



**Nota DAF N° 8901/24**

Córdoba, 7 de noviembre de 2024

Sres.

**COMISIÓN NACIONAL DE VALORES**

25 de Mayo 175 - Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
At. Gerencia de Emisoras

**BOLSAS Y MERCADOS ARGENTINOS S.A.**

Sarmiento 299 – Ciudad Autónoma de Buenos Aires  
At. Gerencia Técnica y de Valores Negociables

Presentes

**Ref.: Hecho Relevante. Informe de  
Oferta Pública de Canje Voluntario  
de Acciones.**

De mi consideración:

Tengo el agrado de dirigirme a Uds. en nombre y representación de Distribuidora de Gas del Centro S.A. (la "Sociedad"), en cumplimiento de la normativa vigente, a efectos de adjuntar el Informe de Valuación realizado por INFUPA S.A. en fecha 30 de octubre de 2024 (el "Informe de Valuación"), referente a la Oferta Pública de Canje Voluntario de Acciones de ECOGAS INVERSIONES S.A. (ex Inversora de Gas del Centro S.A.) ("Ecogas") (la "Oferta de Canje"), el cual fuera remitido a la Sociedad en el día de la fecha para su publicación de conformidad con el art. 14.7) de la Secc. III, Cap. II, Tit. III de las Normas de la CNV (N.T. 2013 y mod.). El Informe de Valuación fue aprobado por el Directorio de Ecogas en el día de la fecha. La Oferta de Canje se encuentra pendiente de autorización por parte de la Comisión Nacional de Valores.

Sin otro particular, saludo a Uds. muy atentamente.

\_\_\_\_\_  
Natalia Lorena Rivero  
Responsable de  
Relaciones con el Mercado

Buenos Aires, 30 de octubre de 2024

Sres.:  
Miembros del Directorio  
Ecogas Inversiones S.A.  
(anteriormente denominada Inversora de Gas del Centro S.A.)  
At.: Natalia Rivero

Ref.: Opinión independiente de valor y determinación de relación de canje

De nuestra mayor consideración:

Nos dirigimos a ustedes en nuestro carácter de asesores financieros independientes del Directorio de ECOGAS INVERSIONES S.A. (anteriormente denominada Inversora de Gas del Centro S.A., y en adelante "ECOGAS" o la "Sociedad") con el objeto de establecer una opinión independiente de valor del capital accionario de la Sociedad y de sus subsidiarias DISTRIBUIDORA DE GAS DEL CENTRO S.A. ("DGCE") y DISTRIBUIDORA DE GAS CUYANA S.A. ("DGCU" y junto con DGCE y ECOGAS, las "Compañías") a fin de determinar la relación de canje entre tenencias accionarias en DGCE y DGCU por tenencias en la Sociedad en relación con la potencial oferta de canje de acciones a ser realizada por ECOGAS a los accionistas de DGCU y DGCE.

A fin de realizar la tarea encomendada, Infupa S.A. ("Infupa") procedió a preparar el informe de valuación y determinación de la relación de canje (el "Informe"), donde se detallan las metodologías aplicadas y la información considerada a tal fin, que se adjunta a la presente como Anexo I.

## 1. Antecedentes

ECOGAS es titular del 55,29% del capital de DGCE y del 51,00% del capital de DGCU (firmas adjudicatarias de la concesión para operar la red de distribución de gas natural en las provincias de Córdoba, Catamarca y La Rioja, y de Mendoza, San Juan y San Luis, respectivamente). Ambas sociedades se encuentran adheridas al Régimen de Oferta Pública, cotizando sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires.

Con fecha 9 de octubre de 2024, ECOGAS decidió promover una oferta pública de canje voluntario (la "Oferta de Canje") dirigida a accionistas de DGCU y de DGCE, por nuevas acciones de ECOGAS. Dicho canje voluntario se realizaría a la relación de canje que sería informada oportunamente.

A los fines de realizar una determinación independiente del valor del capital accionario de las Compañías y, a partir de dichas valuaciones, determinar la relación de canje que eventualmente correspondería aplicar a la Oferta de Canje, la Sociedad solicitó a Infupa la realización de la presente tarea.

## **2. Alcance de nuestro trabajo**

Dado que la Oferta de Canje es de carácter voluntario no resultan de aplicación las normas de precio equitativo por aplicación del Artículo 2 del Capítulo II del Título III de las Normas de CNV. No obstante, y según lo solicitado por la Sociedad, Infupa ha preparado igualmente esta opinión de razonabilidad siguiendo los criterios de determinación de precio equitativo conforme se establece en el artículo 88 y demás artículos aplicables de la Ley 26.831 y las normas de CNV.

En la presente determinación, Infupa ha considerado la información correspondiente a: (i) los estados contables de las Compañías correspondientes a los ejercicios finalizados al 31.12.2017, 31.12.2018, 31.12.2019, 31.12.2020, 31.12.2021, 31.12.2022 y 31.12.2023, y a los balances trimestrales finalizados al 30.06.2024, (ii) información de gestión histórica de las Compañías para los ejercicios fiscales 2017 a 2024, (iii) proyecciones económicas financieras de las Compañías para el período 2024 - 2028; y (iv) conversaciones con el equipo gerencial de ECOGAS sobre la información suministrada y sobre las perspectivas del negocio y la razonabilidad de las hipótesis de trabajo asumidas. Si bien Infupa revisó la consistencia de la información suministrada, la mencionada información no ha sido auditada por Infupa en forma independiente.

