

Los Grobo Agropecuaria S.A. (LGA)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	BBB+(arg)
ON Clase IV Serie I por hasta \$150MM	BBB+(arg)
ON Clase VI por hasta USD10 MM (ampliable hasta USD30 MM)*	BBB+(arg)
ON Clase VII por hasta USD10 MM (ampliable hasta USD30 MM)*	BBB+(arg)

* En su conjunto no pueden superar los USD 30 MM o su equivalente en otras monedas.

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	31/12/16	30/06/16
(\$ miles)	6 Meses	12 Meses
Total Activos	7.630.363	7.246.009
Deuda Financiera	2.015.997	2.761.450
Ingresos	3.542.300	5.398.946
EBITDA Operativo	-65.099	791.104
EBITDA (%)	Neg.	14,7%
Deuda / EBITDA	Neg.	3,5x
EBITDA / Intereses	Neg.	1,2x

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Informes Relacionados

Metodología de Calificación de Empresas registrada ante la Comisión Nacional de Valores

Agrofina S.A. (Agrofina), publicado el 24 de abril de 2017

Analistas

Analista Principal

Martín Frugone
 Analista
 +54 11 5235-8137
martin.frugone@fixscr.com

Analista Secundario

Cecilia Minguillón
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillón
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Nuevo accionista mayoritario: En diciembre 2016, VSAP Agriservices L.P. adquirió de los socios Prilder S.A., Prakelt S.A. y PCP (Cayman) L.P. un 75,04% de Grupo Los Grobo LLC, y en consecuencia obtuvo el control de dicha sociedad e, indirectamente, de sus controladas (entre ellas, LGA y Agrofina S.A. calificada por FixSCR en BBB+(arg)). Los nuevos accionistas capitalizaron al grupo con USD 103,4 millones (USD 60 MM fueron destinados a aumentar el capital social de LGA) que fueron aplicados al pago de la deuda reduciendo la misma a USD 125 MM de USD 181 MM.

Elevadas necesidades de capital de trabajo derivada de la venta de insumos: En los últimos años LGA redefinió su estrategia de negocio, con menor proporción en el segmento de producción agrícola y foco en la venta de agroinsumos. Si bien su posicionamiento se fortaleció, las elevadas necesidades de capital de trabajo para financiar a los productores en un contexto de altas tasas de interés erosionan fuertemente la rentabilidad y la capacidad de generar flujo.

Elevado apalancamiento: Luego del cambio accionario en diciembre 2016, la compañía planea cambiar su estructura de capital, que al momento Fix considera agresiva. A diciembre 2016 la compañía mantenía USD 125 MM de deuda financiera total, cuyos intereses anuales son aproximadamente USD 38 MM comparados con USD 54 MM pagados el año anterior con una deuda de USD 181 MM. Al considerar un EBITDA promedio de los últimos 2 años en USD 52 MM, el flujo estimado después de pago de intereses e impuestos es negativo. La calidad crediticia de la compañía está presionada, con débiles coberturas y niveles de apalancamiento mayores a los comparables.

Sensibilidad de la Calificación

Los factores que podrían empujar a la baja la calificación, podrían ser, entre otros:

- Falta de ejecución de planes para reducir la deuda financiera
- Agresiva política comercial con elevado riesgo de incobrabilidad y necesidades financieras altas para la capacidad de pago del emisor.
- Deterioración de la generación de EBITDA, el nivel apalancamiento y la cobertura de intereses.

Liquidez y Estructura de Capital

Apalancamiento elevado de la estructura de capital: A diciembre de 2016, LGA registró una deuda financiera total levemente superior a USD 125 MM y se encontraba fuertemente concentrada en el corto plazo. A dicha fecha, los indicadores de endeudamiento mostraban una estructura de capital presionada, con un ratio de deuda sobre EBITDA negativo que refleja la estacionalidad del negocio y que esperamos mejore a lo largo del presente ejercicio fiscal.

Liquidez asociada a inventarios de rápida realización: Al cierre del primer trimestre del año la deuda de corto plazo alcanzaba los USD 113 MM, mientras que la caja e inversiones corrientes, junto con los inventarios de rápida realización, ascendían en su conjunto a unos USD 82 MM (equivalentes a alrededor del 72% de los pasivos financieros corrientes). La deuda de corto plazo representa un 1,7x los IRR. Fix espera que con el aporte de capital recibido LGA recomponga su estructura de capital y reduzca el apalancamiento.

