Bruto, la inversión, la inflación de precios mayoristas y minoristas, el tipo de cambio entre el peso y monedas extranjeras, entre otras. La evolución desfavorable de éstas y otras variables macroeconómicas podrían tener un efecto adverso sobre la economía argentina, afectando negativamente la capacidad de pago y las perspectivas de crecimiento.

Las economías cíclicas: el consumo de calzado es altamente dependiente de los ciclos de la economía y las variaciones del consumo. La industria del calzado es más elástica a los cambios en la economía real que otras industrias en general. Para confirmar este argumento, se busco determinar la correlación existente entre el Consumo y el Producto Bruto interno del país, dando como resultado una correlación significativamente positiva entre los rubros mencionados.

Acontecimientos económicos en mercados internacionales: El mercado financiero local, las exportaciones, los ingresos fiscales y otros factores que inciden sobre la economía argentina se encuentran sujetos, en distinta medida, a la influencia de las condiciones económicas y de mercado vigentes en otros mercados.

El aumento en el costo de la materia prima: El costo de las materias primas utilizadas para fabricar los productos de Grimoldi influye en forma directa ya sea en los precios de venta o en los márgenes operativos.

Requerimientos de Capital de Trabajo: Grimoldi tiene importantes necesidades de capital circulante. Uno de los principales riesgos que hemos identificado es la acumulación del capital. La empresa ha expresado la necesidad de abordar esta cuestión en el futuro inmediato.

Caída en los márgenes: La incorporación de exportaciones a raíz de la imposición por parte del Gobierno de Argentina tiene márgenes considerablemente inferiores a los del negocio tradicional y consecuentemente altera los índices de utilidad bruta, margen de contribución, etc., puesto que consolida su actividad junto a la del negocio tradicional.

<p>RENDIMIENTO HISTORICO Y PROYECCIONES FINANCIERAS</p>	<p>Los principales drivers que utilizamos al momento estimar los ingresos fueron:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ La variación del PBI ✓ El Índice de Precios al consumidor ✓ El consumo aparente de Calzado ✓ La variación de la Producción de la Industria ✓ La evolución de la apertura de Locales.
<p><i>Supuestos Operativos</i></p>	<p>Proyecciones de ventas: Con la finalidad de proyectar las ventas de la manera más certera posible, planteamos los siguientes supuestos:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ El precio promedio de zapatos fue ajustado con la variación anual de la inflación. ✓ El crecimiento esperado del volumen de ventas se calculó a partir de las siguientes suposiciones: <ul style="list-style-type: none"> - El aumento previsto del consumo de calzado, que a su vez sigue la variación del PIB de acuerdo con su tendencia histórica y variación de la producción industrial. - El crecimiento de los locales propios y la optimización de las ventas por metro cuadrado, considerando que es un proceso que Grimoldi va a mantener en los próximos años. <p>Supuestos de costos:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Los Costos de Materia Prima se ajustan al nivel de ventas (Aprox. 53% sobre ventas). ✓ Los Costos de Producción se calculan principalmente en base al nivel de ventas. (Aprox. 7,5% sobre ventas). ✓ En cuanto a los Sueldos y Cargas Sociales, se tuvo en cuenta la política de incremento acordada por el organismo competente. ✓ Los Gastos de Administración se ajustan en base a la variación de la inflación. (Aprox. 3% sobre ventas) ✓ Los Gastos de Comercialización se estiman en base a las ventas. (Aprox. 33% sobre ventas)
<p><i>Supuestos de Inversión</i></p>	<p>En cuanto a los Gastos de Capital y a los Activos Fijos establecimos las siguientes suposiciones:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Tasas de depreciación: para las Inmuebles (1,5%), Maquinarias (2,7%), Implementos (7%), Instalaciones (7,5%), Muebles y Útiles (3,1%), Rodados (3,9%) y Diseño de Sistemas (11,9%). ✓ Los Gastos de capital (CAPEX) serán equivalentes o mayores a la depreciación correspondiente a cada rubro, pero en ningún caso podrá superar el valor residual del mismo.

<p><i>Capital de trabajo</i></p>	<p>Para el cálculo del Capital de Trabajo, los supuestos son:</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ El Capital de trabajo expresado como un porcentaje de las ventas se mantiene constante en un 17% a partir del ejercicio fiscal 2012. ✓ Los Días de Capital de Trabajo mejoran a partir del ejercicio 2011 en relación a los precedentes, manteniéndose entre 60 y 62 días producto de la inversión prevista en capital de trabajo.
<p><i>Supuestos financieros</i></p>	<p>Principales compromisos asumidos en la emisión de la ON (Covenants):</p> <ul style="list-style-type: none"> ✓ Deuda Total/EBITDA inferior a 2.75x en 2009, 2.5x en 2010 y 1.9x en 2011. ✓ EBITDA/Intereses superior a 1.3x en 2009, 1.6x en 2010 y 2x en 2011. ✓ Inversiones y/o aportes a subsidiarias que no superen: \$ 6 MM en 2009, \$ 5 MM ajustados por inflación en 2010 y \$ 6 MM ajustados por inflación en 2011. ✓ La compañía no podrá distribuir dividendos a excepción de las sumas equivalentes a los impuestos aplicables a la tenencia accionaria.
<p>FUENTES DE INFORMACIÓN</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Yahoo Finance: http://ar.finance.yahoo.com/ • Bolsa de Comercio de Buenos Aires: http://www.bcba.sba.com.ar/home/index.php • Comisión Nacional de Valores: http://www.cnv.gob.ar/ • INDEC (Instituto de Estadísticas y Censos): http://www.indec.gov.ar/ • GRIMOLDI: http://www.grimoldi.com/home/ • DAMODARAN: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/ • Cámara de la Industria del Calzado: http://www.calzadoargentino.org.ar/ • NOSIS – EXINET • <u>Visita a la Empresa</u>: Entrevistas con el Gerente de Grimoldi y el Gerente de Planeamiento