Infupa ha compartido con ECOGAS la información que da soporte a esta carta, no habiendo presentado la gerencia de la Sociedad objeciones a los supuestos establecidos en nuestro trabajo.

Respecto a la información adicional públicamente disponible, Infupa ha recurrido a fuentes consideradas confiables, pero sobre las cuales Infupa no puede garantizar su completa exactitud. En todos los casos, las fuentes de la información consideradas se encuentran debidamente señaladas en el Informe.

A fin de desarrollar la tarea encomendada, Infupa recurrió a varias metodologías, cuya aplicación requirió la realización de proyecciones de flujos futuros o estimaciones de ciertas variables asociadas a las actividades de las Compañías. Dichas proyecciones y estimaciones han sido ampliamente discutidas y constituyen al momento de preparación del presente Informe una

estimación razonable para dichos parámetros. No obstante, debido a la naturaleza de dichas proyecciones y estimaciones, Infupa no está en condiciones de garantizar la ocurrencia de los supuestos allí contemplados, ya que la evolución futura del negocio de las Compañías dependerá de factores y condiciones inciertos que podrían modificar las conclusiones alcanzadas en este Informe.

La tarea de Infupa se limita a dictaminar la razonabilidad del valor por acción de las Compañías y la relación de canje resultante. La retribución de Infupa no depende en medida alguna de la realización o no del eventual canje de acciones promovido por ECOGAS.

Finalmente, este trabajo no debe interpretarse como una recomendación por parte de Infupa a ECOGAS ni a los accionistas de DGCE y de DGCU sobre la conveniencia o no de efectuar o aceptar la Oferta de Canje, respectivamente.

### 3. Resultados de la valuación

A continuación, se presentan los resultados de la valuación de las acciones de las Compañías mediante las distintas metodologías consideradas y la ponderación dada a cada uno de estos métodos, y la relación de canje resultante de dichas valuaciones.

El peso relativo de cada una de las metodologías de valuación se basa en nuestra experiencia profesional y en los criterios de valuación utilizados usualmente en operaciones de compra y venta de empresas.

**Tabla 1 : Valuación del capital de DGCE y DGCU**

<b>Metodología<sup>1</sup></b>	<b>DGCE Rango</b>	<b>DGCU Rango</b>	<b>Ponderación de Metodologías</b>
Valor Presente	346 – 416	348 – 373	60%
Múltiplos de Valor	269 – 373	308 – 366	20%
Valor Medio de Cotización <sup>2</sup>	213 – 220	268 – 271	15%
Valor Libros	147	148	5%
<b>Rango de valor</b>	<b>301 – 365</b>	<b>318 – 345</b>	

<sup>1</sup> Los criterios correspondientes al (i) precio pagado o acordado durante los 12 meses previos, y (ii) al precio de liquidación no han sido considerados en este cálculo, dado que no son aplicables.

<sup>2</sup> Valor medio de cotización de DGCE y DGCU correspondiente al semestre previo al anuncio de la Oferta de Canje por Ecogas.

**Tabla 2. Valuación del capital de Ecogas**

	<b>ECOGAS</b> <b>Rango</b>
Estructura	-0.9
Participaciones en Controladas (*)	343 -395
Caja, Inversiones y Activos no operativos	0.6
Pasivos	-0.6
<b>Valor Accionario</b>	<b>342 – 394</b>

(\*) incluye tenencias en DGCE, DGCU, Energía Sudamericana S.A. y Gasdifex S.A..

**Tabla 3 Valuaciones y relación de canje resultante**

	Rango Bajo			Rango Alto		
	Ecogas	DGCE	DGCU	Ecogas	DGCE	DGCU
Capital (USD M)	342	301	318	394	365	345
Capital (AR\$ mM)	338	297	314	390	361	341
Acciones (M)	14,18	160,46	202,35	14,18	106,46	202,35
Valor por acción	23.871,5	1.853,9	1.553,0	27.483,7	2.246,9	1.686,3
<b>Relación de canje</b>	<b>1,0x</b>	<b>12,9x</b>	<b>15,4x</b>	<b>1,0x</b>	<b>12,2x</b>	<b>16,3x</b>

Las relaciones de canje de la Tabla 3 han sido redondeados a un decimal para simplicidad de la exposición.

- La relación de canje de DGCE es de entre 12.23206061 y 12,87656126 acciones de DGCE por cada acción de Ecogas.
- La relación de canje de DGCU es de entre 15,37131233 y 16.29803542 acciones de DGCU por cada acción de Ecogas.

#### **4. Conclusión sobre la valuación de las Compañías y la Relación de Canje Resultante**

Basándonos en los resultados detallados en la tabla anterior, entendemos que la relación de canje por cada acción de Ecogas se encuentra en el rango de 12,2 y 12,9 acciones de DGCE y de 15,4 y 16,3 acciones de DGCU. En función de la determinación realizada por Infupa, dichas relaciones de canje son razonables y equitativas desde un punto de vista económico-financiero, dada la actual situación y las perspectivas existentes para las Compañías.

