

Havanna Holding S.A. (HAVA)

Informe Integral

Factores Relevantes de la Calificación

Suba en la calificación de las acciones: Fix subió la calificación de las acciones de Havanna Holding S.A. a Categoría 2 desde Categoría 3 debido principalmente a una buena capacidad de generación de flujo de fondos combinado con un nivel de liquidez medio. En junio de 2016 la compañía llevó a cabo la apertura de su capital mediante la oferta pública de acciones representativas del 10% de su capital, las cuales fueron adjudicadas en su totalidad.

Compañía holding sin generación propia: El principal activo de Havanna Holding S.A. es la tenencia del 95,45% de las acciones de Havanna S.A., compañía dedicada a la producción y comercialización a través de cafeterías especializadas de alfajores y productos derivados. Havanna S.A. cuenta con los activos relevantes, la capacidad de generación de fondos y toda la deuda consolidada. La disponibilidad de fondos del Holding depende exclusivamente de la distribución de dividendos por parte de su única subsidiaria. Fix no espera que Havanna Holding contraiga deuda en ningún momento.

Sólida capacidad de generación de fondos operativos: A nivel consolidado, la compañía muestra una generación de flujo de caja operativo (FCO) positivo y estable. A marzo '17 (3 meses) el FCO alcanzó \$ 76,7 millones. La compañía opera a través de locales propios y franquicias. Estas últimas no requieren inversiones ni financiamiento de capital de trabajo por parte de la empresa. Fix estima que, dada una agresiva política de dividendos junto con inversiones de capital de mantenimiento y vinculadas a la apertura de nuevos locales, el flujo de fondos libre continúe siendo negativo en los próximos años.

Alto nivel de competencia: Havanna opera en un sector con un alto nivel de competencia, por lo que la empresa debe realizar nuevas aperturas constantemente para sostener su posición de mercado y mantener la presencia de la marca. En este sentido, la posibilidad de flexibilizar las inversiones orientadas a nuevos locales es limitada.

Sensibilidad de la Calificación

Se prevé que la compañía mantenga una conservadora estructura de capital, con deuda a EBITDAR en torno a 2,5x, holgadas coberturas de intereses y deuda concentrada en la compañía operativa. Cambios en el perfil operativo producto de un mayor nivel de competencia a la prevista, y factores macroeconómicos con significativo impacto en el nivel de demanda que redunden en un menor nivel de rentabilidad, podrían constituir un escenario de baja en la calificación.

Liquidez y Estructura de Capital

Conservadora estructura de capital y fuertes métricas crediticias: A nivel consolidado, la empresa detenta una estructura de capital conservadora; el ratio de apalancamiento medido contra EBITDA alcanzó 0,2x y contra EBITDAR 1,5x a marzo '17. La cobertura de intereses con EBITDA, por su parte, alcanzó 14,6x y con EBITDAR 3,9x a la misma fecha. La deuda total alcanzaba \$ 55,3 millones, compuesta en su totalidad por préstamos bancarios denominados en pesos. Fix prevé que el nivel de apalancamiento a EBITDAR se mantenga en torno a 2,5x en los próximos ejercicios.

Moderada liquidez y flexibilidad financiera: Actualmente la empresa opera con un moderado nivel de liquidez. Sin embargo, Havanna presenta una posición de caja y equivalentes estacional que fluctúa a lo largo del ciclo del negocio en función de las necesidades de capital de trabajo. A marzo '17 contaba con una posición de caja y equivalentes de \$ 56,5 millones que alcanzaba la totalidad de su deuda de corto plazo, lo cual junto con la adecuada flexibilidad financiera que presenta la compañía mitiga el riesgo de refinanciación.

Calificaciones

Emisor	A(arg)
Acciones	2

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ millones)	31/03/17 3 Meses	31/12/16 12 Meses
Total Activos	624.793	597.148
Deuda Total	55.352	79.353
Ventas Netas	362.741	998.298
EBITDA Operativo	74.727	124.141
Margen de EBITDA (%)	20,6	12,4
Deuda/EBITDA	0,2	0,6
EBITDA/Intereses Brutos	14,6	5,0

Informes Relacionados

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

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) - Reg. CNVN° 9

Analistas

Analista Principal
 Ornella Remorino
 Analista
 +54 11 5235-8125
ornella.remorino@fixscr.com

