

# **MILKAUT S.A. Y BONGRAIN**

## **Un caso de integración de negocios y reestructuración financiera**

**Martín L. Dutto**

*Universidad Nacional del Litoral*

Para comentarios: [mduitto@fce.unl.edu.ar](mailto:mduitto@fce.unl.edu.ar)

### **Resumen**

El objetivo de este trabajo es analizar un caso consistente en una integración de negocios en el sector lácteo argentino. La situación planteada pretende evaluar la conveniencia del acuerdo a suscribir entre Milkaut SA, una de las principales empresas lácteas argentinas, y el grupo francés Bongrain. En líneas generales, el pacto consistía en aumentar el capital social de Milkaut, incorporando como accionista en reemplazo de la firma chilena Vialat SA a la empresa europea, la cual además aportaría los activos de Santa Rosa Argentina, una firma de menor tamaño pero con marcas comerciales importantes, tales como Adler y Bavaria. Los flujos de fondos proyectados permiten apreciar una mejora en el desempeño operativo de la empresa, pero también revelan la necesidad de incluir como condición para el acuerdo la refinanciación de los pasivos financieros de la Milkaut, de modo tal de garantizar la sostenibilidad a largo plazo de la empresa.

### **1. Introducción**

Comenzaba a correr el mes de Julio del año 2006, y Federico Eberhardt reflexionaba con su equipo sobre la conveniencia del acuerdo a suscribir con el grupo lácteo francés Bongrain. El objetivo de este trabajo es analizar un caso de negocios consistente en una fusión empresaria en el sector lácteo argentino. La situación planteada pretende evaluar la conveniencia del acuerdo a suscribir entre Milkaut SA, una de las principales empresas lácteas argentinas, y el grupo francés Bongrain. En líneas generales, el pacto consistía en aumentar el capital social de Milkaut SA, incorporando como accionista en reemplazo de Vialat SA a la empresa europea, quien además aportaría Estancia Santa Rosa SA, una empresa argentina de menor tamaño pero con marcas comerciales importantes, tales como Adler y Bavaria. Los flujos de fondos proyectados permiten apreciar una mejora en el desempeño operativo de la empresa, pero también revelan la necesidad de incluir como condición para el acuerdo la refinanciación de los pasivos financieros de la firma, que garantice la sostenibilidad de la empresa en el largo plazo.

El trabajo se organiza de la siguiente manera. En la sección 2 se revisa la situación del sector tanto a nivel local como internacional. En los apartados 3 y 4 se describen la historia de Milkaut y la situación actual de la firma, respectivamente. En la sección 5 se incorporan los principales puntos del acuerdo con Bongrain. En la sección 6 se exponen las conclusiones.

## 2. La industria láctea argentina

El sector se había caracterizado por un gran crecimiento de la producción durante la década del 90. Había habido un importante aumento del componente “sólidos” en la materia prima, básicamente proteína y grasa. En esa época la exportación era concebida como una salida a los excedentes de producción. El mercado principal de colocación era el brasileño, que ofrecía márgenes atractivos sin mayores dificultades. Sin embargo, la devaluación de Brasil, la falta de competitividad macroeconómica Argentina y la pérdida de poder adquisitivo del consumidor local determinaron una crisis sectorial grave.

De acuerdo a datos de la SAGYP (Cuadro 1) la producción de leche ascendió desde 6.000 en el año 1990 hasta 9.000 millones de litros anuales en el año 2004. Asimismo la proporción exportada trepó desde 15,6% hasta 23,6%. En el Cuadro 2 se observa como el porcentaje de las exportaciones que se colocan en Brasil caen de 48,2% en 1996 hasta 11,7% en el 2004. La devaluación del año 2002 generó nuevas oportunidades de exportación de leche en polvo, lo cual provocó una competencia en la captación de leche del sector primario que permitió una rápida recuperación del precio de salida de tambo coincidiendo con la curva de evolución del precio de exportación (Cuadro 3) El crecimiento de las exportaciones – por buenos precios internacionales, existencia de capacidad ociosa y la depresión del mercado doméstico– produjo competencia y aumentos de precio de la materia prima, que empujó los precios internos a la suba. La respuesta del gobierno nacional fue la baja de reintegros y el aumento de las retenciones a la exportación en el año 2005. La consecuencia fue una desaceleración de las exportaciones de leche en polvo, una quita de presión en la compra de leche y una tendencia a destinar más leche al consumo interno y a otras categorías en la exportación (Cuadro 4).

El negocio lácteo en Argentina se caracterizaba por poseer un gran dinamismo, debido a los cambios frecuentes de empresas participantes. Además los nuevos emprendimientos se orientaban a la exportación, ya sea con canales de distribución propios y consolidados, o mediante acuerdos de comercialización. Varios jugadores habían abandonado en los últimos años o bajaron drásticamente su participación en el mercado interno. No obstante cada empresa enfrentaba una realidad económica distinta, en general se observaba un proceso de concentración a través de compras o fusiones, en un marco de disputa por el insumo básico y cambios en los hábitos de oferta y de compra de leche.

En relación al mercado doméstico se observaban las siguientes características: poder de compra y consumo en crecimiento, cambios en los hábitos de compra y en la participación de la distribución, un resurgimiento y mayor participación de primeras marcas, creciente desarrollo de productos destinados a nichos de consumidores cada vez más exigentes, y mayor oferta de producto en general al mercado interno. Se consideraba que el factor precio iba a continuar siendo un elemento clave al momento de decidir la compra.

Por el lado del mercado internacional se apreciaba que la demanda era superior a la oferta, y ello traía como consecuencia una dinámica comercial importante. Este desequilibrio se justificaba en el alto precio del petróleo, la valorización del Euro y el incremento del consumo asiático. Se proyectaba que estas variables perduren y que no se produzca un cambio de tendencia por lo menos durante los próximos 3 años. El equilibrio vendría por aumentos de la oferta, si bien ésta era de lenta evolución.

La evolución de la oferta mundial de lácteos se explicaba por la performance de los principales bloques productores. Europa bajó 1% su producción en el 2004, se mantuvo estable en el 2005 y retrocedió un 1% en el 2006. El tándem Nueva Zelanda-Australia no había experimentado crecimiento en los últimos años, y se encontraba además bastante complicado por una sequía. En EEUU se registró un leve descenso con importante disminución de productores en la última década. En Argentina la producción de leche subió 15% en el 2004, 5% en el 2005 y 6,5% en el año 2006, recuperando el volumen previo a la crisis del 2001. Finalmente Brasil exhibió un desempeño positivo, aunque más modesto que el de Argentina: 4% en 2004, 2% en 2005 y 2%

en 2006. En relación a la demanda mundial se observa una dinámica importante en México con una necesidad de 5.000 millones de litros anuales, Venezuela con 2.500 millones por año, China con un consumo actual de 13 Kg. por habitante por año que se espera alcance los 18 Kg. en el año 2010, y África - principal comprador de Argentina - con un consumo potenciado por el precio del petróleo. Otra modificación del mercado internacional es la aparición de un tipo de demanda nueva caracterizada por un renovado interés por ingredientes lácteos, con compradores convencidos de la necesidad de realizar acuerdos a mediano y largo plazo y con posibilidades de desarrollo de productos “a medida” de un comprador. Se tenía la percepción de que la leche del hemisferio Sur se orientará de acuerdo a una distribución geográfica lógica, y que un cierto dinamismo en la comercialización de commodities, permitirá mantener una demanda fluida y sostenida.

Las condiciones del mercado internacional impactaban en la Argentina, a través del desembarco de jugadores internacionales con inversiones que aparecen como “permanentes”, cada uno movilizado por sus propios objetivos (que no son iguales entre sí), aunque en general estaban orientados a la exportación. La amenaza de la “concentración” comenzaba a ser una realidad.

Los principales mercados consumidores mundiales pueden dividirse entre aquellos que demandan productos con mayor valor agregado, como EEUU, Japón y la Unión Europea, y por el otro lado los que demandan commodities entre los cuales se incluyen a África, Oriente Medio, Brasil, México, Venezuela y próximamente China. El acceso a los primeros se complica debido a barreras arancelarias, barreras sanitarias, subsidios a la producción primaria y proteccionismo comercial, mientras que para los segundos se mencionan a los subsidios y retenciones a las exportaciones.