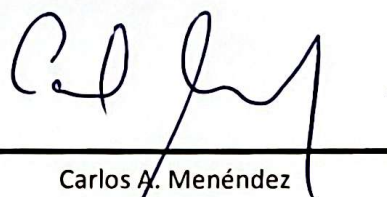
Nuestra opinión se encuentra fundamentada en la información citada previamente y en la valoración realizada de acuerdo con los procedimientos que se detallan en el Informe adjunto a la presente, y se encuentra sujeta a las consideraciones allí expresadas.

Atentamente,



---

Daniel Patrón Costas  
Director  
Infupa S.A.



---

Carlos A. Menéndez  
Director  
Infupa S.A.

Anexo I

Se adjunta el Informe de Valuación y Relación de Canje



Informe de Valor  
Ecogas Inversiones S.A.  
(anteriormente denominada  
Inversora de Gas del Centro S.A.)

OCTUBRE 2024







Este informe de valoración (el “Informe”) ha sido preparado por Infupa S.A. (“Infupa”) a solicitud de Ecogas Inversiones S.A. (“Ecogas” o la “Sociedad”) con el propósito de proporcionar una opinión independiente sobre el valor razonable del precio de las acciones de la misma y sus subsidiarias, Distribuidora del Gas Centro (“DGCE”) y Distribuidora de Gas Cuyana (“DGCU”), (“Las Subsidiarias”), con el objetivo de determinar la razonabilidad de la relación de canje correspondiente a la oferta pública de canje voluntario anunciado el 9/10/24 (“La Relación de Canje”).

Este Informe se basa en información económica y financiera disponible públicamente, así como en información proporcionada específicamente por la Sociedad para esta tarea. Específicamente, Infupa basó su análisis para la preparación de este Informe en los Estados Financieros anuales consolidados y parciales de la Sociedad para los años 2018 a 2024, y en la información brindada por el *management* de la Sociedad. Esta información no fue auditada independientemente por Infupa.

Adicionalmente, Infupa ha recurrido a información de diversas fuentes consideradas confiables, pero de las cuales Infupa no puede garantizar su integridad o precisión. Dichas fuentes están debidamente señaladas en este Informe.

Para la preparación de este Informe, Infupa ha recurrido a metodologías comúnmente aceptadas, cuya aplicación ha requerido hacer ciertas hipótesis o suposiciones respecto de los negocios de la Sociedad y las Subsidiarias y sus proyecciones financieras. Infupa considera que dichas suposiciones y proyecciones son razonables y consistentes con la situación actual de los negocios y su potencial actual, pero no está en condiciones de garantizar la ocurrencia futura de las hipótesis, suposiciones y/o proyecciones contempladas en el presente.

La tarea de Infupa en este Informe se limita al cálculo de una estimación del valor del precio de las acciones de la Sociedad y de las Subsidiarias, con el fin de determinar un rango razonable de la Relación de Canje entre las acciones de las Subsidiarias y la Sociedad.

El presente informe ha sido preparado por pedido del directorio de la Sociedad a los fines de evaluar la razonabilidad de la Relación de Canje, pudiendo el mismo ser presentado ante la Comisión Nacional de Valores (CNV) a tal fin.



- **AR\$ const.:** Pesos constantes expresados en moneda de junio de 2024
- **DGCE:** Distribuidora de Gas del Centro S.A.
- **DGCU :** Distribuidora de Gas Cuyana S.A.
- **EV:** Valor compañía
- **FdP:** Fin de período
- **H1 2024:** Primera mitad del año 2024
- **M:** Millones
- **mM:** Miles de Millones
- **Oferta de Canje:** Oferta pública de canje voluntario dirigido a los accionistas de DGCU y DGCE por acciones de Ecogas
- **PN:** Patrimonio Neto
- **Subsidiaria/s:** DGCE y/o DGCU
- **USD:** Dólares estadounidenses
- **2024E:** año 2024 esperado
- **2025P:** año 2025 proyectado



Método	Comentario
<b>Flujo de Fondos Descontado (FFD)</b>	<p>Esta metodología consiste en calcular el valor presente de los flujos de fondos proyectados utilizando una tasa de descuento acorde al riesgo del negocio.</p> <p>Es la metodología más aceptada tanto por la academia como por profesionales de las finanzas, dado que permite considerar las particularidades de cada compañía y sus negocios, las cuáles afectan a su rentabilidad y generación de fondos.</p>
<b>Múltiplos de Comparables</b>	<p>Esta metodología consiste en aplicar un múltiplo o parámetro de compañías similares que cuentan con información pública, ya sea de transacciones recientes o cotizaciones en bolsa. Es una metodología empleada comúnmente por profesionales, especialmente en mercados de capitales desarrollados donde existe un gran número de comparables.</p> <p>En el caso de Ecogas y sus subsidiarias, el grupo de compañías comparables que existe en el mismo mercado es reducido, por lo que se debe hacer uso de compañías en la misma industria, pero en otros mercados. Cuando se utilizan múltiplos de otros mercados, estos deben ajustarse para reflejar las diferencias en el riesgo y crecimiento esperado.</p>
<b>Precio de Mercado Accionario</b>	<p>Considera el precio promedio histórico de la acción de la compañía considerando el periodo de 6 meses previo al anuncio por parte de la Sociedad de la oferta pública de canje voluntario el 9/10/2024.</p>
<b>Valor Libros</b>	<p>Consiste en el valor del patrimonio neto obtenido de los Estados Contables más recientes.</p> <p>Este valor refleja el desempeño pasado y la historia de la empresa, pero no necesariamente proporciona una estimación razonable de la valoración actual ni sus perspectivas futuras.</p> <p>Excepto en casos específicos (como empresas con activos y pasivos muy líquidos), esta no es una metodología preferida para valorar empresas en funcionamiento.</p>
<b>Valor de Liquidación</b>	<p>El valor de liquidación resulta de calcular el valor restante del patrimonio para los accionistas después de discontinuar las actividades comerciales de la empresa, vender todos sus activos, cancelar todas sus obligaciones y pagar las indemnizaciones a los empleados.</p> <p>Esta metodología generalmente se considera como un valor de referencia mínimo. Puede ser utilizado para negocios con baja rentabilidad en relación con sus activos.</p> <p>En el caso de Ecogas y sus subsidiarias, esta metodología no es aplicable.</p>