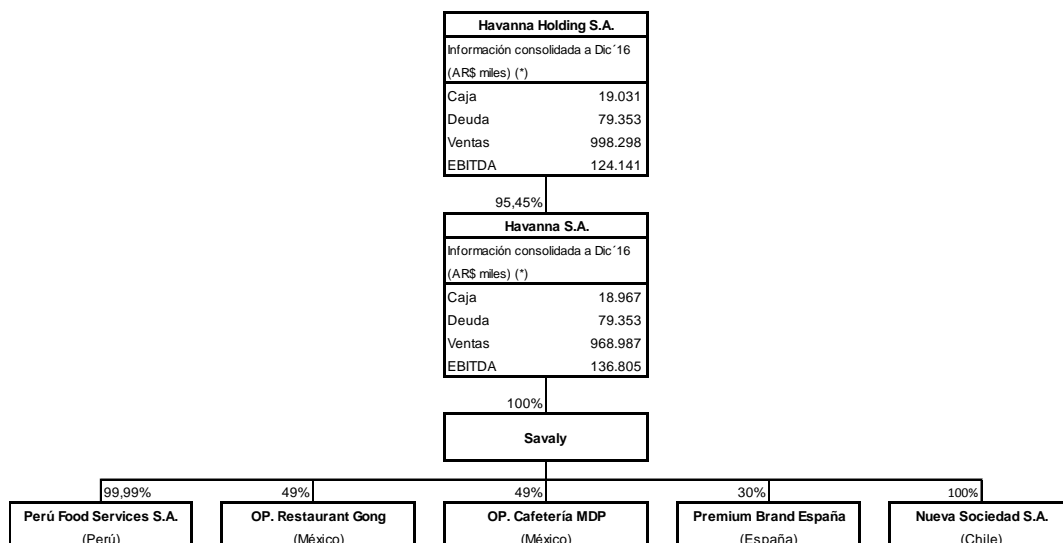
Analista Secundario
 Pablo Andres Artusso
 Director Asociado
 +54 11 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

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

Perfil del Negocio

Havanna Holding S.A. (antes Desarrollo Alpha) tiene como actividad principal la participación en el paquete accionario de Havanna S.A. del cual posee una tenencia del 95,45% de las acciones. Havanna Holding no genera fondos de manera independiente sino que depende del desempeño operativo de su única subsidiaria y de los dividendos que distribuidos en favor del holding.

Estructura accionaria del grupo:



(*) Cabe destacar Havanna Holding S.A. presenta balances bajo normas NIIF mientras que los balances de Havanna S.A. utilizan normas contables locales. En este sentido, la principal diferencia surge en la exposición del impuesto a los débitos y créditos bancarios.

Por su parte, Havanna S.A. opera tiendas de café bajo la modalidad de “cafeterías especializadas” con la marca de “Havanna Café”. Cuenta con tres plantas industriales en donde se lleva a cabo la producción íntegra de alfajores, galletitas y otros productos de repostería que comercializa en los distintos canales.

Operaciones

Havanna coloca sus productos en los distintos canales de ventas, los cuales incluyen locales operados por la compañía, locales franquiciados, aeropuertos, locales en el exterior, supermercados, aerolíneas, y ventas a empresas. Havanna busca consolidar su posicionamiento en el segmento Premium del mercado de alfajores y cafeterías a través de la construcción de una red de cafeterías especializadas, tanto a nivel local como en el exterior.

La empresa cuenta a nivel local con 222 locales “Havanna Café” con presencia en 17 provincias del país, de los cuales 56 son operados directamente por la compañía y 166 son franquicias. Por su parte, los locales en el exterior, alcanzaban 93 sucursales, de los cuales 10 son locales operados indirectamente por Havanna S.A. por medio de subsidiarias y 83 son franquicias.

Del total de locales operados por Havanna (56), 10 son de propiedad de la compañía y 46 son alquilados (principalmente locales en shoppings). A diciembre '16 el alquiler anual de estos locales se ubicaron en \$ 52,9 millones.

Las operaciones de Havanna pueden subdividirse en los siguientes segmentos:

- **Locales operados por Havanna (47% de las ventas y 33% del EBITDA)**

Los ingresos por locales operados por Havanna surgen de la venta directa de los productos elaborados por la compañía y los ingresos por cafetería. Los ingresos generados por medio de este canal de ventas alcanzaron \$ 464,5 millones a diciembre '16, lo que representó el 47% de las ventas consolidadas. Por su parte, el EBITDA generado fue aproximadamente de \$ 40 millones.

La compañía opera los locales estratégicos que se encuentra en los centros comerciales más importantes, por ejemplo en los shoppings en donde no se puede operar por medio de una franquicia. Esta modalidad le permite a la empresa tener un mayor control sobre la marca. Sin embargo, le demanda a la compañía la erogación de inversiones para la apertura de nuevos locales, debe asumir el capital de trabajo del local, y reporta un margen inferior al de las franquicias.

• **Franquicias y otros canales de ventas (53% de las ventas y 67% del EBITDA)**

La compañía cuenta con 166 locales franquiciados a nivel local a los que les provee los productos comercializados. Este canal es la principal fuente de ingresos de la empresa. Havanna les vende los productos a precios que le aseguren un determinado margen, mientras que el franquiciado afronta el capital de trabajo y los gastos de los locales. La compañía cuenta con un alto grado de atomización de franquiciados, con alrededor de 110 franquiciados.