### 3. La historia de Milkaut

La vida de la empresa comenzó el 9 de octubre de 1925 cuando se fundó Asociación Unión Tamberos (AUT) en Franck, provincia de Santa Fe. Fueron tan sólo 29 productores lecheros que, guiados por el espíritu cooperativo, decidieron agruparse para defender el fruto de su trabajo. En 1926, se inauguró en la localidad de Las Tunas la primera cremería. Rápidamente fueron sucediéndose otras dentro del departamento Las Colonias, y en marzo de 1936 nació la marca comercial: *Milkaut*. Desde 1942 en adelante, fueron multiplicándose las cremerías hasta llegar a 22 en 1953, año en el cual con 700 productores asociados se inscribió la sociedad bajo la forma legal de Cooperativa. En 1960 la empresa inauguró una nueva planta en la ciudad de Santa Fe; un año más tarde, se adquirió una planta quesera en Colonia Nueva. En 1963 comenzó a edificar el actual complejo industrial en la localidad de Franck, departamento Las Colonias, Santa Fe. En 1977 adquirió una planta de pasteurización en Resistencia, provincia de Chaco, para abastecer a todo el noreste argentino.

La historia de los años siguientes estuvo marcada por una progresiva y constante expansión de la empresa como consecuencia de una estrategia debidamente planificada. Así es como en agosto de 1993, Milkaut inauguró la primera planta elaboradora de Lactosa y Concentrado de Proteínas de Suero de Queso (WPC) de América Latina. En 1995 inauguró una nueva planta industrializadora de Leche Larga Vida (UHT). Ese mismo año, con el fin de adecuarse al contexto nacional e internacional (tendiente a la globalización), Asociación Unión Tamberos Coop. Ltda. crea Milkaut S.A. y le transfiere sus activos industriales y comerciales, reservando para Asociación Unión Tamberos Coop. Ltda. toda la faz primaria (que incluye el servicio de asistencia a sus asociados) y a Milkaut S.A. le asigna la etapa industrial y comercial.

Con la creación de Milkaut S.A. se obtiene el primer financiamiento importante: la Corporación Financiera Internacional (CFI) otorga U\$S 25 MM para la nueva sociedad. Hacia fines de ese mismo año comenzó a funcionar una nueva planta elaboradora de Leche en Polvo como respuesta a la necesidad de canalizar el aumento de producción de sus asociados. En 1997 inauguró una nueva planta elaboradora de Yogur, con la más moderna tecnología. En 1999 Milkaut puso en marcha una de las primeras plantas en el mundo -y única en Latinoamérica- que produ-

ce Concentrado de Proteínas de Leche (MPC). En el año 2000 se decide “abrir” el capital e ingresan con el 23,8% de participación los fondos de inversión Latcap y Patagonia acompañados minoritariamente por la CFI.

Durante los años 2000 y 2001, Milkaut y AUT dedicaron gran parte de sus energías y recursos en un proyecto de fusión con Sancor, la mayor cooperativa lechera del país. Este proyecto absorbió gran parte de los esfuerzos del equipo directivo, y muchas decisiones importantes y necesarias -además de urgentes dada la situación del país- fueron dilatadas. A fines del 2001 se confirmó el fracaso del proyecto de fusión.

La crisis argentina del 2001 y 2002 afectó duramente a la empresa. Sus indicadores económicos cayeron notablemente, lo cual sumado a un endeudamiento importante hicieron que la empresa esté al borde de la quiebra. Merced a decisiones con un claro sesgo racionalizador tomadas por la gerencia que asumió entonces – y que hoy se mantiene - y a la recuperación del país, la empresa logró sobrevivir. La reestructuración operativa consistió básicamente en la reducción de personal, mientras que la reestructuración con proveedores y tamberos se tradujo principalmente en reprogramación de los pasivos. La reestructuración comercial implicó enfocar los esfuerzos a nivel regional y disminuir el portafolio de productos. La reestructuración industrial significó el cierre de algunas plantas, el freno a nuevas inversiones y el establecimiento de un estricto programa de mantenimiento. La reestructuración financiera finalizó en el año 2.003, y permitió a la empresa reprogramar la deuda financiera a largo plazo y disminuir el valor actual de la misma.

Un párrafo aparte merece la situación de los accionistas minoritarios. Cabe reiterar que en el año 2.000 ingresaron inversores internacionales liderados por el fondo Patagonia, con una participación del 23,8%. Estos habían realizado un desembolso de U\$S 23 millones en Milkaut, con una salida acordada en el año 2004 por la misma suma inicial con más dividendos preferidos del 8,5 % anual. Como condición de la reestructuración financiera del año 2003, los Fondos, que no habían cobrado nunca dividendos por las restricciones financieras y económicas de la compañía, obtuvieron una salida de corto plazo, consistente en un pago total de U\$S 5,5 millones en marzo de 2.004, o de U\$S 6,5 millones en marzo de 2.005, que luego se extiende a Junio de ese año. La opción de rescate anticipada estaba otorgada a favor de la Asociación Unión Tamberos o quien esta consiguiera. Se contactó al fondo chileno Bethia, de la familia Heller Solari, con intereses en numerosas actividades en Chile, y que recientemente había adquirido los activos de Parmalat en el vecino país, creando una empresa denominada Vialat SA. Vialat comprometió el pago a los fondos de U\$S 6,5 millones, y simultáneamente gozaba de un acuerdo de provisión de productos Milkaut al costo. Asimismo se estipuló (a opción del nuevo accionista) una salida en el año 2.009 consistente en un pago (fraccionado en 5 años) de U\$S 9 millones. Milkaut conseguía de esta forma cambiar U\$S 23 millones de deuda real, por U\$S 9 millones de deuda potencial. Sin embargo, todavía no había aparecido el accionista permanente que asumiera una posición de acompañamiento estratégico.

El ingreso de Vialat como accionista se concretó a mediados del año 2.005, pero el efecto del aumento de las retenciones a las exportaciones por parte del gobierno nacional, esterilizó gran parte de los beneficios imaginados para los chilenos. Además comenzaron a perfilarse restricciones aduaneras para los productos argentinos. El desempeño insatisfactorio de Vialat en el mercado chileno, originado principalmente en la incapacidad de un grupo sin experiencia en el sector, mostraba el primer gran error de un conglomerado empresario exitoso. Por otro lado, se mantenía la percepción que la tendencia concentradora en la lechería era mayoritaria e irreversible en el mundo, con lo cual continuaría el desembarco de jugadores internacionales atraídos por una lechería que volvía a mostrarse como muy dinámica y convertida en una de las reservas globales.

#### **4. La situación actual de Milkaut**

La Compañía se vio afectada por cambios en las variables del negocio que deterioraron su generación de caja y comprometían seriamente el cumplimiento de los compromisos financieros adquiridos (fundamentalmente amortizaciones de capital a partir de junio 2005). Distintas variables del negocio habían impactado los resultados y la generación de caja de la compañía.

El crecimiento en los costos se explicaba en primer lugar por el aumento de la demanda mundial de alimentos y proteínas lácteas, la cual había llevado a importantes empresas internacionales a radicarse en Argentina para proveerse de materia prima de buena calidad a bajos costos, generando una compleja situación competitiva en la industria láctea. La puja por la materia prima causada por la entrada a la cuenca de Milkaut de nuevos jugadores internacionales tales como Saputo y Corlasa, provocó un incremento adicional en el costo de la leche de \$ 20,6 millones en el año 2005 comparado con el presupuestado (Cuadro N° 5). Por otro lado, hubo un aumento significativo de los salarios del gremio lácteo duplicando los índices inflacionarios y generando un egreso adicional de \$8,7 millones en el año 2005. Otra razón para el incremento de costos es el aumento de las tarifas de energía y gas superior al previsto, causando un incremento adicional del costo de \$4,3 millones en el año 2005 comparado con el presupuesto (Cuadro N° 6).

Por el lado de los ingresos, se habían incrementado del 5% al 15% las retenciones a las exportaciones lácteas y eliminado los reembolsos a las exportaciones. El efecto de estas medidas provocó que la compañía pagara un adicional de \$6,9 millones en el año 2005, en comparación a las previsiones efectuadas. Asimismo, se produjo un congelamiento de precios del mercado interno de leche fluida en sachet, yogurt en sachet y quesos blandos, desde abril 2005 a julio 2005, y un nuevo acuerdo de precios en marzo 2006. Los precios internacionales de la leche en polvo y de los quesos duros se mantuvieron constantes desde mediados de 2005 hasta la fecha (Cuadro 7).

El déficit en la generación de fondos de la compañía se había financiado en cada uno de los períodos con el capital de trabajo del negocio, la reducción de los planes de inversión y la toma de líneas de crédito a corto plazo. En el Cuadro N° 8 se exponen los estados de situación patrimonial cerrados al 31 de marzo de los años 2003, 2004 y 2005, y en el cuadro 9 el correspondiente al año 2006. En los cuadros 10 y 11 se muestran los estados de resultados y flujos de fondos, respectivamente, correspondientes a los ejercicios económicos finalizados en los años 2004, 2005 y 2006. En el cuadro N° 12 se detalla el valor nominal de la deuda financiera según acreedor y moneda.