Perfil del negocio

Los Grobo Agropecuaria S.A. (LGA) es una compañía que actualmente se focaliza en la venta de insumos agrícolas y la comercialización de granos y en menor medida la producción agropecuaria. Los principales activos son su portafolio de tierras, las plantas de acopio y plantas de producción de agroinsumos. Los mismos aportan cierta flexibilidad financiera antes escenarios de escasez de crédito y/o situaciones financieras debilitadas. La compañía es una subsidiaria del Grupo Los Grobo LLC, cuyos accionistas son VSAP Agriservices L.P. y la familia Grobocopatel. Este fondo ingresó en el grupo el 8 de diciembre de 2016 y aportó USD 103,4MM.

Estrategia

LGA redefinió su estrategia, disminuyó las hectáreas sembradas y aumentó la venta de agroinsumos. El crecimiento en la facturación se explica principalmente por un mayor dinamismo en los segmentos de agroinsumos y acopio, que representan más del 60% de las ventas. El cambio de estrategia mitigó parcialmente la volatilidad del flujo de la compañía y su exposición al resultado del negocio de producción agrícola. Las hectáreas sembradas en la campaña 2016-2017 fueron 34.000. FIX estima que la superficie de hectáreas sembrada se mantenga estable en torno a 40.000 para las próximas campañas.

Operaciones

La compañía está focalizada en la producción y comercialización de agroinsumos. Este negocio le aportó el 60% del Resultado Operativo en el último año. Además se focaliza en operaciones de acopio y comercialización de granos, producción y servicios anexos como por ejemplo, servicios en planta de secado, almacenaje, asesoría comercial, etc.

Agroinsumos

LGA distribuye fertilizantes líquidos, a granel y en bolsa, agroquímicos y semillas directamente a los lotes de producción de los clientes de la red, y a su vez, se encarga de suministrar agroinsumos para la propia producción.

El crecimiento de este negocio en los últimos años fue significativo, representan el aproximadamente el 60% de las ventas a diciembre 2016. Sin embargo, esas ventas son generadas a partir de una política de financiación a los productores que al considerar los intereses derivados de la misma, generando un resultado operativo negativo.

Acopio y comercialización de granos

LGA gestiona 12 plantas de acopio. En conjunto, tienen una capacidad de almacenaje de 273.100 toneladas de granos. A su vez, gestionan 22 sucursales comerciales que abarcan toda la región agrícola.

Producción agrícola

En la campaña 2016/2017 se sembraron 34.000 hectáreas bajo administración propia sobre la base de arrendamientos. Para la campaña 2017/2018 se prevé sembrar 40.000 hectáreas bajo administración propia.

Comercialización

Una estructura comercial estratégicamente establecida y diseñada, le ha permitido a LGA llevar a cabo durante los últimos años la estrategia de crecimiento del grupo. La red comercial de Los Grobo se caracteriza por la diversificación geográfica y el establecimiento en las zonas más importantes de la Argentina.

Riesgo del sector

Los riesgos que enfrenta el sector residen en la volatilidad de los precios internacionales de los *commodities*, los rindes y una alta intervención gubernamental. Dado que las explotaciones agrícolas son a cielo abierto, los rindes dependen de las condiciones climáticas inciertas. A su vez, los precios de los *commodities* se forman de acuerdo a las condiciones de oferta y demanda mundial de cada cultivo y son afectados por las condiciones climáticas de cada región, la estacionalidad de las producciones, el consumo mundial de cada cultivo, y el nivel de inventarios.

Asimismo los costos de los principales insumos: agroquímicos, semillas y fertilizantes están sujeto a variaciones de precios. Cambios en los precios de estos insumos, podría afectar de manera negativa a la rentabilidad de las empresas.

Posición competitiva

Los Grobo, al igual que todo el sector agrícola argentino es precio aceptante, es decir que no pueden influir en la formación de precios debido a que tienen un tamaño ínfimo en relación a la oferta mundial de los cultivos. En el mercado local, la compañía presenta una buena participación de mercado, pero en los últimos años ha ido decreciendo la participación en el negocio de producción por cambios en la estrategia de la compañía.

Factores de riesgo

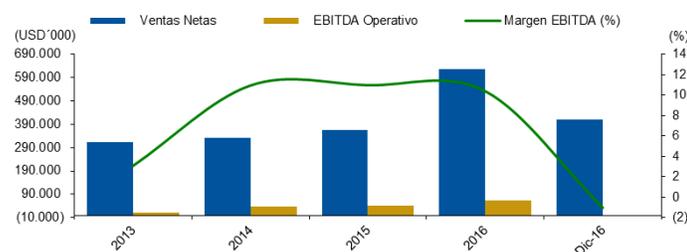
- Fuertes necesidades de capital de trabajo.
- Negocio de producción atado al precio de los alquileres de los campos que impacta negativamente en el margen operativo.
- Resultados expuestos a factores ajenos al control de LGA; por ejemplo condiciones climáticas y variación de precios de *commodities*.