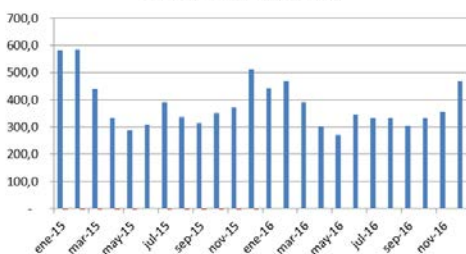
Havanna utiliza un modelo de franquicias individuales (ver Anexo I) mediante el cual un empresario independiente adquiere por cada franquicia una única licencia para un único local, y deberá abonar un nuevo canon por cada nuevo local que desee abrir. Como franquiciante, Havanna cede una licencia para la utilización de la marca y se compromete a proveer apoyo al franquiciado en la operativa comercial, asistencia técnica y la realización de una campaña publicitaria para posicionar tanto el nuevo local como los productos. La compañía se reserva el derecho a determinar la política de precios y establece objetivos de ventas mensuales que el franquiciado deberá cumplir.

Bajo el concepto de otros canales de ventas se incluyen los ingresos provenientes de las ventas en aeropuertos, ventas a locales franquiciados en el exterior, ventas a aerolíneas, ventas corporativas, ventas a supermercados y los ingresos por regalías y derechos de franquicia.

A diciembre '16, las ventas mayoristas le reportó a la compañía ingresos por \$ 533,7 millones (53% de las ventas consolidadas), mientras que el EBITDA alcanzado fue aproximadamente de \$ 84 millones (67% del EBITDA Total). Este segmento constituye la principal fuente de generación de fondos de la compañía, no requiere fondos de la compañía para inversiones ni capital de trabajo. No obstante, es menor el control que puede ejercer sobre el manejo de la marca.

Si se observa la evolución de ventas en los últimos períodos, Havanna ha mostrado un sostenido crecimiento, alcanzando \$ 998,2 millones a diciembre '16 desde \$ 843,3 a diciembre '15. Por su parte, los volúmenes vendidos han reflejado una tendencia decreciente ubicándose en 4.342 Kg vendidos en 2016 con respecto a 4.807 Kg en 2015. De esta manera, Havanna muestra una caída del 10% en las ventas reales producto de dicha caída en los volúmenes.

Evolución Ventas (Toneladas)



Expansión internacional y mayor penetración en el mercado local

La compañía se encuentra en proceso sostenido de expansión internacional, constituyendo este el principal pilar de crecimiento de venta de sus productos. Su objetivo es continuar ampliando la demanda potencial, diversificar el riesgo comercial y lograr una mejor protección contra la competencia local. Havanna concentra sus mayores esfuerzos en el crecimiento en las principales ciudades de América Latina, imponiendo su marca como una marca regional. Asimismo, se ha iniciado también la expansión hacia otros países fuera de la región, con la apertura de locales en España y la exportación de productos a Estados Unidos.

En línea con este objetivo, en septiembre '16 HVN Internacional S.A., subsidiaria de Havanna Holding, celebró con True Brands Company LLC un contrato de distribución y un contrato de franquicias en donde se le otorga el derecho exclusivo de distribuir y vender dentro de Estados Unidos los productos de Havanna por el plazo de 10 años. El franquiciado debe abrir al menos una tienda dentro de los primeros 12 meses y al menos 9 tiendas más durante los primeros cuatro años del inicio del contrato. Al término del plazo de 10 años, debe haber al menos 80 tiendas abiertas en Estados Unidos.

Por otro lado, Havanna pretende continuar incrementando su participación en los mercados en los que opera a través de la apertura de nuevas bocas de venta, tanto propias como franquiciadas, sumando presencia en shopping malls y negocios boutique y una mayor presencia en aeropuertos domésticos e internacionales. La empresa busca obtener,

además, una mayor penetración en el mercado a través del lanzamiento permanente de nuevos productos. A diciembre'16 los ingresos provenientes de ventas locales representaban más del 95% del total de ventas.

Estructura de costos

Considerando la estructura de costos total de Havana Holding se observa una fuerte participación de costos laborales y materias primas. A diciembre'16 los gastos de personal representaban el 42% del total de costos, mientras que las materias primas reflejaban una participación de 25%. El nivel de gastos de personal y alquileres (7%) que debe afrontar la compañía se relacionan principalmente con la estructura de locales propios que mantiene.

Cabe destacar que Havana controla las distintas etapas de la cadena de valor llevando a cabo la producción, distribución y venta minorista. Por medio de la integración vertical de sus procesos, la compañía espera lograr una reducción de los costos, además de un mayor control sobre el producto. En este sentido, en el año 2012 Havana adquirió uno de los principales fabricantes de chocolates del país (Fenoglio SACIFIA). Asimismo, en el año 2016 la compañía logró concentrar sus operaciones y la producción de sus tres plantas en un mismo predio (Parque Industrial de Batán).