En los cuadros N° 13 y 14 el management de la empresa proyecta el EBITDA y flujos de fondos para los próximos 8 años, respectivamente, suponiendo que se mantienen las actuales condiciones. En relación a los ingresos, costos y contribuciones marginales se utilizó como punto de partida la información operativa de Milkaut del año fiscal 2005, que incluye una apertura de volúmenes y precios de venta por línea de negocios. Las proyecciones fueron realizadas en pesos constantes (sin asumir supuestos de inflación/devaluación) y luego dichas cifras fueron transformadas en dólares a un tipo de cambio constante de \$/US\$ 3,07. Eventuales desfasajes transitorios entre ambas variables podrían modificar los resultados proyectados. Teniendo en cuenta que se trata de proyecciones de largo plazo se ha optado por tomar variables constantes.

Los gerentes de Milkaut estaban convencidos que el stock de deuda debía reducirse para poder mantener la competitividad futura de la empresa, que comprometía el grueso de su EBITDA para los servicios a Bancos. Asimismo, se advertía cierta vulnerabilidad de Milkaut frente a escenarios complejos y disolventes (retenciones, restricciones a la exportación, controles de precios, etc.). Estos factores empujaron a la búsqueda de una capitalización de la organización.

## **5. El acuerdo potencial con Bongrain**

La incorporación de este nuevo socio internacional sería en reemplazo de los socios chilenos actuales, y permitiría aumentar el capital de Milkaut. Uno de los aportes principales del nuevo socio sería los activos de la empresa Santa Rosa Argentina S.A., lo cual significa incorporar

marcas de máxima jerarquía, además de acceder a tecnología y asistencia técnica de primer orden. Este acuerdo permitiría el retiro de Vialat SA que poseía privilegios consistentes en condiciones comerciales de excepción y una cláusula de salida establecida en u\$s 9 MM. La Cooperativa seguiría manteniendo el control total de la empresa y no vendería ninguna participación accionaria de Milkaut. También continuaría el mismo gerenciamiento. Se conforma una empresa que posee nuevas marcas, que agrega activos importantes y valiosos, y que suma aproximadamente un 20% de ventas adicionales. Se consolida una empresa con un respaldo muy importante y se genera una organización con una proyección diferente y muy atractiva.

El objetivo básico era conseguir la capitalización de Milkaut y aislarla de las recurrentes crisis originadas en los vaivenes del mercado y de la inseguridad que deriva de medidas oficiales de alta imprevisibilidad. Para ello era necesario conseguir un volumen de negocios mayor, de manera de reducir, en términos relativos, el endeudamiento y aumentar el poder de negociación de la empresa. Lograr este objetivo no estaba exento de dificultades, debido a la inexistencia de alternativas en el mercado nacional, la desconfianza de inversores internacionales por la falta de seguridad jurídica que ha mostrado Argentina en los últimos años, y en general la reticencia de potenciales inversores de adquirir una participación accionaria sin acceder al control de la empresa.

En resumen las metas de alto nivel del acuerdo eran las siguientes: (1) Encontrar una solución de fondo al endeudamiento estructural de Milkaut S.A., (2) Incorporar un socio de porte internacional que sirva como red de seguridad frente a las eventuales crisis que podrían generarse como consecuencia del desembarco de nuevos jugadores internacionales, (3) Anticiparse a la propensión concentradora que podría vislumbrarse como tendencia de futuro, (4) Tratar de mantener la competitividad en el mercado local, afianzar el posicionamiento exportador y procurar la mayor complementariedad posible con el nuevo socio, (5) Consolidar el negocio de suero e ingredientes, (6) Conservar la mayoría en poder de la Cooperativa y (7) Conseguir el reemplazo de VIALAT (que no satisfizo las expectativas).

El Grupo Bongrain es de origen francés, y tiene entre principales productos las especialidades en quesos. La facturación anual asciende a u\$s 4.920 millones, su planta de personal es de 19.000, y actualmente procesa 3 billones de litros de leche anual. Su filial en Argentina Santa Rosa también tiene entre sus productos las especialidades en quesos, factura u\$s 18 millones, procesa 40 millones de litros de leche anualmente y tiene entre sus principales marcas a Adler, Bavaria, Santa Rosa y Atuel. La propuesta consiste en que Bongrain ingrese en reemplazo de Vialat S.A., comprando a los socios chilenos su participación del 23,8 % en Milkaut. Además inmediatamente convertiría sus acciones preferidas en ordinarias lo que implica la desaparición de sus privilegios comerciales –provisión de productos en condiciones preferentes- y societarios –cláusula de salida a partir de 2009 en u\$s 9 millones-. El ahorro estimado por esta situación es del orden de u\$s 12 millones. Además aportaría el 100 % de Santa Rosa Argentina S.A., de la cual es propietario, con una valuación de U\$S 8,9 millones luego de cancelar previamente todas sus deudas que ascendían a U\$S 13 millones. Además le aportaría u\$s 2 millones adicionales para lograr la reestructuración operativa de la empresa. Esto implica que ingresan a Milkaut todos sus activos (3 plantas), todas sus marcas (las destacadas son Santa Rosa, Bavaria, Adler, Atuel, y Huemul), todo su stock de productos (por ej. 1.300 tn. de quesos duros), sus inmuebles, etc. Agregando a los anteriores un aporte en forma directa a Milkaut SA de U\$S 400.000 en efectivo, Bongrain obtendría el 40 % de la participación accionaria de la sociedad. Como parte del acuerdo AUT efectuaría un aporte de U\$S 3 millones en efectivo. Con esa inclusión y su participación anterior, la Cooperativa poseería el 55 % de la sociedad. El restante 5% estaría en manos (tal como está actualmente) de la CFI y de accionistas minoritarios.

En los Cuadros N° 15 y 16, se exponen el EBITDA y el flujo de fondos proyectado hasta el año 2015, incorporando en los mismos las consecuencias del acuerdo con Bongrain, es decir, fundamentalmente la integración del negocio de Milkaut con Santa Rosa. En los Cuadros N° 17 y 18 se expone la tenencia accionaria anterior y posterior al acuerdo con Bongrain.

## 6. La decisión

Federico Eberhardt consideraba que la operación permitirá que Milkaut SA sea una empresa más sólida patrimonialmente debido al sustancial incremento de sus activos, y al aumento de su facturación (en cualquier proyección conservadora) en un 20 % como mínimo. Además le permitiría incorporar tecnología de primer nivel, conseguir un aprovisionamiento de suero propio que asegure la continuidad de ese negocio, tener un socio de renombre internacional que puede abrir puertas que hasta hoy estaban cerradas y lograr una proyección muy interesante, con un equilibrio de líneas y de productos muy atractivo.

Sin embargo, aún pensaba que algo debía hacerse respecto al endeudamiento de Milkaut, a fin que éste sea sostenible y compatible con el crecimiento de la empresa en el largo plazo.

## 7. Nota del instructor

El ingreso de Bongrain traía aparejado una serie de beneficios al plan de negocios de Milkaut: a) la salida de Vialat generaba un ahorro de caja de U\$S 11,8 millones (derivado de la caída del acuerdo comercial y la opción de venta), y b) la incorporación de Santa Rosa Argentina a Milkaut aportaba un incremento marginal de U\$S 7,2 millones de EBITDA en los próximos cuatro años y de 1,5% en el margen de EBITDA a partir del año 2009.

A pesar de estos dos impactos positivos, la compañía fusionada no generaba la caja suficiente para afrontar sus compromisos financieros, así como carecía de una estructura de deuda sostenible en las condiciones imperantes. Esto se observaba claramente a partir del Cuadro N° 14, en especial el rubro Cash Flow después de la financiación.

Como consecuencia de lo anterior, se decidió complementar el acuerdo con una propuesta de readecuación de los pasivos financieros de Milkaut, la cual contemplaba tres objetivos centrales:

1. Reducir el alto nivel de endeudamiento, a través de la recompra de una proporción relevante (\$ 14,4 millones, 26%) de la deuda financiera de Milkaut a un descuento de su valor nominal. Esta operación sería posible gracias al ingreso de fondos frescos a Milkaut por U\$S 9,36 millones, que se obtienen sumándole a los aportes de U\$S 3,4 millones (400.000 de Bongrain y 3 millones de AUT) ya mencionados, préstamos de Bongrain a Milkaut por U\$S 5,96 millones.
2. Adecuar el perfil de deuda a la generación de caja de la compañía. Teniendo en cuenta el plan de negocios desarrollado en forma conjunta entre el management de Milkaut y Bongrain, la readecuación contemplaría un período de gracia de 27 meses y la modificación del perfil posterior o vencimientos de amortizaciones de capital. El Cuadro N° 19 compara el perfil de amortización anterior y el propuesto.
3. Eliminar la cláusula de ajuste por CER de los créditos refinanciados en pesos. El alto impacto financiero de este mecanismo, hace necesario reemplazarlo por una tasa variable en pesos.

