

02 de febrero de 2018

## Bioceres S.A.

La próxima semana sale al mercado Bioceres S.A., un proveedor integrado de soluciones en productividad de cultivos, incluyendo semillas, germoplasma, traits y tratamientos de semillas. A continuación detallamos los principales puntos de la oferta pública inicial y algunos datos para interiorizarnos en la actividad de la empresa. Básicamente resumimos el prospecto de emisión, los últimos balances y la exposición de los directivos de la compañía en el roadshow.

### La Oferta Pública

El período de suscripción comenzó el 29 de enero y finaliza el martes 6 de febrero. Los interesados en participar se pueden comunicar hasta el mismo martes hasta las 11am telefónicamente o escribir a [operaciones@cucchiara.sba.com.ar](mailto:operaciones@cucchiara.sba.com.ar), indicando la cantidad de acciones y el precio de suscripción. Recordar que la oferta también puede cursarse por el tramo no competitivo (a precio de corte). La suscripción local e internacional se realiza por *book building*, con lo cual, los colocadores tienen bastante discrecionalidad en la adjudicación.

El capital social actual de la empresa asciende a 25,6 millones de acciones. La oferta pública inicial es de 15 millones de nuevas acciones pero ampliable hasta 24 millones (monto autorizado). La ampliación puede darse por los ejercicios de derechos de suscripción preferente, derechos de acrecer, opciones de sobresuscripción y el ejercicio de los planes de incentivo. Sólo considerando la oferta de 15 millones, la ampliación de capital representa un crecimiento del 60% en capital social. El rango indicativo de precios es entre U\$ 10 y U\$ 12 (restrictivo entre U\$ 7,91 y U\$ 12,50). Considerando una emisión de 15 millones de nuevas acción en el centro del rango indicativo, la empresa conseguiría fondos por U\$ 165 millones. A continuación remarcamos los detalles de la oferta.

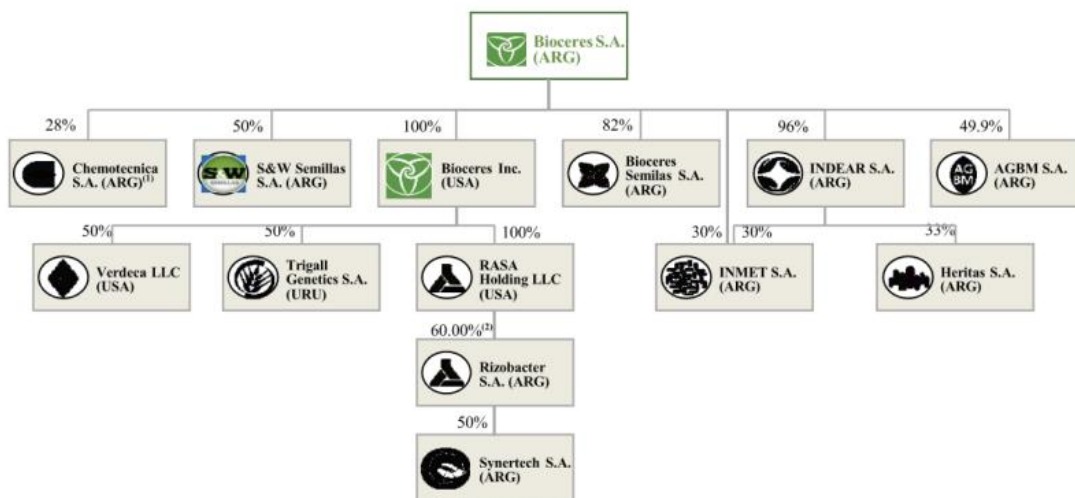
Términos y Condiciones	
Emisor	Bioceres S.A.
Ticker	"BIOX" US / "BIOX" AR
Oferta	Hasta 15.044.273 ampliable hasta 17.404.354 Acciones Ordinarias(*), que pueden estar representadas por ADSs (100% primaria)
Opción de Sobresuscripción	15% (100% primaria)
Rango de Precio Indicativo	Entre US\$ 10 y US\$12 por Acción Ordinaria (**)
Periodo de Suscripción	A partir de las 10.00 horas del 29 de enero de 2018, hasta las 14.00 horas del 6 de febrero de 2018
Fecha de Adjudicación	6 de Febrero de 2018
Fecha de Liquidación	Alrededor del 3 día hábil inmediatamente posterior a la Fecha de Adjudicación, a ser informada por Aviso de Resultados
Forma de Integración	(i) Dólares Estadounidenses cable, (ii) Dólares Estadounidenses MEP y/o (iii) Pesos Argentinos al tipo de cambio vendedor billete informado por el Banco de la Nación Argentina para el cierre de operaciones del Día Hábil inmediatamente anterior al de la Fecha de Emisión y Liquidación
Destino de los Fondos	Repagar parte de la deuda pendiente; ejercer la opción de compra del 9,99% de Rizobacter Argentina S.A.; invertir en la expansión del segmento de semillas y productos integrados y el negocio de soluciones de biotecnología agroindustrial; y fines corporativos generales
Restricciones a la Transferencia	180 días para Bioceres, miembros del Directorio, funcionarios ejecutivos y sustancialmente la totalidad de los accionistas
Colocadores Locales	AR Partners S.A., BAF Securities S.A. y Banco Santander Río S.A.
Colocadores Internacionales	Jefferies LLC; Piper Jaffray & Co.; Santander Investment Securities Inc.; Mirabaund Securities LLP y SunTrust Robinson Humphrey.
Listado y Negociación	BYMA y NYSE (ADS)
Ley Aplicable	Ley Argentina