Inversiones

La compañía ha realizado históricamente inversiones en un nivel de 3% de las ventas, principalmente para la apertura de nuevos locales. En 2014 Havana incorporó un predio en el Parque Industrial Batán en donde actualmente centraliza sus operaciones y el cual le permitirá un incremento de la capacidad de producción en un 50%. La nueva planta fabril se encuentra operativa desde octubre'16. Tanto la obra civil de la nueva planta como la mudanza desde las plantas existentes se encuentran finalizadas. En febrero de 2016, la compañía obtuvo el certificado de promoción industrial otorgado por el ministerio de Producción de la Provincia de Buenos Aires por su radicación en el parque industrial. De esta manera, a partir de octubre'16 y por los próximos 7 años, entró en vigencia la utilización de los beneficios impositivos provincial y municipal obtenido a principio de año.

Como consecuencia de esta incorporación, la compañía decidió desafectar como unidades productivas a la Fábrica Constitución y al Deposito Falkner. En noviembre'16 se llevó a cabo la celebración del boleto de compraventa con entrega de posesión de la Fábrica Constitución. El monto de la operación ascendió a U\$S 2,08 MM. Actualmente el Deposito Falkner se encuentra disponible para la venta.

Estacionalidad

Los ingresos de la compañía presentan una clara estacionalidad, registrando mayores niveles de actividad en el la temporada de verano explicado por las mayores ventas de los locales en las zonas turísticas. Asimismo, la introducción de productos destinados a obsequios potencia las ventas en fechas festivas como la navidad y las pascuas.

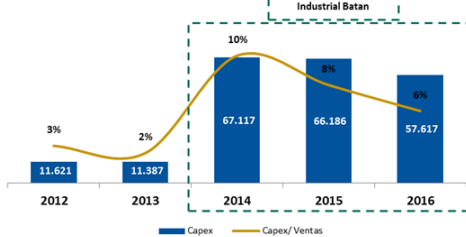
La estrategia de incorporar locales en otros puntos del país y en el exterior le permite a la compañía mitigar la estacionalidad de sus ingresos.

Riesgo del Sector

Exposición al sector consumo masivo y al ciclo económico local: Las compañías del sector operan en un entorno desafiante donde la demanda se encuentra afectada por los ciclos de la economía, y la rentabilidad, por la capacidad de la compañía de trasladar los aumentos en los costos al precio de venta. El consumo masivo se caracteriza por ser inherentemente discrecional, por lo que el entorno macroeconómico y por ende el ingreso disponible de los consumidores son variables relevantes que determinan los niveles de actividad del sector. Así, durante el último año, la actividad de este sector se ha visto limitada en un contexto recesivo y de alta inflación.

La percepción de los consumidores con respecto a su economía familiar y el entorno económico delimitan las decisiones de consumo y en entornos de incertidumbre acerca de los prospectos futuros de la economía y de expectativas deprimidas el consumo masivo tiende a retraerse. En 2016 la disminución del ingreso disponible provocó una mayor presión en el sector de consumo, lo cual se vio reflejado en el deterioro que sufrieron las perspectivas del consumidor. En el actual contexto de menor confianza del consumidor y salario real decreciente, y por ende, demanda debilitada se espera que junto con una gradual recuperación del nivel de actividad la empresa alcance volúmenes de venta

Evolución del Capex (AR\$ miles)



levemente superiores al año anterior, logre una mayor transferencia del aumento en los costos al precio de venta y mantenga su participación de mercado.

Alto nivel de competencia: El sector de cafeterías presenta un elevado nivel de competencia con participantes que operan con similares niveles de calidad, servicio y precios. A su vez, existe una variada oferta de locales en otros segmentos. El ingreso de nuevos competidores tanto locales como internacionales constituye una amenaza permanente para el sector.

Posición Competitiva

Havanna se desempeña en un mercado altamente competitivo. La compañía afronta un importante nivel de competencia en todos los canales en los que participa, encontrándose con participantes que compiten con similares niveles de calidad, servicio y precios. El ingreso de nuevos participantes (locales y/o internacionales) y la apertura de nuevos locales constituyen una permanente amenaza a los niveles de ventas y márgenes de la compañía.

Actualmente, compite directamente con cadenas de cafetería como Starbucks, Café Martínez, The Coffee Store, entre otros.

Administración y Calidad de los Accionistas

Havanna Holding S.A. (antes Desarrollo Alpha S.A.) llevó a cabo la oferta pública acciones por un total de 4.270.558 de nuevas acciones Clase B con derecho a 1 voto por acción, las cuales fueron adjudicadas en su totalidad y emitidas el día 9 de junio de 2016. De esta manera, el total de acciones asciende a 46.976.135.

Factores de Riesgo

Holding sin generación de fondos propios: La actividad del Holding consiste en la participación del paquete accionario de Havanna S.A. que representa su única subsidiaria. Esta última, cuenta con los activos relevantes, la capacidad de generación de fondos y detenta toda la deuda. De esta manera, el desempeño de Havanna Holding estará ligado a la capacidad de Havanna S.A. de distribuir dividendos a su favor.