Los principales supuestos se basan en las proyecciones de negocio del management. Para DGCE se consideraron dos escenarios en función del nivel de tarifa de distribución que sea reconocido por los Activos Transferidos por la Provincia de Córdoba (casos Tarifa Actual y Tarifa Plus).

Supuestos	DGCE	DGCU
<b>Usuarios</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La base de usuarios entre 2018 y jun.2024 creció en 90K usuarios, alcanzando 798K usuarios totales.</li> <li>Sobre las inversiones del Plan Integral de Estructura Gasífera, se espera que DGCE crezca en 170K usuarios entre junio 2024 y 2028 (4.4% anual), hasta los 968K usuarios totales.</li> <li>Luego de este período, el crecimiento de la base de usuarios se estabiliza en 1% anual.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>La evolución de base de clientes de DGCU histórico anual fue de 1%</li> <li>Esa misma tendencia se espera para todo el plazo de la proyección explícita, pasando de 636K usuarios en junio 2024 a 681K en 2030.</li> </ul>
<b>Tarifa por distribución</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Escenario Tarifa Actual ("TA"):</b> Los incrementos reales de tarifa, que comenzaron en H12024 y se esperan completar en 2025, resultan en un nivel de tarifa de distribución cercano al promedio de los años 2018 y 2019. Este escenario no incluye retribución por el riesgo operativo de los Activos Transferidos.</li> <li><b>Escenario Tarifa Plus ("TP"):</b> En este escenario se considera un componente tarifario adicional como retribución por el riesgo operativo de los Activos Transferidos que resulta en una tarifa promedio por encima del promedio 2018-19.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los incrementos reales de tarifa, que comenzaron en H12024 y se esperan completar en 2025, resultan en un nivel de tarifa de distribución al nivel promedio de los años 2018 y 2019.</li> </ul>
<b>Margen de Gas y Transporte</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los costos de gas y transporte se trasladan al 100% a los usuarios finales, por lo que no tienen efectos sobre el nivel de tarifa de distribución.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Los costos de gas y transporte se trasladan al 100% a los usuarios finales, por lo que no tienen efectos sobre el nivel de tarifa de distribución.</li> </ul>



## Los gastos de estructura y CAPEX necesarios para la operación de las distribuidoras se proyectan relativamente estables en relación con los valores históricos.

Método	DGCE	DGCU
<b>Costos Operativos</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Aproximadamente el 50% de los gastos de estructura, principalmente relacionados con gastos de personal, son fijos.</li><li>Los gastos variables se proyectan en función de los ingresos (gestión de cobranzas, tasas, contingencias, entre otros).</li><li>Tras la recuperación de tarifas, el costo total de estructura supera los niveles incurridos en los años 2018 y 2019 medidos en pesos constantes (+13 y 10% vs promedio 2018/2019 en escenarios TP y TA respectivamente).</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Aproximadamente el 60% de los gastos de estructura, principalmente relacionados con gastos de personal, son fijos.</li><li>La porción de gastos considerada variable se proyecta en función de los ingresos (gestión de cobranzas, tasas, contingencias, entre otros).</li><li>Tras la recuperación de tarifas, el costo total de estructura alcanza niveles similares a los incurridos en los años 2018 y 2019 medidos en AR\$ constantes (+2% vs promedio 2018/2019).</li></ul>
<b>Capital de trabajo</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Se proyecta en base a los parámetros operativos de la compañía, (cuentas por cobrar, cuentas por pagar y cargas fiscales a pagar).</li><li>En la proyección el capital de trabajo se estabiliza en 7% de los ingresos netos.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Compuesto principalmente por cuentas por cobrar, cuentas por pagar y cargas fiscales a pagar.</li><li>Para la proyección de estabilizó el mismo en 7% sobre ingresos netos.</li></ul>
<b>CAPEX</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>Se incluye un CAPEX anual de mantenimiento en términos reales en torno a los 14M de USD para todo el período proyectado y su perpetuidad.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>Se incluye un CAPEX anual de mantenimiento en términos reales en torno a los 13M de USD para todo el período proyectado y su perpetuidad.</li></ul>



A continuación, se puede observar el Flujo Libre de Fondos proyectado para DGCE y DGCU con una apertura de sus principales componentes.