El éxito en la readecuación de los pasivos financieros de Milkaut, permitió lograr niveles de deuda y perfiles de vencimiento sostenibles en el largo plazo, como se observa en los Cuadros N° 20 y 21. Este fue un factor coadyuvante para la incorporación de Bongrain como accionista de Milkaut SA y concretar el acuerdo.

## REFERENCIAS

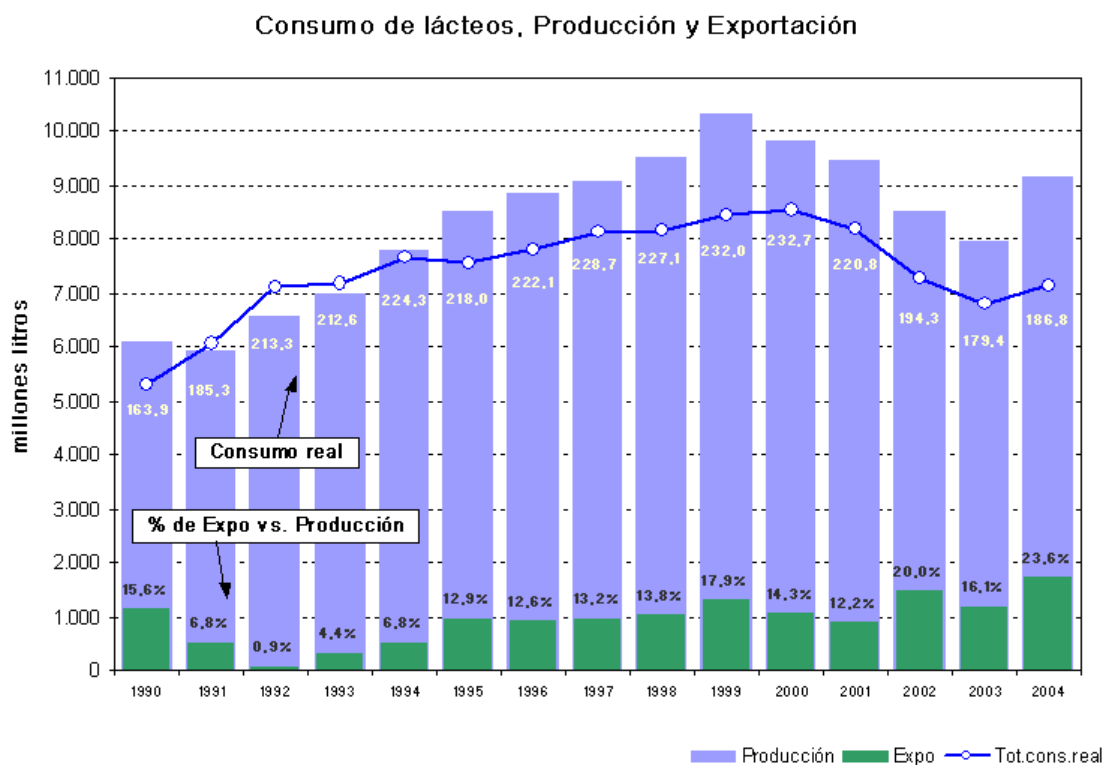
Altman E. I. (1968), "Financial ratios, discriminant analysis and the prediction of corporate bankruptcy", *Journal of Finance* 23.

- Dutto Giolongo, M. (2001), "Análisis discriminante y ratios contables óptimos en el Sector de la construcción", *Revista del Instituto Argentino de Ejecutivos de Finanzas* 175.
- Dutto Giolongo, M. (2006), "Eficiencia productiva y presión competitiva: el caso del sector de la construcción"; *Revista de la Facultad de Ciencias Económicas de la UNL*; Diciembre de 2006.
- Jensen, C. M. y Meckling, W. H. (1976), "Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, vol. 3, p. 305.
- Jensen, M.C. (1986), "Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers," *American Economic Review* 26 (May 1986), p. 323.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1958), "The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment", *American Economic Review*.
- Modigliani, F. y Miller, M. (1963), "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *American Economic Review*.
- Ross, S., Westerfield, R. and Jordan, B. (2006), *Fundamentals of Corporate Finance*, 7ma. Edición, EEUU, McGraw-Hill.
- Ross, S., Westerfield, R. and Jaffe J. (2006), *Corporate Finance*, 8va. Edición, EEUU, McGraw-Hill.
- Saunders, A., y Millon Cornett, M. (2003), "Financial institutions management", EEUU, McGraw-Hill/Irwin.