Expansión constante para sostener la marca: Dado el alto nivel de competencia en el sector, la compañía debe realizar constantemente nuevas aperturas de locales para sostener su posición de mercado y la presencia de la marca, por lo que cuenta con una menor flexibilidad para reducir el nivel de inversiones.

Crecimiento en el exterior: La empresa debe enfrentar el desafío de instalar la marca y sus productos en sus franquicias en exterior, teniendo que adaptarse a los distintos aspectos idiosincrásicos de cada país.

Incremento en alquileres: Dado que el 82% de los locales operados por la compañía son alquilados, un fuerte incremento en el precio de los alquileres tendría un impacto negativo en la rentabilidad de la empresa.

Acceso a la materia prima: La empresa se encuentra expuesta a la volatilidad de los precios de los insumos utilizados para su proceso productivo que podrían tener un impacto significativo en la estructura de costos.

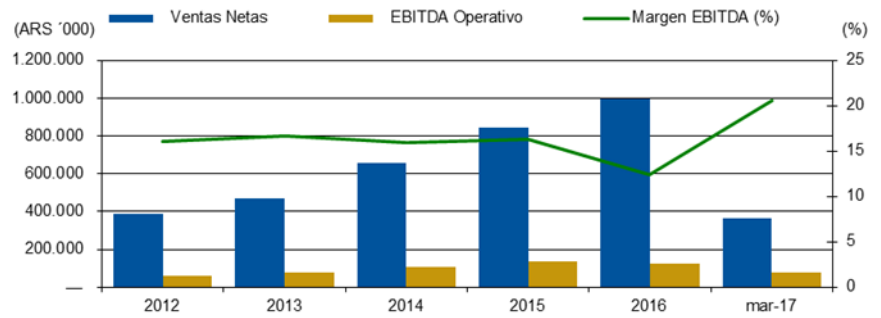
Perfil Financiero

Rentabilidad

Los ingresos de Havanna Holding están explicados en su totalidad por la actividad de Havanna S.A. En el ejercicio cerrado en diciembre '16 Havanna Holding reportó ventas por \$ 998 millones y EBITDA por \$ 124 millones, lo cual compara contra los \$ 843 millones de ventas y \$ 138 millones de EBITDA en 2015. El margen EBITDA cayó hasta 12,4% desde 16,4% en 2015. Fix considera que esta situación es producto del impacto del incremento de costos de producción y los gastos comerciales y administrativos no trasladado a precios. En la variación del costo de producción se destacan el aumento de los costos laborales y el aumento del costo de las materias primas.

A marzo'17 (3 meses), la compañía detentó ventas por \$ 362 MM y EBITDA por \$ 74 MM. Asimismo, alcanzó un margen EBITDA de 20,6%, reflejando parcialmente el retraso del impacto de los incrementos salariales a esa fecha. Fix estima que ante una gradual recuperación del nivel de actividad se observará un mayor nivel de ventas junto a un aumento en el EBITDA provocando que el margen de rentabilidad retome niveles históricos y asuma un valor en torno al 16%.

Havana Holding: Evolución Ventas - EBITDA



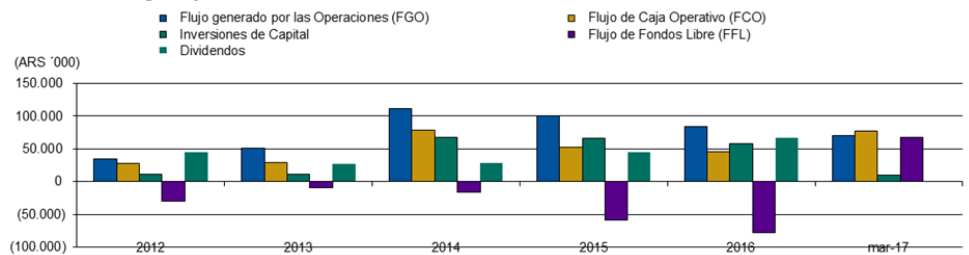
Fuente: Información de la empresa

Flujo de Fondos

A nivel consolidado, la compañía muestra una sólida generación de fondos operativos. A diciembre'16 el flujo de caja operativo (FCO) alcanzó \$ 45 MM lo que compara negativamente con el cierre del ejercicio anterior que alcanzó \$ 52 millones. A marzo'17, sin embargo, el FCO mostró cierta recuperación y alcanzó \$ 76 millones exhibiendo un nivel similar al mismo periodo de 2016 donde el mismo alcanzó \$ 75 millones.

Con un nivel de inversiones de capital a diciembre'16 de \$ 57 millones por las obras en el nuevo predio industrial y dividendos por \$ 66 millones, la compañía registró un flujo de fondos libre (FFL) negativo de \$ 77 millones. La compañía ha mostrado históricamente una política de distribución de dividendos agresiva, por lo que esperamos que el flujo de fondos libre continúe siendo negativo en los próximos 2 años. No obstante, consideramos que la política de dividendos de la compañía no constituye un factor de riesgo dado el bajo nivel de apalancamiento.