PROJECTED BALANCE SHEET IN ARS '000

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
ASSETS							
Total Asset	154.923	176.719	244.117	385.185	460.307	532.631	622.968
Current Assets	114.538	136.961	200.243	324.353	397.123	469.447	559.784
Cash and equivalents ST	13.578	13.786	32.913	65.076	62.860	64.175	74.917
Commercial receivable	34.680	47.170	67.593	107.700	140.710	170.602	204.108
Stocks	66.279	76.005	99.737	151.576	193.552	234.670	280.759
Other Assets							
Non Current Assets	40.386	39.758	43.875	60.832	63.184	63.184	63.184
Other receivable	3.101	4.315	5.246	5.246	5.246	5.246	5.246
Fixed Asset	37.285	35.443	38.629	55.587	57.939	57.939	57.939
LIABILITIES							
Total Liabilities	100.849	118.027	167.295	288.821	334.271	357.411	377.921
Current Liabilities	92.011	90.033	146.485	288.104	333.553	356.694	377.203
Accounts Payable	37.351	40.375	59.621	111.990	136.822	163.393	194.689
Financial debt and Corporate I	31.294	23.782	38.405	109.000	109.048	86.990	55.324
Social and Fiscal liabilities	21.144	22.345	36.165	56.925	74.372	90.171	107.880
Other liabilities	2.222	3.531	12.294	10.189	13.312	16.140	19.310
Non Current Liabilities	8.838	27.994	20.811	717	717	717	717
Financial debt and Corporate I	5.805	22.734	20.094				
Social and Fiscal liabilities	3.034	5.260	717	717	717	717	717
EQUITY							
EQUITY	54.074	58.692	76.822	96.363	126.036	175.221	245.047
Social Capital	22.154	22.154	22.154	22.154	22.154	22.154	22.154
Capital adjustment	154	406	2.067	2.067	2.067	2.067	2.067
Legal Reserve	2.688	3.011	3.229	3.229	3.229	3.229	3.229
Retained earnings	12.771	18.718	23.004	39.473	59.015	88.687	137.872
Income /loss	6.409	4.504	16.469	19.541	29.673	49.184	69.827
Liabilites + Equity	154.923	176.719	244.117	385.185	460.307	532.631	622.968

PROJECTED INCOME STATEMENT IN ARS'000

Period	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
Sales income	263.323	285.586	449.471	716.464	936.057	1.134.911	1.357.803
COGS	-138.917	-148.732	-223.830	-386.891	-494.032	-598.984	-716.621
Raw Material	113.926	124.473	191.563	334.121	424.273	515.216	616.460
Gross Income	124.405.537	136.854	225.641	329.574	442.025	535.928	641.181
Gross Income Margin	47%	48%	50%	46%	47%	47%	47%
Operating Expenses	-96.567	-107.565	-175.645	-272.092	-354.312	-427.817	-510.437
Administration Expenses	-12.047	-14.425	-25.207	-35.359	-45.021	-52.821	-61.794
Commercialization Expenses	-84.521	-93.140	-150.438	-236.733	-309.291	-374.996	-448.643
EBITDA	27.838	29.289	49.996	57.482	87.713	108.111	130.744
EBITDA margin	11%	10%	11%	8%	9%	10%	10%
Fixed assets amortization	-5.318	-6.005	-7.169	-8.877	-7.516	-7.103	-3.420
EBIT	22.520	23.284	42.827	48.604	80.197	101.008	127.324
EBIT margin	9%	8%	10%	7%	9%	9%	9%
Financial effects	-12.036	-14.093	-13.964	-18.541	-34.546	-25.340	-19.898
EBT	11.418	8.766	28.778	30.064	45.650	75.668	107.426
EBT margin	4%	3%	6%	4%	5%	7%	8%
Income Tax	-4.978	-4.237	-12.177	-10.522	-15.978	-26.484	-37.599
Minoritary Interest	-31	-24	-133				
Net Income / Lose	6.409	4.504	16.469	19.541	29.673	49.184	69.827
NET margin	2%	2%	4%	3%	3%	4%	5%