Perfil Financiero

Rentabilidad

A diciembre 2016 las ventas crecieron cerca del 79% en dólares respecto del período comparable de 2015. En línea con la estrategia de la compañía, las ventas continúan focalizándose en la actividad comercial. A la misma fecha, los agroquímicos y fertilizantes concentraban cerca del 46% de la facturación total de LGA.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa. Fix Scr

A partir de un entorno operativo normalizado y con regulaciones más claras para el sector, el sector agropecuario cobró dinamismo, y a diciembre 2016 las ventas alcanzaban los USD 411 MM.

Para el segmento de producción agropecuaria se espera una expansión en el área sembrada que alcanzaría las 80.000 has, de las cuales se espera que 35-40mil sean propias, mientras que el resto se encuadren en un esquema de siembra asociativa. Si bien este segmento añade volatilidad a la generación de flujos, su participación en el EBITDA de la compañía es menor al 10%.

El EBITDA de LGA muestra la volatilidad propia del sector agropecuario, aunque ha mostrado mayor estabilidad al incrementar la participación de las actividades comerciales en las ventas. A diciembre 2016 el EBITDA consolidado de LGA fue negativo por USD 4 MM, explicado por la estacionalidad de las ventas y los costos de producción ya incurridos.

Flujo de fondos

A diciembre 2016 LGA registró un flujo de generado por las operacuiones negativo por USD56 MM, que deriva por los costos incurridos en la campaña agrícola. El flujo de caja operativo, resultó negativo por USD 34 MM tras una caída en el nivel inventarios y un incremento en las cuentas por pagar, explicado por el inicio de la campaña agrícola.

La disminución del capital de trabajo, en conjunto con inversiones de capital por USD 2 MM resultó en un Flujo de fondos libre (FFL) negativo por USD 36 MM.

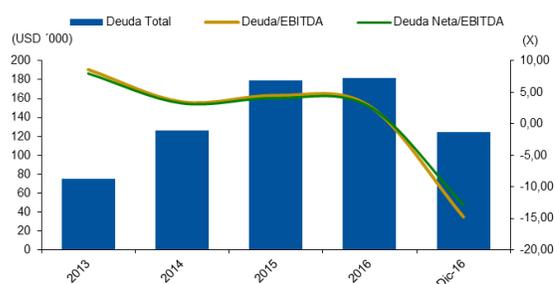
Flujo de Fondos (USD '000)	2013	2014	2015	2016	Dic-16
Ventas Netas	312.551	333.171	363.501	626.328	410.940
EBITDA Operativo	9.613	36.448	39.864	64.988	(4.214)
Resultado Neto	5.272	4.207	(11.158)	(12.445)	(53.687)
Depreciaciones y amortizaciones	1.477	1.418	2.317	(23.157)	7.531
Otros Ajustes al Cash Flow	3.609	(6.627)	15.678	44.425	(9.718)
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	10.358	(1.001)	6.838	8.823	(55.875)
Variación del Capital de Trabajo	11.526	(73.847)	(24.591)	(52.490)	22.284
Flujo de Caja Operativo (FCO)	21.885	(74.849)	(17.753)	(43.666)	(33.591)
Inversiones de Capital	3.250	6.550	5.756	6.992	2.180
Dividendos	-	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre (FFL)	18.634	(81.398)	(23.508)	(50.658)	(35.771)

Fuente: Información de la Empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

A diciembre 2016 la compañía registraba deuda financiera por un total de USD 125 MM que compara con USD 133 MM a diciembre 2015. A dicha fecha, los indicadores de endeudamiento mostraban una estructura de capital presionada, con un ratio de deuda sobre EBITDA negativo que refleja la estacionalidad del negocio y que esperamos mejore a lo largo del presente ejercicio fiscal.

Deuda Total y Ratios de Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estructura de Capital

USD '000	% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	113.170 56,6
Deuda de Largo Plazo	11.505 5,8
Otros	— —
Deuda Total Ajustada	124.675 62,3
Total Patrimonio	75.398 37,7
Total Capital Ajustado	200.073 100,0

Fuente: Información de la empresa

Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía se financia actualmente con bancos y el ingreso al mercado de capitales le ha permitido diversificar sus fuentes de financiamiento. La totalidad de la deuda se utiliza para financiar los requerimientos de capital de trabajo.

Fix considera que la compañía tiene acceso al financiamiento bancario y mercado de capitales aunque a estos niveles de apalancamiento pueda ser más costoso. Se espera que en un contexto más amigable para el sector agropecuario, el mejor desempeño operativo de LGA permita reconstituir su estructura de capital.