Havana Holding: Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

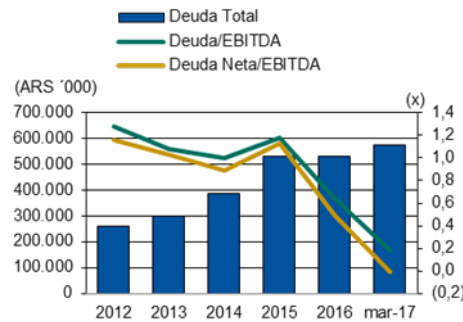
Liquidez y Estructura de Capital

Havana Holding presenta a marzo'17 un nivel de apalancamiento medido contra EBITDA fue de 0,2x, mostrando una significativa reducción respecto a los ejercicios anteriores. La deuda alcanzaba \$ 55 millones, encontrándose el 57% de la misma en el corto plazo. La totalidad de la deuda se trata de préstamos bancarios denominados en pesos. FIX espera que la compañía mantenga el ratio de apalancamiento en un nivel similar.

Cabe destacar que la totalidad de la deuda consolidada se encuentra en la empresa operativa (Havanna S.A.). Asimismo, no esperamos que Havanna Holding contraiga deuda financiera en ningún momento.

La metodología de Fix incorpora el ratio Deuda Ajustada a EBITDAR. La Deuda Ajustada adiciona a la deuda financiera una perpetuidad de los alquileres. Por su parte, el EBITDAR quita del EBITDA el costo de los alquileres del período. De esta manera, dicho ratio se ubicó en 1,5x, siendo un nivel moderado.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa

Capitalización

'000 ARS	% Total Capital	
Deuda de Corto Plazo	31513	3,5
Deuda de Largo Plazo	23.839	2,7
Otros	519.127	58,1
Deuda Total Ajustada	574.478	64,3
Total Patrimonio	319.105	35,7
Total Capital Ajustado	893.584	100,0

Fuente: Información de la empresa al 31/03/2017

La compañía opera con un moderado nivel de liquidez. A marzo'17 contaba con una posición de caja y equivalentes de \$ 56 millones que alcanzaba a cubrir la totalidad de su deuda de corto plazo. De esta manera, la compañía logra mitigar el riesgo de refinanciación.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

La compañía cuenta con un adecuado acceso al mercado bancario. Actualmente la compañía se financia únicamente con préstamos bancarios, contando con líneas aprobadas por \$ 335 millones a marzo'17, de las cuales ha utilizado \$ 55 millones.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de enero de 2012, y en forma comparativa con el ejercicio anterior, Havana Holding (antes Desarrollo Alpha S.A.) ha adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los indicadores correspondientes a los Estados Contables cerrados a marzo '17 se han estimado anualizando los resultados de los 3 meses.

Balance General - Havana Holding S.A

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Periodo 15,67 16,17 13,30 8,56 6,53 4,93

Cifras no consolidadas

Meses

Rentabilidad

	NIIF mar-17 3 meses	NIIF 2016 12 meses	NIIF 2015 12 meses	NIIF 2014 12 meses	NIIF 2013 12 meses	NIIF 2012 12 meses
EBITDA Operativo	74.727	124.141	138.007	105.327	78.313	62.159
EBITDAR Operativo	93.267	188.570	190.699	145.423	109.328	88.052
Margen de EBITDA	20,6	12,4	16,4	16,0	16,6	16,0
Margen de EBITDAR	25,7	18,9	22,6	22,1	23,2	22,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	33,9	13,4	19,6	27,2	17,2	14,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	18,4	(7,8)	(7,0)	(2,5)	(1,9)	(7,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	53,2	37,9	61,2	53,2	39,9	57,0

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	14,8	4,4	4,5	6,2	4,5	3,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	14,6	5,0	4,8	4,9	5,3	4,9
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	3,9	2,1	2,3	2,4	2,4	2,3
EBITDA / Servicio de Deuda	5,8	1,6	0,9	1,1	0,8	0,9
FGO / Cargos Fijos	14,8	4,4	4,5	6,2	4,5	3,7
FFL / Servicio de Deuda	5,5	(0,7)	(0,2)	0,1	0,1	(0,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	6,6	(0,4)	(0,2)	0,2	0,1	(0,1)
FCO / Inversiones de Capital	7,7	0,8	0,8	1,2	2,5	2,4

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	1,9	4,9	4,1	2,9	4,6	5,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,2	0,6	1,2	1,0	1,1	1,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,0)	0,5	1,1	0,9	1,0	1,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,5	2,8	2,8	2,7	2,8	3,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,4	2,7	2,8	2,6	2,7	2,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	30,4	20,3	21,6	22,5	17,9	19,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,6	0,7	0,7	0,7	0,9	0,7

