

## Havanna Holding S.A. (HAVA)

### Informe de Actualización

#### Calificaciones

Emisor	A(arg)
Acciones	2

#### Perspectiva

Estable

#### Resumen Financiero

(\$ millones)	30/06/17 6 Meses	31/12/16 12 Meses
Total Activos	556.055	597.148
Deuda Total	72.505	79.353
Ventas Netas	637.048	998.298
EBITDA Operativo	96.456	124.141
Margen de EBITDA (%)	15,1	12,4
Deuda/EBITDA	0,4	0,6
EBITDA/Intereses Brutos	11,0	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](mailto:ornella.remorino@fixscr.com)

##### Analista Secundario

Pablo Andres Artusso  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8121  
[pablo.artusso@fixscr.com](mailto:pablo.artusso@fixscr.com)

##### Responsable del Sector

Cecilia Minguillón  
 Director Senior  
 +54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

#### Factores Relevantes de la Calificación

**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 junio '17 (6 meses) el FCO alcanzó \$ 102,1 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.

**Liquidez media de las acciones:** La Categoría 2 refleja 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.

#### 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 0,4x y contra EBITDAR 2,3x a junio '17. La cobertura de intereses con EBITDA, por su parte, alcanzó 11x y con EBITDAR 2,9x a la misma fecha. La deuda total alcanzaba \$ 72,5 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 junio '17 contaba con una posición de caja y equivalentes de \$ 18,1 millones que alcanzaba a cubrir un 36% de la deuda de corto plazo, lo cual junto con la adecuada flexibilidad financiera que presenta la compañía mitiga el riesgo de refinanciación.