	H2 2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
<b>DGCE – TP</b> (‘000 USD)							
Ventas	144.523	312.311	330.691	343.476	357.371	370.529	381.719
EBITDA	37.963	101.231	95.024	97.584	100.802	105.308	108.796
(-) Δ Capital de trabajo	10.659	-19.155	-11.795	-4.849	-4.745	-4.378	-2.777
(-) Capex	-4.892	-13.433	-13.649	-14.780	-16.005	-16.169	-16.143
(-) II.GG.	-	-33.762	-32.188	-32.258	-32.610	-34.005	-35.074
<b>Flujo de fondos</b>	<b>43.730</b>	<b>34.881</b>	<b>37.392</b>	<b>45.697</b>	<b>47.443</b>	<b>50.756</b>	<b>54.802</b>
% EBITDA	114%	34%	39%	47%	47%	48%	50%
<b>Valor Terminal</b>	-	-	-	-	-	-	<b>433.174</b>
<b>DGCE – TA</b> (‘000 USD)							
Ventas	144.523	284.475	305.076	318.469	333.044	345.193	355.617
EBITDA	37.963	84.581	78.770	82.061	85.841	88.734	91.721
(-) Δ Capital de trabajo	10.659	-12.926	-10.230	-3.894	-3.860	-3.531	-2.160
(-) Capex	-4.892	-13.391	-13.610	-14.740	-15.965	-15.651	-16.124
(-) II.GG.	-	-27.935	-26.501	-26.827	-27.376	-28.215	-29.110
<b>Flujo de fondos</b>	<b>43.730</b>	<b>30.330</b>	<b>28.430</b>	<b>36.600</b>	<b>38.640</b>	<b>41.336</b>	<b>44.327</b>
% EBITDA	114%	36%	36%	45%	45,0%	47%	48%
<b>Valor Terminal</b>	-	-	-	-	-	-	<b>350.775</b>
<b>DGCU</b> (‘000 USD)							
Ventas	126.727	250.235	266.003	273.668	281.648	292.075	301.042
EBITDA	38.681	79.947	75.876	79.253	82.682	86.432	89.396
(-) Δ Capital de trabajo	6.594	-10.562	-9.620	-4.631	-4.649	-3.553	-2.257
(-) Capex	-5.536	-12.909	-13.107	-14.192	-15.367	-14.595	-15.043
(-) II.GG.	0	-26.783	-24.008	-24.203	-24.721	-25.829	-26.693
<b>Flujo de fondos</b>	<b>39.739</b>	<b>29.693</b>	<b>29.141</b>	<b>36.227</b>	<b>37.945</b>	<b>42.456</b>	<b>45.403</b>
% EBITDA	103%	37%	38%	46%	46%	49%	51%
<b>Valor Terminal</b>	-	-	-	-	-	-	<b>358.883</b>

\*Corresponde a H2 2024

Nota: el Valor Terminal, en cada caso, es calculado como una perpetuidad en base el flujo de fondos del año 20230



La tasa de descuento utilizada es el denominado WACC o costo promedio ponderado del capital, que se ha calculado en 14,9%

Concepto	Valor	Descripción
Tasa Libre de Riesgo (1)	4,3%	Tasa de interés de bonos a 10 años del gobierno de E.E.U.U. (Fuente: Reserva Federal de los Estados Unidos).
Prima de riesgo de mercado (2)	7,4%	Diferencia entre retornos del S&P y retornos de un portfolio de activos libres de riesgo. Se basa en una estimación anual computada tanto con el promedio geométrico como aritmético (Fuente: Damodaran).
Beta desapalancado comparables (a)	0,37	Medida de riesgo no-diversificable que compara la volatilidad del precio del activo contra la volatilidad del mercado. Se utilizó un grupo de compañías comparables para calcular un promedio como estimación.
Diferencial Compensatorio Sistema Regulatorio (b)	0,28	Incremental de Beta correspondiente a diferencias en sistema regulatorio.
Beta Desapalancado (c)	0,65	(c) = (a)+(b)
D/E (d)	25%	Ratio de apalancamiento financiero.
Tasa de I.G.G (e)	35%	Tasa impositiva efectiva anual.
Beta Apalancado (3)	0,76	(c) * (1+(1-e)*d)
Prima de Riesgo País (4)	7,0%	Diferencial de riesgo por mayor incertidumbre en el país de operación.
Spread Deuda Corporativa (5)	0%	
Costo del Capital propio (Ke)	16,8%	(1) + (3)*(2) + (4)
Costo de la Deuda (Kd)	11,2%	(1) + (4) + (5)
E/EV	80,0%	(1 / (1 + (d) )
D/DV	20,0%	1 - E/EV
<b>WACC</b>	<b>14,9%</b>	<b>Ke* E/EV + Kd* D/DV *(1-e)</b>

Nota: el WACC está calculado al 25 de octubre de 2024.



El valor presente del flujo de fondos proyectado resulta en un rango de valor accionario de entre 346 y 416 M USD para DGCE y de entre 348 y 373 M USD para DGPU.