Balance

Total Activos	624.793	597.148	489.949	362.049	250.653	222.689
Caja e Inversiones Corrientes	56.546	19.031	6.947	11.552	4.229	7.077
Deuda Corto Plazo	31.513	53.347	117.668	72.737	79.619	57.657
Deuda Largo Plazo	23.839	26.006	44.919	32.978	5.081	21.537
Deuda Total	55.352	79.353	162.587	105.715	84.700	79.194
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	55.352	79.353	162.587	105.715	84.700	79.194
Deuda Fuera de Balance	519.127	451.006	368.844	280.672	217.105	181.251
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	574.478	530.359	531.431	386.387	301.805	260.445
Total Patrimonio	319.105	281.444	127.454	99.940	77.740	71.347
Total Capital Ajustado	893.584	811.803	658.885	486.327	379.545	331.792

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	70.695	84.263	99.894	111.030	50.639	35.045
Variación del Capital de Trabajo	6.080	(38.402)	(47.658)	(31.948)	(21.972)	(7.728)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	76.776	45.861	52.236	79.082	28.667	27.317
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(9.965)	(57.617)	(66.186)	(67.117)	(11.387)	(11.621)
Dividendos	0	(66.171)	(44.856)	(28.149)	(26.378)	(45.108)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	66.811	(77.926)	(58.806)	(16.184)	(9.098)	(29.413)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	18	36.188	482	3.048	828	535
Otras Inversiones, Neto	(257)	(1.475)	15	(269)	(367)	389
Variación Neta de Deuda	(15.450)	(74.521)	44.925	17.669	(2.333)	18.800
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	154.060	0	(1.517)	0	0
Variación de Caja	51.121	36.327	(13.384)	2.747	(10.970)	(9.688)

Estado de Resultados

Ventas Netas	362.741	998.298	843.395	658.713	470.930	387.912
Variación de Ventas (%)	22,3	18,4	28,0	39,9	21,4	13,9
EBIT Operativo	69.783	103.560	124.447	95.759	66.132	54.742
Intereses Financieros Brutos	5.111	24.587	28.928	21.406	14.651	12.759
Alquileres	18.540	64.429	52.692	40.096	31.015	25.893
Resultado Neto	39.961	77.441	69.606	47.261	29.707	27.557

Balance General - Havana S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Período

Cifras no consolidadas	mar-17	dic-16	dic-15	dic-14	dic-13	dic-12
Meses	3 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	79.211	136.805	147.939	113.268	81.796	64.508
EBITDAR Operativo	97.871	195.993	195.679	147.383	108.395	86.498
Margen de EBITDA	21,8	14,1	17,5	17,2	17,4	16,7
Margen de EBITDAR						
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	33,2	17,6	20,2	28,7	20,4	14,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	18,4	(5,6)	(7,2)	(2,5)	0,2	(3,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	47,1	36,0	51,1	41,7	37,9	28,7
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	15,4	5,9	4,5	6,3	5,3	4,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	16,1	5,8	5,1	5,3	5,7	5,9
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	4,2	2,4	2,5	2,7	2,6	2,6
EBITDA / Servicio de Deuda	6,2	1,8	1,0	1,2	0,9	0,9
FGO / Cargos Fijos	15,4	5,9	4,5	6,3	5,3	4,3
FFL / Servicio de Deuda	5,6	(0,4)	(0,2)	0,1	0,2	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	6,7	(0,1)	(0,2)	0,2	0,2	0,1
FCO / Inversiones de Capital	7,7	1,2	0,8	1,2	3,5	2,5
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,9	3,5	3,8	2,5	3,5	4,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	3,6	3,4	3,0	3,3	3,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,0)	0,4	1,1	0,8	1,0	1,1
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,5	2,5	2,5	2,3	2,5	2,7
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,3	2,4	2,5	2,3	2,4	2,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	29,2	19,4	21,7	22,7	17,8	18,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,6	0,7	0,7	0,7	0,9	0,7
Balance						
Total Activos	623.464	599.841	518.128	388.907	275.733	247.404
Caja e Inversiones Corrientes	56.491	18.967	6.870	11.529	4.219	7.042
Deuda Corto Plazo	31.513	53.347	117.668	72.737	77.949	57.657
Deuda Largo Plazo	23.839	26.006	44.919	32.978	5.081	19.906
Deuda Total	55.352	79.353	162.587	105.715	83.030	77.563
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	55.352	79.353	162.587	105.715	83.030	77.563
Deuda Fuera de Balance	522.463	414.312	334.181	238.806	186.191	153.933
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	577.814	493.666	496.768	344.521	269.221	231.496
Total Patrimonio	334.392	297.648	158.706	129.028	106.596	99.691
Total Capital Ajustado	912.206	791.314	655.474	473.549	375.817	331.187
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	70.838	115.631	103.139	114.335	62.191	36.653
Variación del Capital de Trabajo	5.990	(45.242)	(47.659)	(33.293)	(22.233)	(7.958)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	76.829	70.389	55.480	81.042	39.958	28.695
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(9.965)	(57.355)	(70.865)	(67.822)	(11.387)	(11.622)
Dividendos	0	(66.863)	(45.457)	(29.734)	(27.452)	(31.667)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	66.864	(53.829)	(60.842)	(16.514)	1.119	(14.594)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	18	36.209	482	4.219	828	1
Otras Inversiones, Neto	(257)	15.474	15	(649)	(4.009)	(461)
Variación Neta de Deuda	(29.088)	9.959	56.872	22.344	5.466	16.671
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	37.536	7.813	(3.473)	9.400	3.404	1.617
Estado de Resultados						
Ventas Netas	362.725	968.987	843.147	658.224	470.930	387.313
Variación de Ventas (%)	22,3	14,9	28,1	39,8	21,6	13,7
EBIT Operativo	74.068	117.319	133.571	102.835	68.955	55.624
Intereses Financieros Brutos	4.920	23.498	29.091	21.379	14.317	10.992
Alquileres	18.659	59.187	47.740	34.115	26.599	21.990
Resultado Neto	37.245	82.074	73.541	49.076	39.099	28.898