Vencimiento de la Deuda



Fuente: información de la empresa, Fix Scr

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el primero de julio de 2013, Los Grobo Agropecuaria S.A. comenzó a consolidar con Agrofin S.A.

Los ratios a diciembre de 2016 fueron calculados anualizando los datos semestrales. Los inventarios de rápida realización se calculan al 80%.

Resumen Financiero - Los Grobo Agropecuaria S.A.

(miles de ARS\$, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Período

	NiIF	NiIF	NiIF	NiIF	NiIF
	15,53	15,23	9,10	8,15	5,39
Meses	Dic-16	2016	2015	2014	2013
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	(65.099)	791.104	343.631	248.205	47.208
Margen de EBITDA	(1,8)	14,7	11,0	10,9	3,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(15,6)	(11,4)	(6,5)	(24,4)	6,0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(228,4)	(117,1)	(106,3)	41,6	52,2
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	(1,5)	1,2	1,1	1,0	2,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(0,2)	1,2	0,9	1,1	0,9
EBITDA / Servicio de Deuda	(0,0)	0,3	0,2	0,3	0,1
FGO / Cargos Fijos	(1,5)	1,2	1,1	1,0	2,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,3)	0,0	0,1	(0,3)	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,2)	0,0	0,2	(0,3)	0,5
FCO / Inversiones de Capital	(15,4)	(6,2)	(3,1)	(11,4)	6,7
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	(2,0)	3,6	3,6	4,7	4,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(15,5)	3,5	4,7	4,2	8,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(13,5)	3,4	4,3	3,9	8,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	29,1	29,2	29,9	31,3	14,1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,91	0,82	0,7	0,7	0,7
Balance					
Total Activos	533.305,2	34.340	7.246.009	3.925.409	2.543.712
Caja e Inversiones Corrientes	7.630.363	7.246.009	3.925.409	2.543.712	1.351.946
Deuda Corto Plazo	263.475	101.301	143.049	66.021	29.425
Deuda Largo Plazo	1.829.959	2.253.322	1.215.964	729.868	272.792
Deuda Total	2.015.997	2.761.450	1.627.932	1.030.655	406.055
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.015.997	2.761.450	1.627.932	1.030.655	406.055
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.015.997	2.761.450	1.627.932	1.030.655	406.055
Total Patrimonio	1.219.179	401.487	331.430	392.084	159.125
Total Capital Ajustado	3.235.176	3.162.937	1.959.362	1.422.739	565.180
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(863.095)	107.408	58.944	(6.820)	50.868
Variación del Capital de Trabajo	344.214	(638.962)	(211.972)	(502.884)	56.605
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(518.881)	(531.554)	(153.028)	(509.704)	107.473
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(33.675)	(85.110)	(49.614)	(44.602)	(15.961)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(552.556)	(616.664)	(202.642)	(554.306)	91.512
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.976	4.392	1.103	0	0
Otras Inversiones, Neto	(127.590)	20.968	(203.111)	(9.941)	(195.633)
Variación Neta de Deuda	(257.353)	680.277	363.225	337.379	77.825
Variación Neta del Capital	1.228.311	0	0	56.203	0
Otros (Inversión y Financiación)	13.084	(202.586)	66.798	7.546	0
Variación de Caja	305.872	(113.613)	25.373	(163.119)	(26.296)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	3.542.300	5.398.946	3.133.376	2.268.831	1.534.909
Variación de Ventas (%)	78,7	72,3	38,1	0,5	(8,5)
EBIT Operativo	(101.243)	759.804	323.655	238.546	39.956
Intereses Financieros Brutos	348.073	655.689	397.080	224.985	51.744
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(462.785)	(107.279)	(96.178)	28.648	25.891
Otros Indicadores					
IRR	1.055.888	1.309.297	556.571	384.934	276.878
Deuda Neta	1.752.522	2.660.149	1.484.883	964.634	376.630
(Deuda Neta - IRR) / EBITDA	(5,4)	1,7	2,7	2,3	2,1
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	72,1	62,6	57,5	61,8	112,3
Deuda Corto Plazo / IRR	1,7	1,7	2,2	1,9	1,0

Anexo II. Glosario

- Cargos Fijos: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Alquileres Devengados.
- *Commodities*: Bienes transables.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda Asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- EBITDA: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres Devengados.
- MM: Millones.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables Clase IV Serie I

Monto: \$150.000.000.-

Moneda: Las Obligaciones Negociables Clase IV Serie I están denominadas en pesos y todos los pagos que se efectúen bajo las mismas se realizarán en aquella misma moneda en la República Argentina.