PROJECTED CASH FLOW IN AR\$ '000

Concept	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	80.197	101.008	127.324	154.802	187.891	227.888	276.236
(+) Amortization/ depreciation	7.516	7.103	3.420	3.380	3.442	3.504	3.566
(+/-) D Working Capital	-39.908	-35.925	-38.753	-45.784	-55.024	-66.115	-79.478
(-) CAPEX	-9.868	-7.103	-3.420	-3.380	-3.442	-3.504	-3.566
(-) Tax on EBIT	-28.069	-35.353	-44.563	-54.181	-65.762	-79.761	-96.683
(+/-) Other income / expenses							
Free Cash Flow	9.868	29.731	44.008	54.838	67.105	82.012	100.076
(+) Tax shield	12.091	8.869	6.964	4.406	3.642	3.976	4.236
Capital Cash Flow	21.959	38.600	50.972	59.244	70.747	85.987	104.312
(+/-) D Financial Debt	48	-22.058	-31.666	-9.353	4.217	3.291	1.604
(-) Interests	-34.546	-25.340	-19.898	-12.588	-10.405	-11.359	-12.104
Equity Cash Flow	-12.539	-8.798	-592	37.303	64.559	77.920	93.812
Initial Cash	27.796	15.257	6.459	5.866	43.169	107.728	185.648
Accumulated Cash	15.257	6.459	5.866	43.169	107.728	185.648	279.460

GRIMOLDI S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 as of XXXXXX - (FCF)

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
FCF (Nominal)		9.868	29.731	44.008	54.838	67.105	100.076
FF (discounted)	114.268	7.413	17.505	20.086	19.162	17.890	15.531
g =	3%						
TV							367.227
Discounted TV	56.989						56.989
FCF + TV	171.257						
Enterprise Value	171.257						
(+) Non operating assets	27.796						
(-) Financial debt	-109.000						
Equity Value	90.054						
VL	171.257	218.096	248.543	276.620	306.474	334.588	367.227
D/(D+E)	63,65%	50%	35%	20%	15%	15%	15%
Debt (mq)	109.000	109.048	86.990	55.324	45.971	50.188	55.084
(+) Non operating assets	27.796	15.257	6.459	5.866	43.169	107.728	279.460
Equity Value	90.054	124.305	168.011	227.162	303.672	488.699	591.603
Cantidad de Acciones	22.153.757						
Valor por acción	4,06	5,61	7,58	10,25	13,71	17,70	26,70
Múltiplo Implícito							
EV	171.257	218.096	248.543	276.620	306.474	334.588	367.227
EBITDA 2011	57.482	87.713	108.111	130.744	158.183	191.334	279.802
EV/EBITDA	2,98	2,49	2,30	2,12	1,94	1,75	1,31

GRIMOLDI S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 as of XXXXXX - (CCF)

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
CCF (Nominal)		21.959	38.600	50.972	59.244	70.747	104.312
FF (discounted)	121.898	15.666	20.916	20.955	18.422	16.633	14.021
g =	3%						
TV							367.227
Discounted TV	49.359						49.359
FFC + TV	171.257						
Enterprise Value	171.257						
(+) Activos No operativos	27.796						
(-) Deuda Financiera	-109.000						
Equity Value	90.054						
VL	171.257	218.096	248.543	276.620	306.474	334.588	367.227

GRIMOLDI S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 as of XXXXXX - (ECF)

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
ECF (Nominal)		-12.539	-8.798	-592	37.303	64.559	77.920	93.812
FF (discounted)	29.729	-8.089	-4.052	-200	9.344	12.072	10.877	9.776
g =	3%							
TV								312.143
Discounted TV	32.528							32.528
FFC + TV	62.257							
Equity Value	62.257							
(+) Non operating Assets	27.796							
Equity Value	90.054							
(-) Non operating Assets	-27.796							
(+) Financial Debt	109.000							
Enterprise Value	171.257							
Equity	62.257	109.048	161.553	221.296	260.503	284.400	303.051	312.143
Debt	109.000	109.048	86.990	55.324	45.971	50.188	53.480	55.084
VL	171.257	218.096	248.543	276.620	306.474	334.588	356.531	367.227
VL	171.257	218.096	248.543	276.620	306.474	334.588	356.531	367.227
VL - Equity	109.000	109.048	86.990	55.324	45.971	50.188	53.480	55.084

GRIMOLDI S.A. Market Value Estimation in AR\$'000 as of XXXXXX - (APV)

Concepto	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
FCF (Nominal)		9.868	29.731	44.008	54.838	67.105	82.012	100.076
FF (discounted)	97.753	6.920	15.623	17.381	16.294	15.016	13.820	12.699
g =	3%							
TV								346.006
Discounted TV	43.907							43.907
FFC + TV	141.661							
Enterprise Value (u)	141.661							
Vu	141.661	192.143	226.675	257.587	287.550	314.735	335.928	346.006
Tax Shield (Nominal)		16.253	12.765	10.063	6.375	5.276	5.760	6.138
Tax Shield (discounted)	26.904	11.397	6.708	3.975	1.894	1.181	971	779
Terminal Value								
Discounted TV	2.693							21.221
TS + TV	29.597							2.693
Tax Shield Value	29.597							
Enterprise Value (levered)	171.257							
(+) Non operating Assets	27.796							
(-) Financial Debt	-109.000							
Equity Value	90.054							