## Historia y accionistas

Bioceres fue fundada en el año 2001 por un grupo de agricultores locales para satisfacer la demanda de mayor rendimiento y productividad de cultivos de una manera sustentable. Tiene un interesante modelo de negocios por medio de una plataforma de biotecnología totalmente integrada para obtener, validar, desarrollar y comercializar tecnologías y productos agrícolas. Su principal mercado es el local (80% aproximadamente) pero opera en varios países, principalmente de América Latina. Trabaja sobre los principales cultivos locales, como la soja, el trigo, la alfalfa y el maíz.

Esta plataforma de negocios se creó estableciendo múltiples joint ventures, colaboraciones y comprando otras compañías. Los joint ventures incluyen asociaciones con algunos de los principales participantes de la industria y tiene colaboraciones con terceros de renombre como Dow AgroSciences, Momentive, Syngenta y Forage Genetics. Un hecho importante fue la adquisición en 2016 de la participación de control en Rizobacter S.A., líder mundial en productos biológicos. Parte de los fondos obtenidos en la OPA se destinaron a ejercer una opción de compra obligatoria del 10% para incrementar su participación en Rizobacter. La OPA tiene otros destinos como cancelar la deuda que fue contraída para comprar Rizobacter y también para ampliar y desarrollar el propio negocio.

Su estructura accionaria está muy atomizada, tiene más de 300 accionistas a la fecha, mayoritariamente participantes del sector. Muchos de los productores agropecuarios clientes de la firma también tienen participación accionaria. Si bien nació en 2001, Rizobacter cuenta con 40 años de experiencia en combinados y posición de liderazgo en la originación, desarrollo, creación, producción y venta de productos biológicos para los principales cultivos. Otra cuestión a remarcar es la especialización profesional del management de la empresa. El siguiente cuadro detalla la plataforma y estructura accionaria de la compañía.



Fuente: Prospecto de emisión.












## Actividad

La actividad principal de Bioceres es ser un proveedor integrado de soluciones de productividad de cultivos, incluyendo semillas, germoplasma, eventos y tratamientos de semillas. Está integrada verticalmente vía estas asociaciones para brindar soluciones durante todo el ciclo de cultivo, desde la siembra de la semilla hasta la transportación y almacenamiento. Se enfoca básicamente en tres unidades de negocio: la etapa de originación de tecnologías, el desarrollo de productos, y la producción y acceso al mercado.

La primera etapa consiste básicamente en desarrollar investigaciones científicas y tecnologías para múltiples aplicaciones y mercados. Esta etapa generalmente se financia a través de subsidios públicos para mitigar los

riesgos financieros. En general, por cada dólar que invierte la propia empresa en investigación, 20 dólares son invertidos por terceros. El desarrollo de productos se centra en crear joint ventures para desarrollar y llevar productos al mercado. Al cofinanciar los proyectos con un ratio de inversión promedio de cuatro dólares de socios por cada dólar propio, la empresa también reduce su carga financiera y el riesgo. Por último, la producción y la colocación de los productos en el mercado, el modelo de negocios tiene como objetivo aprovechar la base de accionistas y los canales de venta propios para acceder y establecer múltiples accesos a los mercados. La empresa actualmente cuenta con más de 300 productos y licencias.