Plazo de Vencimiento: 19 de agosto de 2017.

Amortización: El 100% del valor nominal de las Obligaciones Negociables será pagado en una sola cuota en la fecha de vencimiento de las Obligaciones Negociables.

Tasa de Interés: Los intereses de las Obligaciones Negociables Clase IV Serie I se devengarán a una tasa variable que será igual a la tasa de referencia más un margen del 6,48%. La tasa de referencia para cada periodo de intereses será el promedio aritmético simple de la Tasa Badlar Privada.

Intereses: Los Intereses serán pagaderos de forma trimestral.

Destino de los fondos: Los fondos se destinaron a integrar capital de trabajo en Argentina y a la cancelación de pasivos.

Obligaciones Negociables Clase VI Serie I

Monto: Por hasta USD 10.000.000,00 ampliable, en forma conjunta con la Clase VII, por hasta USD 30.000.000,00 (o su equivalente en otras monedas).

Moneda: Las Obligaciones Negociables Clase VI estarán denominadas en pesos, y todos los pagos que se efectúen bajo las mismas se realizarán en aquella misma moneda en la República Argentina.

Plazo de Vencimiento: 24 meses desde la fecha de emisión.

Amortización: El 100% del valor nominal de las Obligaciones Negociables será pagado en una sola cuota en la fecha de vencimiento de las Obligaciones Negociables.

Tasa de Interés: Los Intereses de las Obligaciones Negociables Clase VI se devengarán a una tasa variable, que será igual a la Tasa de Referencia (según se la define más adelante) más el Margen de Corte (según se lo define más adelante). Únicamente para los dos primeros Períodos de Intereses, la Tasa de Interés podrá tener un mínimo que será informado al público inversor a través de un aviso que será publicado con anterioridad al inicio del Período de Subasta Pública en los mismos medios que el Aviso de Suscripción.

Intereses: Los Intereses serán pagaderos de forma trimestral.

Destino de los fondos: Los fondos se destinaron a integrar capital de trabajo en Argentina y a la cancelación de pasivos.

Obligaciones Negociables Clase VII Serie I

Monto: Por hasta USD 10.000.000,00 ampliable, en forma conjunta con la Clase VI, por hasta USD 30.000.000,00 (o su equivalente en otras monedas).

Moneda: Las Obligaciones Negociables Clase VII estarán denominadas en Dólares Estadounidenses, y todos los pagos que se efectúen bajo las mismas se realizarán en Dólares Estadounidenses.

Plazo de Vencimiento: 24 meses desde la fecha de emisión.

Amortización: El 100% del valor nominal de las Obligaciones Negociables será pagado en una sola cuota en la fecha de vencimiento de las Obligaciones Negociables.

Tasa de Interés: Los Intereses de las Obligaciones Negociables Clase VII se devengarán a una tasa fija nominal anual que se determinará una vez finalizado el Período de Subasta Pública.

Intereses: Los Intereses serán pagaderos de forma trimestral.

Destino de los fondos: Los fondos se destinaron a integrar capital de trabajo en Argentina y a la cancelación de pasivos.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg. CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **24 de abril de 2017**, confirmó (*) en **BBB+(arg)** la calificación de **Los Grobo Agropecuaria S.A.** y de las Obligaciones Negociables Clase IV Serie I por hasta \$150 millones emitidas por la compañía.

Además se asignó la **categoría BBB+(arg)** a las siguientes Obligaciones Negociables a ser emitidas por **Agrofina S.A.**:

- Obligaciones Negociables Clase VI por hasta USD 10 MM ampliable hasta USD 30 MM* (o su equivalente en pesos).
- Obligaciones Negociables Clase VII por hasta USD 10 MM ampliable hasta USD 30 MM*.

* En su conjunto no pueden superar los USD 30 MM o su equivalente en otras monedas.

La Perspectiva es **Estable**.

Categoría BBB(arg): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agrega "(arg)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondeo y Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y Calidad de los Accionistas.

() Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.*

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en www.cnv.gob.ar):

- Estados financieros anuales hasta el 30-06-2016 y desde el 30-06-2013 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados con salvedades: DELOITTE S.C.).
- Estados financieros intermedios condensados hasta el 31-12-2016 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados con salvedades: DELOITTE S.C.).
- Suplemento de prospecto de emisión de las Obligaciones Negociables Clase IV Serie I de fecha 17 de febrero de 2016.

Y adicionalmente la siguiente información privada:

- Información de gestión provista por la compañía.
- Borrador de suplemento de precios Obligaciones Negociables Clase VI y VII.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador–, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.