## 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 junio '17 se han estimado anualizando los resultados de los 6 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	16,88	16,17	13,30	8,56	6,53	4,93
Cifras no consolidadas	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	
Meses	jun-17	2016	2015	2014	2013	2012
	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>						
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>96.456</b>	<b>124.141</b>	<b>138.007</b>	<b>105.327</b>	<b>78.313</b>	<b>62.159</b>
<b>EBITDAR Operativo</b>	<b>134.960</b>	<b>188.570</b>	<b>190.699</b>	<b>145.423</b>	<b>109.328</b>	<b>88.052</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>15,1</b>	<b>12,4</b>	<b>16,4</b>	<b>16,0</b>	<b>16,6</b>	<b>16,0</b>
<b>Margen de EBITDAR</b>	<b>21,2</b>	<b>18,9</b>	<b>22,6</b>	<b>22,1</b>	<b>23,2</b>	<b>22,7</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,3	13,4	19,6	27,2	17,2	14,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,5	(7,8)	(7,0)	(2,5)	(1,9)	(7,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	35,4	37,9	61,2	53,2	39,9	57,0
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	10,2	4,4	4,5	6,2	4,5	3,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	11,0	5,0	4,8	4,9	5,3	4,9
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,9	2,1	2,3	2,4	2,4	2,3
EBITDA / Servicio de Deuda	2,8	1,6	0,9	1,1	0,8	0,9
FGO / Cargos Fijos	10,2	4,4	4,5	6,2	4,5	3,7
FFL / Servicio de Deuda	0,7	(0,7)	(0,2)	0,1	0,1	(0,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,0	(0,4)	(0,2)	0,2	0,1	(0,1)
FCO / Inversiones de Capital	5,2	0,8	0,8	1,2	2,5	2,4
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,4	4,9	4,1	2,9	4,6	5,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,4	0,6	1,2	1,0	1,1	1,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,3	0,5	1,1	0,9	1,0	1,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,3	2,8	2,8	2,7	2,8	3,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,2	2,7	2,8	2,6	2,7	2,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	23,0	20,3	21,6	22,5	17,9	19,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	0,7
<b>Balance</b>						
Total Activos	556.055	597.148	489.949	362.049	250.653	222.689
Caja e Inversiones Corrientes	18.127	19.031	6.947	11.552	4.229	7.077
Deuda Corto Plazo	50.833	53.347	117.668	72.737	79.619	57.657
Deuda Largo Plazo	21.672	26.006	44.919	32.978	5.081	21.537
<b>Deuda Total</b>	<b>72.505</b>	<b>79.353</b>	<b>162.587</b>	<b>105.715</b>	<b>84.700</b>	<b>79.194</b>
Deuda asimilable al Patrimonio						
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>72.505</b>	<b>79.353</b>	<b>162.587</b>	<b>105.715</b>	<b>84.700</b>	<b>79.194</b>
Deuda Fuera de Balance	539.061	451.006	368.844	280.672	217.105	181.251
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>611.566</b>	<b>530.359</b>	<b>531.431</b>	<b>386.387</b>	<b>301.805</b>	<b>260.445</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>263.751</b>	<b>281.444</b>	<b>127.454</b>	<b>99.940</b>	<b>77.740</b>	<b>71.347</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>875.318</b>	<b>811.803</b>	<b>658.885</b>	<b>486.327</b>	<b>379.545</b>	<b>331.792</b>
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	80.251	84.263	99.894	111.030	50.639	35.045
Variación del Capital de Trabajo	21.849	(38.402)	(47.658)	(31.948)	(21.972)	(7.728)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	102.100	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	(19.622)	(57.617)	(66.186)	(67.117)	(11.387)	(11.621)
Dividendos	(66.846)	(66.171)	(44.856)	(28.149)	(26.378)	(45.108)
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>15.632</b>	<b>(77.926)</b>	<b>(58.806)</b>	<b>(16.184)</b>	<b>(9.098)</b>	<b>(29.413)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	143	36.188	482	3.048	828	535
Otras Inversiones, Neto	(417)	(1.475)	15	(269)	(367)	389
Variación Neta de Deuda	(4.434)	(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
<b>Variación de Caja</b>	<b>10.925</b>	<b>36.327</b>	<b>(13.384)</b>	<b>2.747</b>	<b>(10.970)</b>	<b>(9.688)</b>
<b>Estado de Resultados</b>						
<b>Ventas Netas</b>	<b>637.048</b>	<b>998.298</b>	<b>843.395</b>	<b>658.713</b>	<b>470.930</b>	<b>387.912</b>
Variación de Ventas (%)	29,0	18,4	28,0	39,9	21,4	13,9
<b>EBIT Operativo</b>	<b>86.038</b>	<b>103.560</b>	<b>124.447</b>	<b>95.759</b>	<b>66.132</b>	<b>54.742</b>
Intereses Financieros Brutos	8.747	24.587	28.928	21.406	14.651	12.759
Alquileres	38.504	64.429	52.692	40.096	31.015	25.893
<b>Resultado Neto</b>	<b>48.193</b>	<b>77.441</b>	<b>69.606</b>	<b>47.261</b>	<b>29.707</b>	<b>27.557</b>