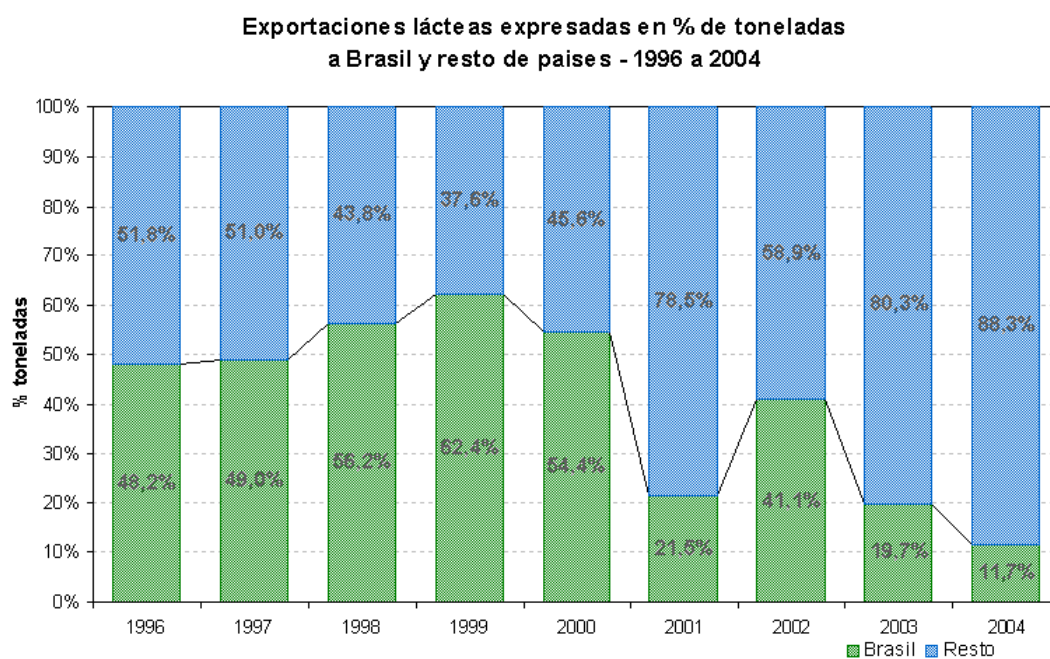


ANEXO

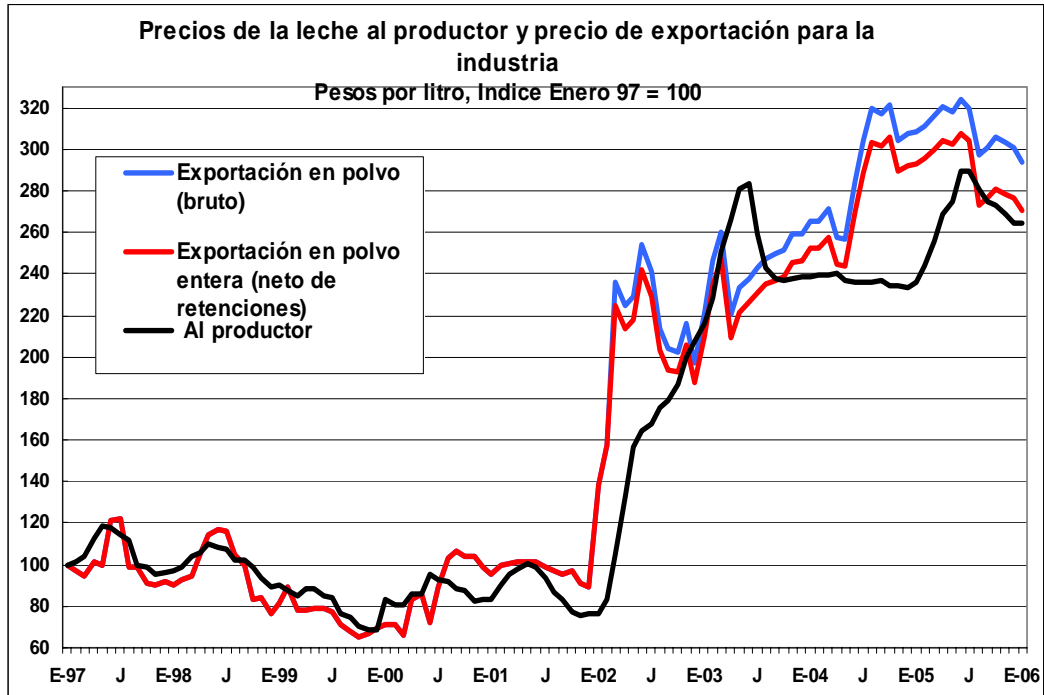
Cuadro 1



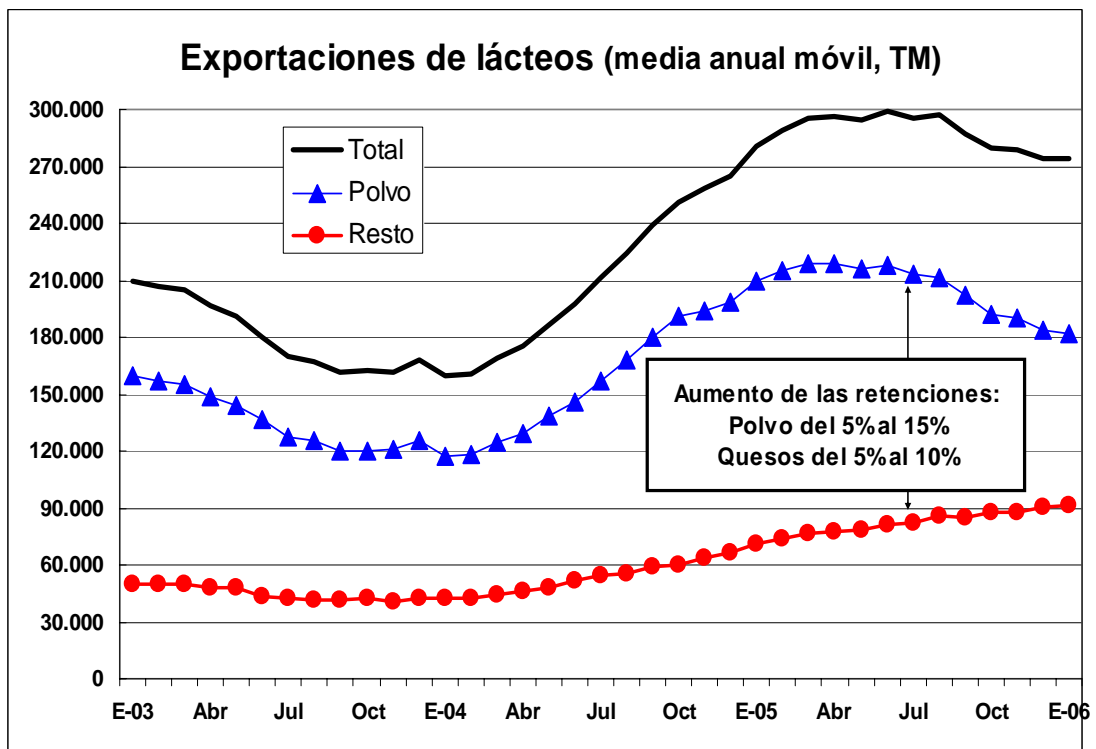
Cuadro 2



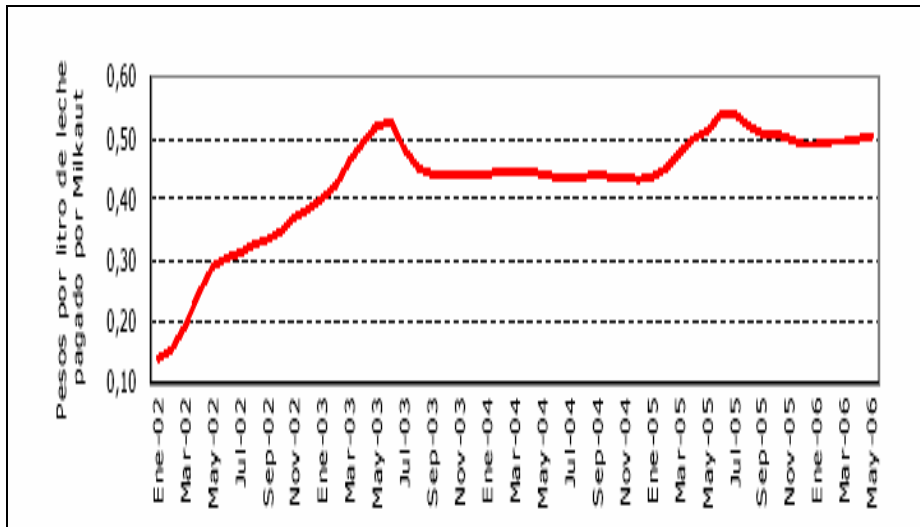
Cuadro 3



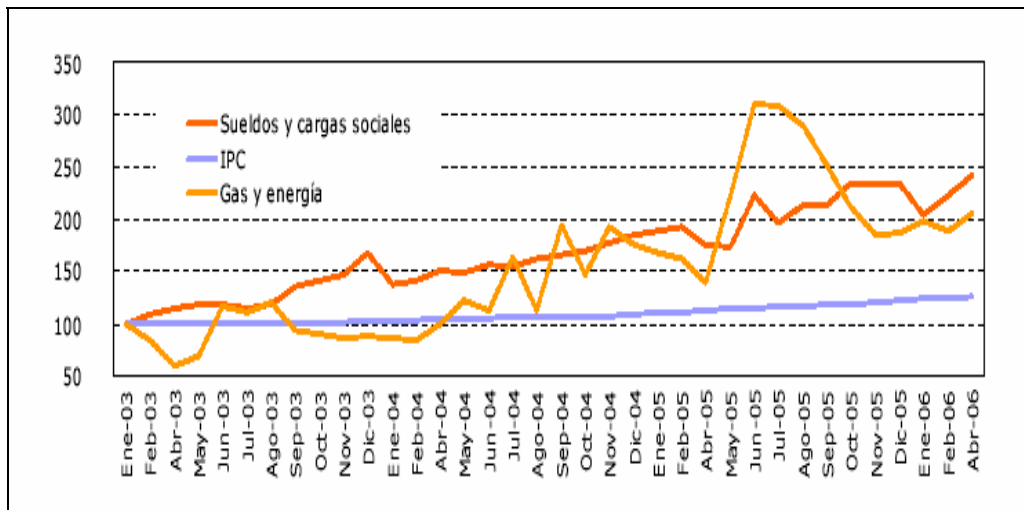
Cuadro 4



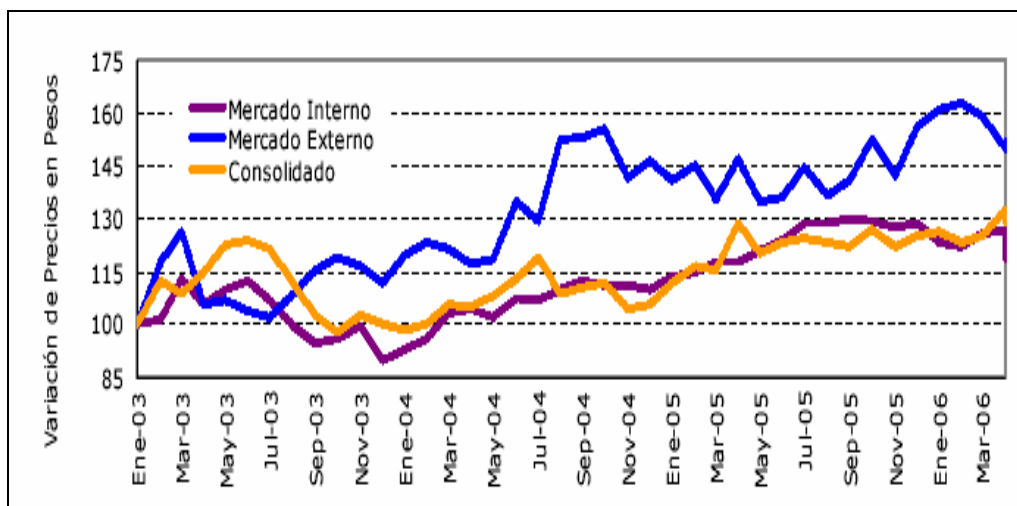
**Cuadro 5 – Precio por litro leche pagado por Milkaut**