Compañía (USD 000')	DGCE		DGPU	
	TA	TP	WACC +1%	WACC -1%
Valor Compañía @ 30.06.2024	328.590	395.616	316.961	341.314
Deuda Neta	4.606	4.606	17.732	17.732
Valor del Capital Accionario @ 30.06.2024	333.196	400.222	334.693	359.045
Valor del Capital Accionario @ 30.10.2024	346.393	416.074	347.949	373.266
<i>EBITDA 2024 Estimado</i>	<i>51.917</i>	<i>51.917</i>	<i>56.967</i>	<i>56.967</i>
<i>EBITDA 2025 Proyectado</i>	<i>101.231</i>	<i>84.581</i>	<i>79.947</i>	<i>79.947</i>
<i>EV/EBITDA (2024E)</i>	<i>6,3x</i>	<i>7,6x</i>	<i>5,6x</i>	<i>6,0x</i>
<i>EV/EBITDA (2025P)</i>	<i>3,9x</i>	<i>3,9x</i>	<i>4,0x</i>	<i>4,3x</i>

- El rango de valor accionario de DGCE resulta de los escenarios TA y TP.
- Para DGPU, el rango asume una variación de tasa de descuento de  $\pm 1\%$  sobre WACC base.
- El valor compañía de DGCE se estima entre USD 329 y 396 M.
- El valor compañía de DGPU se estima entre USD 317 y 341 M.
- Para llegar al valor de capital accionario de cada subsidiaria se debe adicionar la caja / (deuda) neta, que es de USD 4,6 y 17.7 M en DGCE y DGPU respectivamente.
- Además, se debe capitalizar en el tiempo a la fecha dl presente informe de valuación, .
- El rango de valor del capital accionario de DGCE resultante es de entre **USD 346 y 416 M.**
- El rango de valor del capital accionario de DGPU resultante es de entre **USD 348 y 373 M.**

## Notas:

Los múltiplos EV/EBITDA utilizados contemplan al valor compañía como numerador.

El descuento de flujo de fondos se realizó al 30/06/2024, y se capitalizó el valor del capital accionario al 30/06/2024, utilizando la tasa de costo del capital Ke.





La Múltiplos de Comparables de firmas comparables considera un grupo de 13 compañías similares que cuentan con información pública. El múltiplo EV/EBITDA (mediana) ajustado por riesgo país del grupo de comparables es de 5,1x.

USD '000

Empresa	DGCE		DGPU	
	TP	TA		
EBITDA 2024	51.917		56.967	
EBITDA 2025	101.231	84.581	79.947	
<b>EBITDA aplicable rango Inferior</b>	<b>51.917</b>		<b>56.967</b>	
<b>EBITDA aplicable rango superior</b>	<b>72.421</b>		<b>68.457</b>	
Múltiplo Aplicable	5,1x			
Rango de valor	Inferior	Superior	Inferior	Superior
Rango valor compañía	264.450	368.845	290.176	348.702
Caja y deuda neta	4.606		17.732	
Rango de valor del capital accionario	269.056	373.451	307.907	366.434

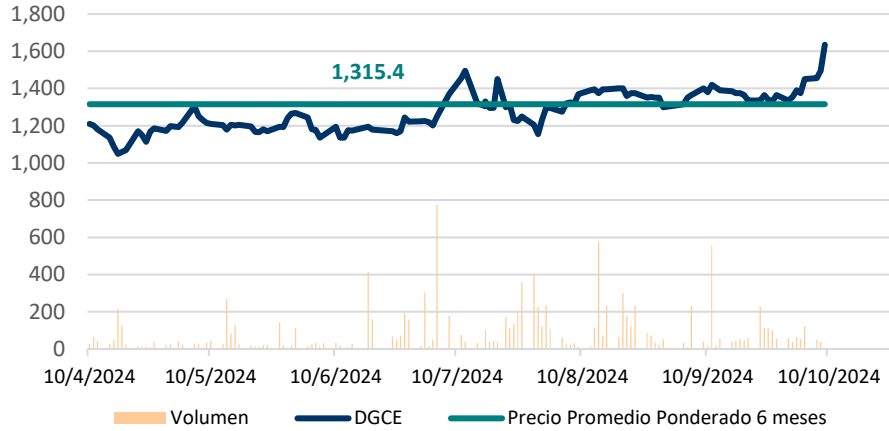
- El múltiplo aplicable en esta metodología resulta de un grupo de 13 compañías públicas de Estados Unidos, Europa, Centroamérica y Sudamérica<sup>1</sup>.
- Los múltiplos de dichas compañías fueron ajustados para reflejar el diferencial de (i) cada riesgo país con Argentina, y (i) crecimiento de la industria en el mundo y las compañías objetivo.
- Los múltiplos resultantes fueron aplicados al EBITDA histórico y proyectado de DGCE y DGPU.
- El rango inferior considera el EBITDA 2024.
- El rango superior considera el EBITDA promedio 2024 y 2025 (en DGCE, el EBITDA 2025 resulta del promedio de escenarios TA y TP).
- El valor del capital accionario de DGCE calculado por Múltiplos de Comparables se estima entre **USD 269 y 373 M.**
- Por su parte, para DGPU el rango resulta entre **USD 307 y 366 M.**

Ver detalle en anexos.