## Balance General - Havanna S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Periodo

Cifras no consolidadas	jun-17	dic-16	dic-15	dic-14	dic-13	dic-12
Meses	6 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
<b>Rentabilidad</b>						
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>98.688</b>	<b>136.805</b>	<b>147.939</b>	<b>113.268</b>	<b>81.796</b>	<b>64.508</b>
<b>EBITDAR Operativo</b>	<b>137.430</b>	<b>195.993</b>	<b>195.679</b>	<b>147.383</b>	<b>108.395</b>	<b>86.498</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>15,5</b>	<b>14,1</b>	<b>17,5</b>	<b>17,2</b>	<b>17,4</b>	<b>16,7</b>
<b>Margen de EBITDAR</b>						
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,0	17,6	20,2	28,7	20,4	14,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,4	(5,6)	(7,2)	(2,5)	0,2	(3,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	32,1	36,0	51,1	41,7	37,9	28,7
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	11,0	5,9	4,5	6,3	5,3	4,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	12,2	5,8	5,1	5,3	5,7	5,9
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,9	2,4	2,5	2,7	2,6	2,6
EBITDA / Servicio de Deuda	2,9	1,8	1,0	1,2	0,9	0,9
FGO / Cargos Fijos	11,0	5,9	4,5	6,3	5,3	4,3
FFL / Servicio de Deuda	0,7	(0,4)	(0,2)	0,1	0,2	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,0	(0,1)	(0,2)	0,2	0,2	0,1
FCO / Inversiones de Capital	5,3	1,2	0,8	1,2	3,5	2,5
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,5	3,5	3,8	2,5	3,5	4,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,4	0,6	1,1	0,9	1,0	1,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,3	0,4	1,1	0,8	1,0	1,1
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,2	2,5	2,5	2,3	2,5	2,7
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,2	2,4	2,5	2,3	2,4	2,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	21,4	27,6	21,7	23,3	22,4	28,3
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,7	0,7	0,7	0,7	0,9	0,7
<b>Balance</b>						
Total Activos	554.205	599.841	518.128	388.907	275.733	247.404
Caja e Inversiones Corrientes	17.702	18.967	6.870	11.529	4.219	7.042
Deuda Corto Plazo	50.833	53.347	117.668	72.737	77.949	57.657
Deuda Largo Plazo	21.672	26.006	44.919	32.978	5.081	19.906
<b>Deuda Total</b>	<b>72.505</b>	<b>79.353</b>	<b>162.587</b>	<b>105.715</b>	<b>83.030</b>	<b>77.563</b>
Deuda asimilable al Patrimonio						
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>72.505</b>	<b>79.353</b>	<b>162.587</b>	<b>105.715</b>	<b>83.030</b>	<b>77.563</b>
Deuda Fuera de Balance	542.396	414.312	334.181	238.806	186.191	153.933
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>614.901</b>	<b>493.666</b>	<b>496.768</b>	<b>344.521</b>	<b>269.221</b>	<b>231.496</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>275.301</b>	<b>297.648</b>	<b>158.706</b>	<b>129.028</b>	<b>106.596</b>	<b>99.691</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>890.202</b>	<b>791.314</b>	<b>655.474</b>	<b>473.549</b>	<b>375.817</b>	<b>331.187</b>
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	80.947	115.631	103.139	114.335	62.191	36.653
Variación del Capital de Trabajo	22.738	(45.242)	(47.659)	(33.293)	(22.233)	(7.958)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	103.685	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	(19.622)	(57.355)	(70.865)	(67.822)	(11.387)	(11.622)
Dividendos	(68.471)	(66.863)	(45.457)	(29.734)	(27.452)	(31.667)
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>15.592</b>	<b>(53.829)</b>	<b>(60.842)</b>	<b>(16.514)</b>	<b>1.119</b>	<b>(14.594)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(114)	36.209	482	4.219	828	1
Otras Inversiones, Neto	(417)	15.474	15	(649)	(4.009)	(461)
Variación Neta de Deuda	(15.202)	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
<b>Variación de Caja</b>	<b>(140)</b>	<b>7.813</b>	<b>(3.473)</b>	<b>9.400</b>	<b>3.404</b>	<b>1.617</b>
<b>Estado de Resultados</b>						
<b>Ventas Netas</b>	<b>637.019</b>	<b>968.987</b>	<b>843.147</b>	<b>658.224</b>	<b>470.930</b>	<b>387.313</b>
Variación de Ventas (%)	29,0	14,9	28,1	39,8	21,6	13,7
<b>EBIT Operativo</b>	<b>87.871</b>	<b>117.319</b>	<b>133.571</b>	<b>102.835</b>	<b>68.955</b>	<b>55.624</b>
Intereses Financieros Brutos	8.122	23.498	29.091	21.379	14.317	10.992
Alquileres	38.743	59.187	47.740	34.115	26.599	21.990
<b>Resultado Neto</b>	<b>46.039</b>	<b>82.074</b>	<b>73.541</b>	<b>49.076</b>	<b>39.099</b>	<b>28.898</b>