**Cuadro 6 – Costos de Milkaut**



**Cuadro 7 – Precios de venta de Milkaut**



**Cuadro 8 – Estados de situación patrimonial de Milkaut (Años 2003, 2004 y 2005 – cifras en pesos)**

	2003	2004	2005
<b>ACTIVO</b>			
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>			
Caja y bancos	8,940,890.08	2,245,134.53	5,723,470.15
Inversiones (anexo I)	772,919.27	39,399.79	5,541.04
Créditos por ventas (nota 2a)	35,209,665.06	32,895,951.90	39,674,409.11
Otros Créditos (nota 2b)	10,001,089.56	7,386,274.66	5,655,193.84
Bienes de Cambio (nota 2c)	26,424,388.46	33,722,400.14	29,666,387.52
Bienes de uso destinados a la venta	-	265,000.00	-
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>81,348,952.43</b>	<b>76,554,161.02</b>	<b>80,725,001.66</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>			
Créditos por ventas (nota 2a)	-	-	104,129.71
Otros Créditos (nota 2b)	3,437,056.36	1,987,603.58	16,756,462.10
Inversiones (anexo I)	1,754.43	14,284.83	83,905.32
Bienes de Uso (anexo II)	136,920,564.57	124,834,296.12	111,809,294.68
Activos intangibles (anexo III)	730,001.28	242,744.26	63,815.61
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>141,089,376.64</b>	<b>127,078,928.79</b>	<b>128,807,607.22</b>
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>222,438,329.07</b>	<b>203,633,089.81</b>	<b>209,532,608.88</b>
<b>PASIVO</b>			
<b>PASIVO CORRIENTE</b>			
Deudas:			
Cuentas por pagar (nota 2d)	14,614,136.12	26,051,778.39	35,798,128.46
Préstamos (nota 2e)	124,159,623.52	18,870,839.30	14,907,199.33
Remuneraciones y cargas sociales	3,398,574.11	4,524,442.70	5,172,457.54
Fiscales	618,837.59	2,903,702.84	2,555,246.12
Otras deudas (nota 2f)	399,477.00	4,588,487.56	4,410,474.69
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>143,190,648.34</b>	<b>48,939,250.79</b>	<b>62,843,506.14</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>			
Deudas:			
Cuentas por pagar (nota 2d)	10,592,235.35	18,818,081.97	9,176,065.46
Préstamos (nota 2e)	37,512,813.00	82,708,309.66	90,635,591.40
Fiscales	1,049,600.00	367,780.93	430,909.68
Remuneraciones y cargas sociales	304,356.88	175,437.04	440,795.90
Otras deudas (nota 2f)	162,919.90	75,537.10	8,000.00
	49,621,925.13	94,145,146.70	100,691,362.44
Acciones preferidas clase B (nota 2k, anexo VII)	-	23,404,370.81	14,693,609.33
Total Deudas	49,621,925.13	117,549,517.51	115,384,971.77
Previsiones (anexo IV)	2,354,469.17	2,954,251.18	1,046,767.17
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>51,976,394.30</b>	<b>120,503,768.69</b>	<b>117,331,738.94</b>
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>195,167,042.64</b>	<b>169,443,019.48</b>	<b>180,175,245.08</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>			
(según estados respectivos)	27,271,286.43	34,190,070.33	29,357,363.80
<b>TOTAL DEL PASIVO MAS PATRIMONIO NETO</b>	<b>222,438,329.07</b>	<b>203,633,089.81</b>	<b>209,532,608.88</b>

**Cuadro 9 – Estado de situación patrimonial de Milkaut (Año 2006 – cifras en pesos)**

	<b>2006</b>
<b>ACTIVO</b>	
<b>ACTIVO CORRIENTE</b>	
Caja y bancos	3.150.920,30
Inversiones (anexo I)	42.246,13
Créditos por ventas (nota 2a)	42.562.487,90
Otros Créditos (nota 2b)	4.147.818,57
Bienes de Cambio (nota 2c)	32.743.559,71
<b>TOTAL ACTIVO CORRIENTE</b>	<b>82.647.032,61</b>
<b>ACTIVO NO CORRIENTE</b>	
Créditos por ventas (nota 2a)	434.948,57
Otros Créditos (nota 2b)	31.160.649,33
Inversiones (anexo I)	1.279,97
Bienes de Uso (anexo II)	100.402.800,33
Activos intangibles (anexo III)	134.875,65
<b>TOTAL ACTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>132.134.553,85</b>
<b>TOTAL DEL ACTIVO</b>	<b>214.781.586,46</b>
<b>PASIVO</b>	
<b>PASIVO CORRIENTE</b>	
Deudas:	
Cuentas por pagar (nota 2d)	39.556.525,15
Préstamos (nota 2e)	33.166.473,33
Remuneraciones y cargas sociales	8.866.711,73
Fiscales	4.234.559,86
Otras deudas (nota 2f)	3.766.270,72
<b>TOTAL PASIVO CORRIENTE</b>	<b>89.590.540,79</b>
<b>PASIVO NO CORRIENTE</b>	
Deudas:	
Cuentas por pagar (nota 2d)	5.763.284,26
Préstamos (nota 2e)	96.723.172,41
Fiscales	297.236,80
Remuneraciones y cargas sociales	1.662.723,59
Otras deudas	-
	104.446.417,06
Acciones preferidas (clase B en 2006 y clase B y D en 2005 - nota 2k, anexo VII)	5.117.617,46
Total Deudas	109.564.034,52
Provisiones (anexo IV)	2.022.109,95
<b>TOTAL PASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>111.586.144,47</b>
<b>TOTAL DEL PASIVO</b>	<b>201.176.685,26</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	
(según estados respectivos)	13.604.901,20
<b>TOTAL DEL PASIVO MAS PATRIMONIO NETO</b>	<b>214.781.586,46</b>

**Cuadro 10 – Estados de Resultados de Milkaut (cifras en pesos)**

	2006	2005	2004
Ventas netas (nota 2g)	316.694.278,98	292.277.265,17	220.721.280,17
Costo de ventas (anexo V)	(263.281.890,49)	(236.237.819,05)	(191.576.117,49)
<b>GANANCIA BRUTA</b>	<b>53.412.388,49</b>	<b>56.039.446,12</b>	29.145.162,68
Gastos de comercialización (anexo VI)	(42.179.995,20)	(42.401.966,75)	(29.289.627,62)
Gastos de administración (anexo VI)	(10.584.825,58)	(7.596.708,70)	(6.234.308,42)
<b>GANANCIA DE EXPLOTACIÓN</b>	<b>647.567,71</b>	<b>6.040.770,67</b>	(6.378.773,36)
Resultados financieros y por tenencia (nota 2h)	(34.953.493,28)	(32.845.742,34)	(9.718.448,19)
Resultados por participación en Sociedad art. 33 Ley N° 19.550	(612,05)	34.803,60	-
Otros egresos netos (nota 2i)	(3.761.751,20)	(115.789,05)	(450.879,20)
<b>PERDIDA ORDINARIA ANTES DE IMPUESTO A LAS GANANCIAS</b>	<b>(38.068.288,82)</b>	<b>(26.885.957,12)</b>	(16.548.100,75)
Impuesto a las ganancias (nota 10)	12.428.423,14	15.469.244,43	31.766.393,15
<b>PERDIDA ORDINARIA DE LAS OPERACIONES</b>	<b>(25.639.865,68)</b>	<b>(11.416.712,69)</b>	15.218.292,40
Resultados extraordinarios (nota 2j)	1.193.233,72	11.050.413,66	-
<b>PERDIDA NETA DEL EJERCICIO</b>	<b>(24.446.631,96)</b>	<b>(366.299,03)</b>	15.218.292,40

**Cuadro N° 11 - Flujo de fondos de Milkaut**

Miles de Pesos	Mar-04	Mar-05	Mar-06	Total AR\$	Total US\$
<b>EBITDA</b>	<b>8.072</b>	<b>20.560</b>	<b>18.577</b>	<b>47.208</b>	<b>15.736</b>
Inversiones	-1.532	-3.656	-3.549	-8.737	-2.912
Variación de Capital de Trabajo	7.387	3.166	3.248	13.800	4.600
Deuda a Proveedores LP	-1.750	-2.289	-3.223	-7.262	-2.421
Impuesto a los Débitos	-2.622	-2.764	-3.173	-8.559	-2.853
Comisiones Bancarias	-1.007	-840	-1.010	-2.857	-952
Desvinculaciones	-490	-482	-1.666	-2.638	-879
Juicios			-708	-708	-236
<b>Cash Flow antes de Financiación</b>	<b>8.058</b>	<b>13.695</b>	<b>8.495</b>	<b>30.247</b>	<b>10.082</b>
Intereses Deuda Financiera	-5.149	-9.379	-6.994	-21.522	-7.174
Amortización de Capital	-1.966	-3.031	-9.258	-14.255	-4.752
Dividendos y Honorarios	-267	-3.015	-2.476	-5.758	-1.919
<b>Cash Flow antes de Nueva Deuda</b>	<b>676</b>	<b>-1.730</b>	<b>-10.233</b>	<b>-11.288</b>	<b>-3.763</b>
Nueva Deuda		715	10.839	11.554	3.851
<b>Cash Flow</b>	<b>676</b>	<b>-1.015</b>	<b>606</b>	<b>266</b>	<b>89</b>