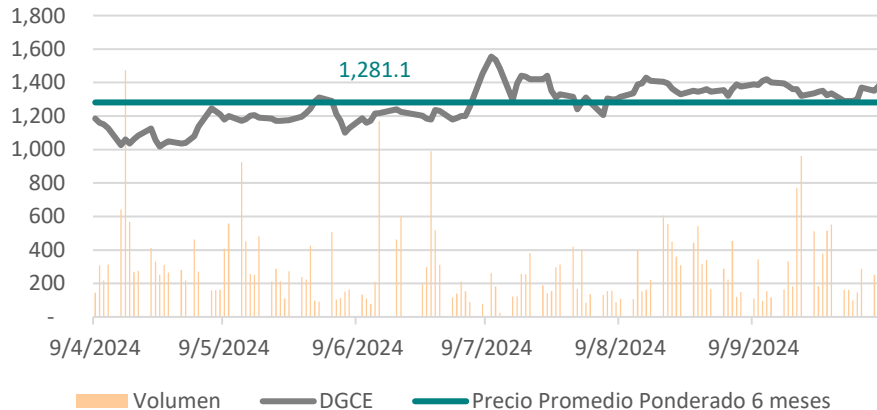


La metodología considera el precio histórico de cada acción, por el período de seis meses previo a la fecha de anuncio de la oferta pública voluntaria. Se consideró el promedio simple y ponderado (por volumen operado) del precio por acción.

## Cotización últimos 6 meses y Precio Promedio AR\$ - DGCE



## Cotización últimos 6 meses y Precio Promedio AR\$ - DGCU



Empresa	DGCE	DGCU
<b>Rango inferior:</b>		
Valor medio de cotización AR\$	1.271	1.268
Valor medio de cotización USD <sup>(1)</sup>	1,328	1,325
<b>Rango superior:</b>		
Valor medio de cotización ponderado AR\$	1.315	1.281
Valor medio de Cotización Ponderado USD <sup>(1)</sup>	1,374	1,338

Acciones #('000)	160.457	202.351
------------------	---------	---------

Valor Accionario – Rango Inferior 000'USD	213.054	268.120
Valor Accionario – Rango Superior 000'USD	220.480	270.799

1) El tipo de cambio aplicable para la conversión es el tipo de cambio oficial promedio del período de 6 meses del 10/4/2024 al 9/10/2024): 957,28 AR\$/USD.



La metodología de valuación por valor libros se basa en el patrimonio neto de cada Subsidiaria según el balance intermedio por el período de seis meses finalizado el 30 junio de 2024.

Valores en AR\$ M	DGCE	DGCU
Total Activo Corriente	65.187	69.954
Total Activo no Corriente	166.750	152.652
<b>Total Activo</b>	<b>231.937</b>	<b>221.606</b>
Total Pasivo Corriente	54.189	46.568
Total Pasivo no Corriente	37.541	36.294
<b>Total Pasivo</b>	<b>91.729</b>	<b>34.508</b>
Valor Libros (Valor Accionario)	140.208	140.530
<b>Valor libros USD '000<sup>1</sup> (Valor Accionario)</b>	<b>147.466</b>	<b>147.805</b>

1) Tipo de cambio referencia al 30/6/2024: 950,78 AR\$/USD.



**Se les asignaron distintas ponderaciones a las metodologías consideradas, basadas en su relevancia específica en el contexto actual y su aplicabilidad en la valuación de la Sociedad y sus Subsidiarias.**

- Se considera que la metodología de FFD es la que mejor refleja el potencial de largo-plazo de la compañía, considerando sus particularidades y capacidad de generar flujos de fondos. Se otorgó 60% de la ponderación total sobre el valor final de cada compañía.
- Se ponderó la valuación por múltiplos con 20% de la ponderación total. Esta metodología es pertinente, aunque no considera las particularidades propias de la compañía y se ve afectada por la volatilidad de los mercados.
- En el caso de valor medio de cotización, se le asignó un 15% de ponderación. El valor de Mercado se ve afectado tanto por la volatilidad del mercado global como por cuestiones bursátiles ajenas a la compañía, tales como liquidez, volumen operado y otras cuestiones relativas al mercado local.
- Finalmente, se ponderó a la metodología de Valor Libros con 5%, considerando sus limitaciones para reflejar la rentabilidad futura de la compañía.

Comparación de Valor Accionario		DGCE		DGPU		Ponderación
		Inferior	Superior	Inferior	Superior	
FFD	USD Of. M	346,4	416,1	347,9	373,3	60%
Múltiplos de Comparables	USD Of. M	269,1	373,5	307,9	366,4	20%
Precio de Mercado Accionario	USD Of. M	213,1	220,5	268,1	270,8	15%
Valor Libros	USD Of. M	147,5	147,5	147,8	147,8	5%
<b>Promedio ponderado</b>	<b>USD Of. M</b>	<b>301,0</b>	<b>364,8</b>	<b>318,0</b>	<b>345,3</b>	



**El valor de Ecogas se estima como suma de partes, considerando el valor presente de su estructura de costos, así como su participación en otros negocios, incluyendo las Subsidiarias, y el valor de sus activos y pasivos no operativos.**

Valor Presente Ecogas (USD '000)	Rango inferior	Rango superior
Valor Presente Costo de Estructura	-938	-938
Inversión en asociadas	343.358	395.179
VPP DGCE	166.411	201.687
VPP DGCU	162.159	176.081
VPP ENSUD	14.516	17.139
VPP Gasdifex	272	272
Caja, Inversiones y otros activos no operativos	624	624
Pasivos no operativos	-581	-581
<b>Valor Accionario @ 25/10/2024</b>	<b>342.463</b>	<b>394.283</b>

- Ecogas tiene una participación accionaria del 51,00% en DGCU y del 55,29% en DGCE.
- Además, tiene participación al 97.05% en Energía Sudamericana S.A. (ENSUD), compañía que tiene como actividad principal el trading de energía.
- Partiendo del balance de Ecogas se reemplazó el valor libros de las tenencias accionarias por el valor patrimonial proporcional de las valuaciones de DGCE, DGCU y ENSUD.
- El valor de Ecogas se estima como suma de partes, considerando el valor presente de su estructura de costos, así como su participación en las Subsidiarias y otros negocios, y el valor de sus activos y pasivos no operativos
- El valor del capital accionario de Ecogas resultante está en un rango de entre 342 y 394 USD M.