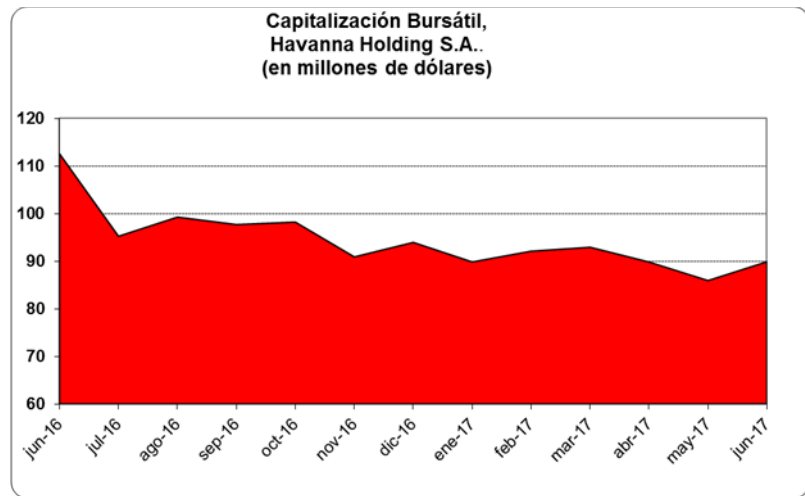
Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- Capex: Inversiones de capital
- Payout: Dividendos pagados/ Resultado neto del ejercicio anterior

Anexo III. Acciones

Havana Holding S.A. (antes Desarrollo Alpha S.A.) llevó a cabo la oferta pública acciones por un total de 4.270.558 de nuevas acciones Clase B con derecho a 1 voto por acción, las cuales fueron adjudicadas en su totalidad y emitidas el día 9 de junio de 2016. De esta manera, el total de acciones asciende a 46.976.135.

La capitalización bursátil de Havana Holding a junio de 2017 totalizaba US\$ 89,9 MM. El gráfico a continuación detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde jun'16 (fuente: Economática):



Presencia

En los últimos once meses móviles a junio de 2017, la acción de Havana Holding mantuvo una presencia del 94% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado.

Rotación

Por su parte, al considerar la cantidad de acciones negociadas en el último trimestre, se observa que la acción de Havana Holding registró una rotación del 5% sobre el capital flotante en el mercado.

Participación

En los últimos doce meses, a junio de 2017, el volumen negociado por Havana Holding fue de \$ 64,7 MM, con una participación sobre el volumen total negociado en el mercado inferior al 1%. Pese al corto período de análisis, se considera que la acción de Havana cuenta con una liquidez media. Se monitoreará la continuidad de esta tendencia en el mediano plazo.

Pago de dividendos en efectivo

La compañía cuenta con una agresiva política de distribución de dividendos. En 2015 y 2016 la compañía resolvió distribuir dividendos por \$42.524.929 y \$62.677.478 respectivamente.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afilada de Fitch Ratings) realizado el **31 de julio de 2017**, confirmó* la **Categoría A(arg)** a la calificación del emisor de Havanna Holding S.A. La perspectiva es **Estable**.

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas 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 agregará "(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 es 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.

Asimismo, el Consejo de Calificación subió a **Categoría 2** desde **Categoría 3** la calificación de las acciones de Havanna Holding S.A. en base a la capacidad de generación de fondos de la compañía y la liquidez media que presentan.

Categoría 2: Se trata de acciones que cuentan con una liquidez media y cuyos emisores presentan una buena capacidad de generación de fondos.

Las calificaciones asignadas se desprenden de 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 Fondo 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. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

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 Fondo 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. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

Fuentes

- Balances auditados al 31-03-2017 (3 meses) disponible en www.cnv.gov.ar. Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & CO. S.R.L.

- Prospecto de emisión de acciones de fecha 30/05/2016, disponible en www.cnv.gov.ar.

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 calificadora-, 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 LÍDER 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.