Las líneas comerciales finalmente se dividen en la protección de cultivos (coadyuvantes, insecticidas y fungicidas), semillas y los denominados productos integrados (eventos en semillas, germoplasma y tratamientos de semillas), la nutrición de cultivos (inoculantes, biofertilizantes, fertilizantes a base de sustancias químicas microgranuladas) y por último las soluciones emergentes (servicios técnicos y de investigación y desarrollo para terceros). La protección de cultivos explica el 60% de la facturación.

	Productos Principales	Factores de Crecimiento	Ingresos y Ganancia Bruta <sup>1</sup> (pro forma por el período de 12 meses finalizado el 31 de diciembre de 2016)	Principales Mercados	Socios Comerciales Seleccionados
Protección de cultivos	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Coadyuvantes</li> <li>▪ Insecticidas</li> <li>▪ Fungicidas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Coadyuvantes de alta tecnología incrementan la eficacia de la aplicación en aproximadamente el 5%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ \$910,5 millones</li> <li>▪ 42,4% Margen Bruto</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Argentina</li> <li>▪ Brasil</li> <li>▪ Paraguay</li> </ul>	 
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ BioWheat</li> <li>▪ BioSoy</li> <li>▪ Paquetes (packs) de tratamiento de semillas</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Productos integrados brindan una ventaja de rendimiento de más del 10%</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ \$356 millones</li> <li>▪ 66% Margen Bruto</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Argentina</li> <li>▪ Brasil</li> <li>▪ Paraguay</li> <li>▪ Uruguay</li> </ul>	   
Nutrición de cultivos	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Fertilizantes microgranulados</li> <li>▪ Inoculantes</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Más del 80% de reducción en costos logísticos</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ \$240,1 millones</li> <li>▪ 43% Margen Bruto</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Argentina</li> <li>▪ Brazil</li> <li>▪ Paraguay</li> </ul>	  
	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Quimosina</li> <li>▪ Cria y pruebas de campo</li> <li>▪ Genomas y bioinformación</li> <li>▪ Servicios regulatorios</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Reducción de más del 50% en costos de producción</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ \$45,6 millones</li> <li>▪ 64,9% Margen Bruto</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ Argentina</li> <li>▪ Uruguay</li> </ul>	 

Fuente: Prospecto de emisión.

Según lo explicado en el roadshow por la propia empresa, muchos desarrollos y su posterior aprobación regulatoria para los productos y las tecnologías requieren de un proceso complicado que puede durar entre 12 y 14 años. Dado su experiencia y escala, se consideran como un socio clave al cual recurrir para la validación de investigaciones desarrolladas por instituciones locales. También detallaron que su cartera de patentes y marcas registradas para productos biológicos se encuentra entre las más competitivas de Sudamérica. Cuenta con protección de 217 patentes en su calidad de titular o licenciataria. En general, busca protección de patentes en mercados como Estados Unidos, Brasil, Argentina, China, India, México, Australia, etc.

En el largo plazo la empresa básicamente busca aprovechar los cambios demográficos. El aumento de la población global, la expansión de la clase media, la mayor urbanización y el crecimiento del consumo de proteínas en las economías emergentes, provocan un incremento de la demanda que la producción agrícola convencional no puede satisfacer, de acá el increíble crecimiento de los productos agrícolas biotecnológicos. Este proceso demográfico está en pleno desarrollo y seguirá vigente en las próximas décadas. Por otro lado,

las temperaturas y las lluvias más extremas (insuficiencia o abundancia) perjudican el desarrollo de los cultivos. La empresa remarca que debido a estos cambios, la biotecnología es requerida para incrementar la producción.

## Balances

En diciembre de 2016 la empresa cambió la fecha de cierre del ejercicio al 30 de junio, dificultando la comparación de los estados contables. Por otro lado, la comparabilidad de los resultados también se ve afectada por la adquisición de Rizobacter, la cual culminó en octubre de 2016. Los resultados para los períodos anteriores no incluyen las ganancias de esta empresa.

Dado que los ingresos y resultados de Rizobacter tienen mayor peso que todo el resto de Bioceres consolidado, para el análisis vamos a exponer los resultados no auditados para los períodos 2016 y 2017 incorporando a Rizobacter desde el primer trimestre del 2016.