**Cuadro 12 – Deuda financiera de Milkaut al 30/06/06 (en miles de U\$S diferenciado por moneda)**

Banco	Pesos	US\$	Reconv	IFC	Valor Nominal
Nación	3.160	3.176			<b>6.336</b>
Galicia	5.131				<b>5.131</b>
Suquía	3.782				<b>3.782</b>
HSBC	2.036	620			<b>2.656</b>
Ciudad	1.494	559			<b>2.053</b>
ABN AMRO	1.008	410			<b>1.418</b>
Francés	994				<b>994</b>
BNL	771				<b>771</b>
CMF	15	280	473		<b>768</b>
Bansud	-	746			<b>746</b>
Fiorito	542				<b>542</b>
Société	187		208		<b>395</b>
BANADE	29	277			<b>306</b>
Citibank	112	22			<b>134</b>
Rabobank		4.821	4.694		<b>9.515</b>
IFC				16.200	<b>16.200</b>
Nueva Deuda		3.820			<b>3.820</b>
<b>Total</b>	<b>19.262</b>	<b>14.730</b>	<b>5.375</b>	<b>16.200</b>	<b>55.567</b>

**Cuadro 13 – Proyecciones de EBITDA de Milkaut<sup>1</sup>**

Miles de US\$	2005	2006E	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>Ventas Netas</b>	<b>107.054</b>	<b>109.064</b>	<b>110.905</b>	<b>113.612</b>	<b>116.273</b>	<b>116.273</b>	<b>116.273</b>	<b>116.273</b>	<b>116.273</b>
% crecimiento		1,88%	1,69%	2,44%	2,34%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Leche	60.611	61.655	62.909	65.030	67.105	67.105	67.105	67.105	67.105
Yogurt	8.578	10.457	11.043	11.630	12.216	12.216	12.216	12.216	12.216
Ingredientes	7.959	7.053	7.053	7.053	7.053	7.053	7.053	7.053	7.053
Otros	16.077	15.385	15.385	15.385	15.385	15.385	15.385	15.385	15.385
Queso	13.830	14.514	14.514	14.514	14.514	14.514	14.514	14.514	14.514
<b>Contribución Marginal</b>	<b>20.305</b>	<b>23.368</b>	<b>23.592</b>	<b>24.248</b>	<b>24.894</b>	<b>24.894</b>	<b>24.894</b>	<b>24.894</b>	<b>24.894</b>
% margen	18,97%	21,43%	21,27%	21,34%	21,41%	21,41%	21,41%	21,41%	21,41%
Leche	10.105	11.658	11.723	12.221	12.707	12.707	12.707	12.707	12.707
Yogurt	2.146	3.346	3.505	3.664	3.823	3.823	3.823	3.823	3.823
Ingredientes	3.447	3.137	3.137	3.137	3.137	3.137	3.137	3.137	3.137
Otros	2.610	2.552	2.552	2.552	2.552	2.552	2.552	2.552	2.552
Queso	1.996	2.674	2.674	2.674	2.674	2.674	2.674	2.674	2.674
<b>Costos Fijos</b>	<b>(19.830)</b>	<b>(20.183)</b>	<b>(20.412)</b>	<b>(20.358)</b>	<b>(20.591)</b>	<b>(20.591)</b>	<b>(20.591)</b>	<b>(20.591)</b>	<b>(20.591)</b>
Costos Fijos	(18.992)	(20.183)	(20.412)	(20.358)	(20.591)	(20.591)	(20.591)	(20.591)	(20.591)
Resultado Tenencia	(839)	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Resultado Operativo</b>	<b>474</b>	<b>3.185</b>	<b>3.180</b>	<b>3.890</b>	<b>4.303</b>	<b>4.303</b>	<b>4.303</b>	<b>4.303</b>	<b>4.303</b>
% margen	0,44%	2,92%	2,87%	3,42%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%	3,70%
<b>Amortización</b>	<b>5.247</b>	<b>4.997</b>	<b>4.997</b>	<b>4.997</b>	<b>4.997</b>	<b>4.997</b>	<b>4.997</b>	<b>4.997</b>	<b>4.997</b>
<b>EBITDA</b>	<b>6.141</b>	<b>8.182</b>	<b>8.177</b>	<b>8.887</b>	<b>9.300</b>	<b>9.300</b>	<b>9.300</b>	<b>9.300</b>	<b>9.300</b>
% margen	5,74%	7,50%	7,37%	7,82%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%

<sup>1</sup> Los años descriptos deben leerse de la siguiente manera: el año 2006E se refiere al período abril 2006 – marzo 2007, y así sucesivamente.

Cuadro 14 – Flujos de fondos proyectados de Milkaut

Miles de US\$	2005	2006E	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
<b>EBITDA</b>	<b>6.141</b>	<b>8.182</b>	<b>8.177</b>	<b>8.887</b>	<b>9.300</b>	<b>9.300</b>	<b>9.300</b>	<b>9.300</b>	<b>9.300</b>
% margen	5,74%	7,50%	7,37%	7,82%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%	8,00%
Variación Capital de Trabajo	1.065	(516)	(153)	(226)	(222)	-	-	-	-
Deuda Proveedores LP	(271)	(864)	(892)	(487)	(415)	(415)	(35)	-	-
CAPEX	(1.000)	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(1.200)	(1.200)
Gastos y Comisiones BCarias	(321)	(327)	(333)	(341)	(349)	(349)	(349)	(349)	(349)
Impuesto Débitos y Créditos	(1.094)	(1.115)	(1.134)	(1.161)	(1.189)	(1.189)	(1.189)	(1.189)	(1.189)
Otros	(1.402)	(411)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)
Acuerdo Comercial Vialat	-	(1.313)	(938)	(1.000)	(500)	-	-	-	-
<b>CF antes de Financiación</b>	<b>3.118</b>	<b>2.437</b>	<b>3.442</b>	<b>4.387</b>	<b>5.341</b>	<b>6.062</b>	<b>6.443</b>	<b>6.477</b>	<b>6.477</b>
Intereses	(2.561)	(2.899)	(2.873)	(2.608)	(2.269)	(1.736)	(1.080)	(225)	(20)
Amortización de Capital	(3.047)	(4.266)	(6.631)	(7.240)	(9.451)	(11.095)	(9.876)	(5.001)	(1.344)
Dividendos Preferidos	(97)	(114)	(131)	(148)	(148)	(141)	(119)	(20)	-
Acciones Preferidas B	-	-	-	(338)	(423)	(592)	(718)	(845)	(465)
Acciones Preferidas D	-	-	-	-	(1.280)	(1.520)	(1.780)	(2.070)	(2.380)
Nueva Deuda	3.570	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Cash Flow</b>	<b>982</b>	<b>(4.842)</b>	<b>(6.193)</b>	<b>(5.947)</b>	<b>(8.230)</b>	<b>(9.021)</b>	<b>(7.131)</b>	<b>(1.683)</b>	<b>2.268</b>
Cash Flow Acumulado		(3.860)	(10.053)	(16.000)	(24.230)	(33.251)	(40.383)	(42.066)	(39.798)

Cuadro 15 – EBITDA proyectado consolidado de Milkaut

US\$ 000'	SRA Milkaut		2006E	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
	2005	2005								
<b>Ventas Netas</b>	<b>15.555</b>	<b>107.054</b>	<b>125.608</b>	<b>129.596</b>	<b>135.631</b>	<b>140.977</b>	<b>140.977</b>	<b>140.977</b>	<b>140.977</b>	<b>140.977</b>
% crecimiento			2,45%	3,18%	4,66%	3,94%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
Leche	-	60.611	61.655	62.909	65.030	67.105	67.105	67.105	67.105	67.105
Yogurt	-	8.578	10.457	11.043	11.630	12.216	12.216	12.216	12.216	12.216
Ingredientes	-	7.959	7.053	7.053	7.053	7.053	7.053	7.053	7.053	7.053
Otras	-	16.077	15.385	15.385	15.385	15.385	15.385	15.385	15.385	15.385
Queso	15.555	13.830	31.058	33.206	36.534	39.218	39.218	39.218	39.218	39.218
% crec. en queso			5,69%	6,91%	10,02%	7,35%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>CMq</b>	<b>3.244</b>	<b>20.305</b>	<b>27.269</b>	<b>28.159</b>	<b>29.911</b>	<b>31.483</b>	<b>31.483</b>	<b>31.483</b>	<b>31.483</b>	<b>31.483</b>
% margen	20,85%	18,97%	21,71%	21,73%	22,05%	22,33%	22,33%	22,33%	22,33%	22,33%
Leche	-	10.105	11.658	11.723	12.221	12.707	12.707	12.707	12.707	12.707
Yogurt	-	2.146	3.346	3.505	3.664	3.823	3.823	3.823	3.823	3.823
Ingredientes	-	3.447	3.137	3.137	3.137	3.137	3.137	3.137	3.137	3.137
Otras	-	2.610	2.552	2.552	2.552	2.552	2.552	2.552	2.552	2.552
Queso	3.244	1.996	6.575	7.241	8.337	9.264	9.264	9.264	9.264	9.264
% crec. en queso			25,47%	10,13%	15,14%	11,12%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>Costos Fijos</b>	<b>(6.247)</b>	<b>(19.830)</b>	<b>(25.373)</b>	<b>(24.131)</b>	<b>(23.956)</b>	<b>(24.065)</b>	<b>(24.065)</b>	<b>(24.065)</b>	<b>(24.065)</b>	<b>(24.065)</b>
Milkaut	-	(19.830)	(20.183)	(20.412)	(20.358)	(20.591)	(20.591)	(20.591)	(20.591)	(20.591)
SRA	(6.247)	-	(5.190)	(3.719)	(3.598)	(3.474)	(3.474)	(3.474)	(3.474)	(3.474)
<b>Resultado Operativo</b>	<b>(3.003)</b>	<b>474</b>	<b>1.896</b>	<b>4.028</b>	<b>5.955</b>	<b>7.418</b>	<b>7.418</b>	<b>7.418</b>	<b>7.418</b>	<b>7.418</b>
% margen	-19,30%	0,44%	1,51%	3,11%	4,39%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%	5,26%
<b>Amortización</b>	<b>966</b>	<b>5.247</b>	<b>5.925</b>	<b>5.925</b>	<b>5.925</b>	<b>5.925</b>	<b>5.925</b>	<b>5.925</b>	<b>5.925</b>	<b>5.925</b>
<b>EBITDA</b>	<b>(2.037)</b>	<b>6.141</b>	<b>7.821</b>	<b>9.953</b>	<b>11.881</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>
% margen	-13,09%	5,74%	6,23%	7,68%	8,76%	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%