En base a la valuación obtenida tanto para Ecogas como para DGCE Y DGCU, podemos determinar una relación de canje teórica.

Rango de valor y relación de canje	Relación según rango bajo			Relación según rango alto		
	ECOGAS	DGCE	DGCU	ECOGAS	DGCE	DGCU
Capital Accionario (USD M)	342,5	301,0	318,0	394,3	364,8	345,3
Capital Accionario <sup>(1)</sup> (AR\$ mM)	338,5	297,5	314,2	389,7	360,5	341,2
Acciones emitidas (#)	14.178.732	160.457.190	202.351.288	14.178.732	160.457.190	202.351.288
Valor por acción (AR\$)	23.871,5	1.853,9	1.553,0	27.483,7	2.246,9	1.686,3
<b>Relación de canje por cada acción de Ecogas (X)</b>	<b>1,0x</b>	<b>12,9x</b>	<b>15,4x</b>	<b>1,0x</b>	<b>12,2x</b>	<b>16,3x</b>

- El rango de relación de canje de DGCE está entre 12,2x y 12,9x acciones de DGCE por cada acción de Ecogas.
- El rango de relación de canje de DGCU está entre 15,4x y 16,3x acciones de DGCU por cada acción de Ecogas.

Se calcula la relación de canje entre A y B como el ratio de los precios (valor por acción) de A sobre B.

1) Tipo de cambio referencia Comunicación A3500 al 25/10/2024: 988,3333 AR\$/USD. Fuente: [BCRA](#).





Compañía	Beta apalancado	Tasa impositiva (prom. 5 años)	Deuda/PN	Beta desap.
Spire Inc.	0,52	16,9%	119,2%	0,25
New Jersey Resources Corporation	0,94	18,1%	69,8%	0,60
Northwest Natural Holding Company	0,44	23,2%	110,5%	0,24
South Jersey Industries	0,50	22,9%	NA	NA
Southwest Gas Holdins, Inc.	0,65	21,4%	96,7%	0,37
Atmos Energy Corporation	0,51	16,0%	34,2%	0,39
<b>Promedio</b>	<b>0,59</b>	<b>0,20</b>	<b>86,1%</b>	<b>0,37</b>
<b>Mediana</b>	<b>0,51</b>	<b>0,20</b>	<b>97,0%</b>	<b>0,37</b>

Nota: para este cálculo, consideramos que el coeficiente beta de DGCE y DGCU no constituye es un parámetro representativo debido a las distorsiones macroeconómicas del mercado argentino, las fluctuaciones y cambios en las regulaciones correspondientes al tipo de cambio y, particularmente en el caso de DGCE, la poca liquidez de las acciones.





## Anexo 2 - Firms Comparables



Compañía	País	Valor Empresa	EBITDA	EV/ EBITDA	EV/EBITDA
		(USD M)	(USD '000)	(x)	Ajustado
		LTM	LTM	LTM	LTM
Atmos Energy Corporation	E.E.U.U.	28.249,1	1.992	14,2x	5,6x
Chesapeake Utilities Corporation	E.E.U.U.	4.190,7	281	14,9x	5,9x
New Jersey Resources Corporation	E.E.U.U.	8.085,2	538	15,0x	6,0x
NiSource Inc.	E.E.U.U.	30.696,8	2.278	13,5x	5,4x
Northwest Natural Holding Company	E.E.U.U.	3.212,8	332	9,7x	3,9x
ONE Gas, Inc.	E.E.U.U.	7.404,7	665	11,1x	4,4x
Southwest Gas Holdings, Inc.	E.E.U.U.	10.143,4	890	11,4x	4,5x
Spire Inc.	E.E.U.U.	8.610,0	745	11,6x	4,6x
Companhia de Gás de São Paulo	Brasil	3.063,8	218,4	14,0x	9,7x
Companhia Distribuidora de Gás do Rio de Janeiro	Brasil	7.999,1	1.745,5	4,6x	3,2x
Companhia Energética de Minas Gerais	Brasil	7.098,7	928,3	7,6x	5,3x
Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P.	Colombia	9.828,4	861,8	11,4x	6,7x
Promigas S.A. E.S.P.	Colombia	4.346,6	555,1	7,8x	4,6x
<b>Promedio general</b>				<b>11,3x</b>	<b>5,3x</b>
<b>Mediana general</b>				<b>11,4x</b>	<b>5,1x</b>
<b>Promedio USA</b>				<b>12,7x</b>	<b>5,1x</b>
<b>Mediana USA</b>				<b>12,5x</b>	<b>5,0x</b>



**Infupa**

M&A - FINANZAS CORPORATIVAS