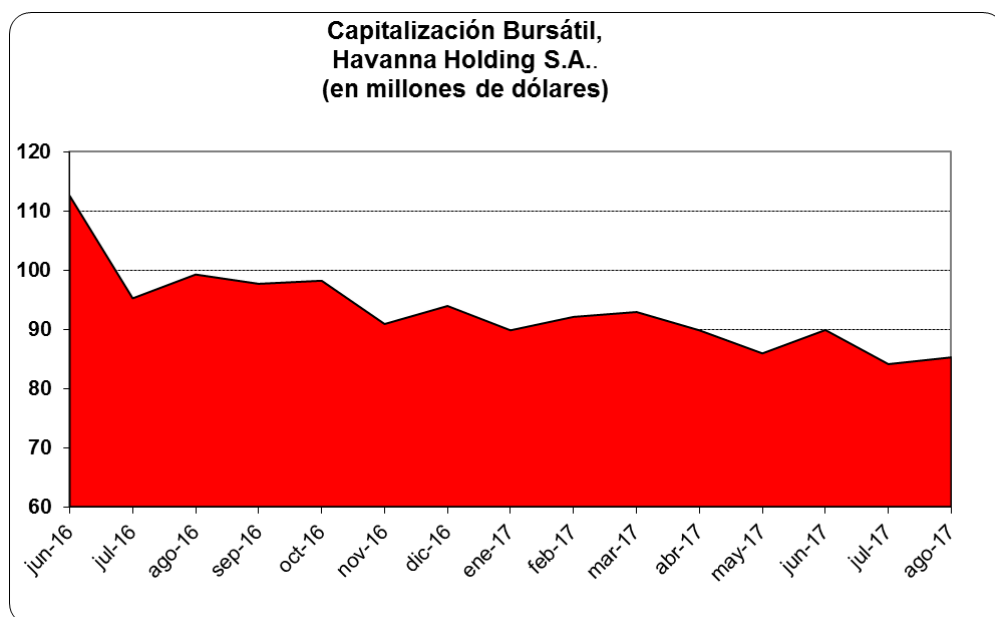
## Anexo II. Glosario

- 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

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.

La capitalización bursátil de Havanna Holding a agosto de 2017 totalizaba US\$ 85,3 MM. El gráfico a continuación detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde junio de 2016 (fuente: Economática):



### Presencia

En los últimos doce meses móviles a agosto de 2017, la acción de Havanna Holding mantuvo una presencia del 89% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado.

### Rotación

Por su parte, al considerar la cantidad de acciones negociadas en los últimos doce meses, a agosto de 2017, se observa que la acción de Havanna Holding registró una rotación del 44% sobre el capital flotante en el mercado. Al observar la rotación trimestral promedio de los últimos tres meses, la acción de Havanna Holding registraba un indicador del 4%.

### Participación

En los últimos once meses, a agosto de 2017, el volumen negociado por Havanna Holding fue de \$ 57,3 MM, con una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del inferior al 1%.

En conclusión, se considera que la liquidez de la acción de Havanna Holding es media.

### Pago de dividendos en efectivo

La compañía cuenta con una agresiva política de distribución de dividendos. En 2015, 2016 y 2017 la compañía resolvió distribuir dividendos por \$42.524.929, \$62.677.478 y \$63.733.268 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 (afiliada de Fitch Ratings) realizado el **28 de septiembre de 2017**, confirmó\* la **Categoría A(arg)** a la calificación del emisor de Havana 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, confirmó\* en **Categoría 2** las acciones de Havana Holding S.A. en base a la capacidad de generación de fondos de la compañía y el supuesto de baja liquidez.

**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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **31 de julio de 2017** disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com), y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

## Fuentes

- Balances auditados al 30-06-2017 (6 meses) disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.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.gob.ar](http://www.cnv.gob.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 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.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe 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 factual 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 factual 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 se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, 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. 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 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, pero no sólo, 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.