**Cuadro 16 – Flujo de fondos proyectado consolidado**

US\$ 000'	SRA Milkaut		2006E	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P
	2005									
<b>EBITDA</b>	<b>(2.037)</b>	<b>6.141</b>	<b>7.821</b>	<b>9.953</b>	<b>11.881</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>
% margin	-13,09%	5,74%	6,23%	7,68%	8,76%	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%
Working Capital Variation		1.065	(649)	(332)	(503)	(445)	-	-	-	-
Suppliers Debt		(271)	(864)	(892)	(487)	(415)	(415)	(35)	-	-
CAPEX		(1.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)
Bank Expenses & Comissions		(321)	(377)	(389)	(407)	(423)	(423)	(423)	(423)	(423)
Financial Transactions Tax		(1.094)	(1.284)	(1.325)	(1.387)	(1.441)	(1.441)	(1.441)	(1.441)	(1.441)
Commercial Agreement Vialat		-	(875)	-	-	-	-	-	-	-
Other		(1.402)	(411)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)
<b>Cash Flow before Financing</b>		<b>3.118</b>	<b>1.361</b>	<b>4.930</b>	<b>7.012</b>	<b>8.534</b>	<b>8.980</b>	<b>9.360</b>	<b>9.395</b>	<b>9.395</b>
Interest Service		(2.561)	(2.899)	(2.873)	(2.608)	(2.269)	(1.736)	(1.080)	(225)	(20)
Principal Payments		(3.047)	(4.266)	(6.631)	(7.240)	(9.451)	(11.095)	(9.876)	(5.001)	(1.344)
Preferred Dividends		(97)	(114)	(131)	(148)	(148)	(141)	(119)	(20)	-
Preferred Shares B Repayment		-	-	-	(338)	(423)	(592)	(718)	(845)	(465)
New Debt		3.570	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Cash Flow</b>		<b>982</b>	<b>(5.917)</b>	<b>(4.705)</b>	<b>(3.322)</b>	<b>(3.756)</b>	<b>(4.584)</b>	<b>(2.434)</b>	<b>3.304</b>	<b>7.566</b>
Accumulated Cash Flow				(10.623)	(13.945)	(17.701)	(22.285)	(24.719)	(21.415)	(13.850)

**Cuadro 17**

Tenencia accionaria anterior a acuerdo con Bongrain						
Nombre	clase	Cant.	Valor	% cant.	% votos	
BBVA como fiduciario del Fideicomiso RADERO	A	126.000	4.158.000	15,2921	47,4414	
INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION	B	33.189	1.095.237	4,0280	2,4993	
Inversionistas Minoritarios	B	2.078	68.574	0,2522	0,1614	
BBVA como fiduciario del Fideicomiso AUT	C	441.941	14.584.053	53,6367	33,2799	
Inversionistas Minoritarios	C	22.886	755.238	2,7776	1,7234	
MILKAUT S.A. (Acciones propias en cartera)	C	1.638	54.054	0,1988	0,1185	
VIALAT S.A.	D	196.221	6.475.293	23,8146	14,7762	
<b>Total</b>			<b>823.953</b>	<b>27.190.449</b>	<b>100</b>	<b>100</b>



**Cuadro 20 – Flujos incorporando reestructuración de pasivos**

Miles de US\$	2006E	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P
<b>EBITDA</b>	<b>7.821</b>	<b>9.953</b>	<b>11.881</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>	<b>13.344</b>
% margin	6,23%	7,68%	8,76%	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%	9,47%
Variación Capital de Trabajo	(649)	(332)	(503)	(445)	-	-	-	-	-	-
Deuda Proveedores LP	(864)	(892)	(487)	(415)	(415)	(35)	-	-	-	-
Inversiones	(1.500)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)	(2.000)
Gastos y Comisiones Bancarios	(377)	(389)	(407)	(423)	(423)	(423)	(423)	(423)	(423)	(423)
Impuesto al Débito	(1.284)	(1.325)	(1.387)	(1.441)	(1.441)	(1.441)	(1.441)	(1.441)	(1.441)	(1.441)
Acuerdo Comercial	(875)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Otros	(1.511)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)	(85)
Proceso Reestructuración	2.000	750	750	-	-	-	-	-	-	-
Indemnizaciones	(500)	(1.500)	(1.500)	-	-	-	-	-	-	-
<b>CF antes de Financiación</b>	<b>2.261</b>	<b>4.180</b>	<b>6.262</b>	<b>8.534</b>	<b>8.980</b>	<b>9.360</b>	<b>9.395</b>	<b>9.395</b>	<b>9.395</b>	<b>9.395</b>
Intereses	(2.964)	(3.033)	(3.096)	(2.935)	(2.770)	(2.419)	(2.004)	(1.564)	(965)	(293)
Amortización de Capital	-	(216)	(3.019)	(5.434)	(5.668)	(5.649)	(6.187)	(7.891)	(8.828)	(4.228)
Dividendos Preferidos	(114)	(131)	(148)	(165)	(182)	(189)	(172)	(142)	(101)	(51)
Repago Acciones B	-	-	-	-	(169)	(338)	(507)	(676)	(845)	(845)
Nueva Deuda	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Cash Flow</b>	<b>(817)</b>	<b>800</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>191</b>	<b>764</b>	<b>524</b>	<b>(879)</b>	<b>(1.346)</b>	<b>3.978</b>

**Cuadro 21 – Situación patrimonial comparativa al 30/03/06 (cifras en pesos)**

	Milkaut 2006	Consolidado 2006
<b>A CTIVO CORRIENTE</b>	<b>82.647.033</b>	<b>114.517.483</b>
Caja y bancos	3.150.920	3.636.245
Inversiones	42.246	42.246
Créditos por ventas	42.562.488	53.607.101
Otros Créditos	4.147.819	8.904.294
Bienes de Cambio	32.743.560	48.327.597
<b>A CTIVO NO CORRIENTE</b>	<b>132.152.554</b>	<b>157.645.327</b>
Créditos por ventas	434.949	434.949
Otros Créditos	31.160.649	31.166.798
Inversiones	1280	1813
Bienes de Uso	100.420.800	125.876.891
Activos intangibles	134.876	134.876
<b>A CTIVO TOTAL</b>	<b>214.799.586</b>	<b>272.162.810</b>
<b>P ASIVO CORRIENTE</b>	<b>89.590.541</b>	<b>76.274.220</b>
Cuentas por pagar	39.556.525	46.833.653
Préstamos	33.166.473	7.497.868
Remuneraciones y cargas sociales	8.866.712	11.645.650
Fiscales	4.234.560	4.578.889
Otras deudas	3.766.271	5.718.160
<b>P ASIVO NO CORRIENTE</b>	<b>111.586.144</b>	<b>112.556.885</b>
Cuentas por pagar	5.763.284	5.763.284
Préstamos	96.723.172	96.723.172
Fiscales	297.237	297.237
Remuneraciones y cargas sociales	1.662.724	1.662.724
Otras deudas	-	-
Acciones Preferidas Clase B y D	5.117.617	5.117.618
Previsiones	2.022.110	2.992.850
<b>P ASIVO TOTAL</b>	<b>201.176.685</b>	<b>188.831.104</b>
<b>P ATRIMONIO NETO</b>	<b>13.622.901</b>	<b>83.331.706</b>
<b>P ASIVO + PN</b>	<b>214.799.586</b>	<b>272.162.810</b>