	Período de tres meses finalizado el 30 de septiembre de		Período de seis meses finalizado el 30 de junio de	Período de seis meses finalizado el 30 de junio de
	2017 (no auditado)	2016 <sup>(1)</sup> (no auditado)	2017	2016 <sup>(1)</sup> (no auditado)
<b>Estado de resultados integral consolidado:</b>	<i>(en \$)</i>			
Ingresos de actividades ordinarias	602.772.473	420.354.412	757.147.855	443.206.456
Subvenciones del gobierno	2.730.352	1.789.685	4.294.366	3.958.686
<b>Total de Ingresos</b>	<b>605.502.825</b>	<b>422.144.097</b>	<b>761.442.221</b>	<b>447.165.142</b>
Costo de ventas y servicios prestados	(349.540.932)	(192.081.498)	(476.467.806)	(233.933.837)
Gastos de investigación y desarrollo	(29.869.710)	(22.246.784)	(56.645.616)	(41.491.016)
Gastos generales, de comercialización y administración	(172.965.398)	(124.315.564)	(272.557.111)	(225.930.284)
Participación en ganancias o pérdidas de negocios conjuntos y asociados	1.521.973	(5.471.234)	(12.383.250)	(9.586.810)
Otros ingresos / (egresos)	(3.760.607)	(635.205)	1.881.592	4.537.258
<b>Ganancia / (pérdidas) operativas</b>	<b>50.888.151</b>	<b>77.393.812</b>	<b>(54.729.970)</b>	<b>(59.239.547)</b>
Ingresos financieros	35.179.112	21.033.553	34.117.221	18.120.318
Costos financieros	(159.967.060)	(117.448.007)	(236.493.332)	(236.357.030)
<b>Pérdida antes de impuestos a las ganancias</b>	<b>(73.899.797)</b>	<b>(19.020.641)</b>	<b>(257.106.081)</b>	<b>(277.476.258)</b>
Impuesto a las ganancias	23.013.203	5.081.800	81.188.118	73.807.210
<b>Pérdida del ejercicio</b>	<b>(50.886.504)</b>	<b>(13.038.832)</b>	<b>(175.917.963)</b>	<b>(203.578.939)</b>

Una simple lectura del estado de resultados, muestra que básicamente estamos comprando futuro, quizás algo esperable en una compañía de investigación y desarrollo. La compañía no genera resultados operativos. Al comparar los resultados del ejercicio actual en relación al año anterior, vemos incluso un peor desempeño operativo. Vale remarcar si la colocación es exitosa, la carga financiera se vería reducida considerablemente. Los préstamos financieros al tercer trimestre de 2017 alcanzaban los \$1.671 millones, aún en el piso del rango indicativo la empresa obtendría fondos superiores a sus pasivos financieros. Pero esto tampoco brindará resultados positivos en el corto plazo, dado que la compañía hasta el momento no genera ganancias operativas.

Antes de la emisión, en términos patrimoniales el valor de libros es menor a U\$1 (endeudamiento para comprar Rizobacter) contra un rango de precio indicativo de la oferta de U\$10 -U\$12. Sin embargo, suponiendo una colocación de 15 millones de acciones en el centro del rango, el valor de libros subiría hasta los U\$4,50, un valor razonable que deja un price to book value de 250% aproximadamente.

En resumen, como el resto de las empresas jóvenes hacen investigación y desarrollo aplicado, el estado de resultados no brinda demasiada información. La emisión podrá reducir la carga financiera pero no podrá generar resultados operativos de corto plazo. Estos dependerán del desarrollo de nuevos productos y mercados y de las mayores ventas de su producto insignia las semillas HB4, que potencian el rendimiento de los cultivos. También será importante que consiga la aprobación de las patentes pendientes en el exterior. La empresa proyecta que las ventas podrían multiplicarse por 4 en los próximos 5 años. Otra cuestión clave es el gran tamaño de la apertura de capital en relación al patrimonio actual de la empresa. Básicamente una apuesta de muy largo plazo a los cambios demográficos y nutricionales por medio de una empresa científica íntegramente local de capital atomizado.

La única recomendación que nos atrevemos a dar, es que si decide comprar, no mire los precios por un tiempo. Como dicen los americanos, *buy and hold*.

Buen fin de semana,

**Juan Battaglia**  
*Economista Jefe*