

Los Grobo Agropecuaria S.A. (LGA) Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor	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

Negativa

Resumen Financiero

Consolidado	31/12/2017	30/06/2017
(\$ miles)	6 Meses	12 Meses
Total Activos	9.875.939	9.221.917
Deuda Financiera	4.448.828	3.242.154
Ingresos	4.421.210	7.637.627
EBITDA	284.762	378.104
EBITDA (%)	6,4	5,0
Deuda Total / EBITDA	7,8	8,6
(Deuda Total -IRR) / EBITDA	5,6	3,8
(Deuda Neta Total -IRR) / EBITDA	5,4	3,6
EBITDA / Intereses	0,7	0,6

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 13 de marzo de 2018

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

Mirley Jové
 Analista
 +54 11 5235-8119
mirley.jove@fixscr.com

Responsable del Sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Frágil situación financiera: Elevados costos operativos y una pesada carga de intereses erosionan los resultados financieros y patrimoniales de la compañía. La perspectiva negativa incorpora la expectativa de que el impacto del creciente endeudamiento y la carga de intereses derivada del mismo continuarán en los próximos 12 meses. De continuar esta tendencia podría verificarse una baja de uno o más escalones en la calificación.

Nueva Gerencia del Grupo: El nuevo accionista mayoritario, Victoria Capital, que ingresó en diciembre 2016, tiene un plan financiero y de reducción de costos operativos. El mismo ha logrado desprenderse de negocios de baja rentabilidad o negativa, y además, reestructurar parte de la deuda financiera. No obstante, aún enfrenta el desafío de continuar el proceso de reestructuración del perfil financiero y del negocio.

Flujo de fondos libre negativo: Los Grobo Agropecuaria presenta una estructura de capital muy débil con carga de intereses que erosionan el resultado neto y consumen el flujo de fondos. La débil situación financiera se traduce en un patrimonio de USD 39 MM, deuda financiera de USD 237 MM con una carga de intereses de USD 23 MM y un resultado operativo de USD 14 MM. Fix estima que la compañía reportará un Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo para el próximo año y medio y requerirá, en caso de continuar la situación de estrés financiero, un mayor nivel de deuda consolidada que podría llegar a ascender a USD 290 MM.

Continuo desafío operativo: El plan de gestión operativo que implementó la nueva gerencia impactó de forma positiva en el resultado operativo. A diciembre 2017 (6 meses), la compañía reportó un EBITDA de USD 16 MM y un margen de 6,4% que compara contra un EBITDA negativo de USD 4 MM, a diciembre 2016.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación podría bajar ante la ocurrencia de alguno de los siguientes factores:

- Fracaso en implementación de eficiencias operativas y reestructuración del negocio.
- Continuidad de una estrategia agresiva de crecimiento basada en financiación a clientes.
- Continuidad de una alta carga de intereses.
- Continuidad de un debilitamiento de su estructura patrimonial por resultados negativos.
- Cualquier otro factor que continúe erosionando los resultados y flujos de fondos e impida su normalización y una disminución gradual del nivel de apalancamiento requerido.

No vislumbramos una suba de calificación en el corto plazo. En el mediano plazo una recomposición de su patrimonio neto y una reducción de su endeudamiento que deriven en una estructura de capital más conservadora, y una recomposición de su resultado neto podrían llegar a tener un impacto crediticio positivo.

Liquidez y Estructura de Capital

Elevado endeudamiento y liquidez ajustada: A diciembre 2017, la deuda corriente consolidada alcanzaba los USD 117 MM, mientras que la caja e inversiones corrientes (USD 6 MM) junto con los inventarios de rápida realización ascendían en su conjunto a USD 86 MM (equivalentes a alrededor del 73% de los pasivos financieros corrientes). La deuda corriente representa 1,5x los IRR. A la misma fecha, LGA registró una deuda financiera total consolidada por USD 237 MM (USD 26 MM correspondiente a deuda fiduciaria) que se traduce en un ratio de deuda medido con EBITDA de 7,2x.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a diciembre 2017 se calcularon anualizando los resultados 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	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de cambio ARS/USD al final del período	18,77	16,60	14,92	9,09	8,13
Tipo de cambio promedio	17,41	15,45	12,01	8,61	6,80
Período	dic-17	2017	2016	2015	2014
	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	284.762	378.104	791.104	343.631	248.205
Margen de EBITDA	6,4	5,0	14,7	11,0	10,9
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	7,2	5,6	24,1	23,3	15,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(16,1)	(21,7)	(11,4)	(6,5)	(24,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(98,5)	(83,6)	(137,7)	(106,3)	41,6

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	0,9	0,4	1,2	1,1	1,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,7	0,6	1,2	0,9	1,1
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,1	0,3	0,2	0,3
FGO / Cargos Fijos	0,9	0,4	1,2	1,1	1,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,2)	(0,3)	0,0	0,1	(0,3)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,2)	(0,3)	0,0	0,2	(0,3)
FCO / Inversiones de Capital	(15,5)	(20,5)	(6,2)	(3,1)	(11,4)

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	6,0	13,2	3,6	3,6	4,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,8	8,6	3,5	4,7	4,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,6	8,3	3,4	4,3	3,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	21,2	25,5	29,9	29,9	31,3
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,7	0,8	0,7	0,7

Balance

Total Activos	9.875.939	9.221.917	7.246.009	3.925.409	2.543.712
Caja e Inversiones Corrientes	116.173	95.814	101.301	143.049	66.021
Deuda Corto Plazo	2.203.867	2.189.296	2.321.165	1.215.964	729.868
Deuda Largo Plazo	2.244.961	1.052.858	440.285	411.968	300.787
Deuda Total	4.448.828	3.242.154	2.761.450	1.627.932	1.030.655
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.448.828	3.242.154	2.761.450	1.627.932	1.030.655
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.448.828	3.242.154	2.761.450	1.627.932	1.030.655
Total Patrimonio	732.175	1.113.630	401.487	331.430	392.084
Total Capital Ajustado	5.181.003	4.355.784	3.162.937	1.959.362	1.422.739

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(33.404)	(425.722)	107.408	58.944	(6.820)
Variación del Capital de Trabajo	(636.023)	(1.155.046)	(638.962)	(211.972)	(502.884)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(669.427)	(1.580.768)	(531.554)	(153.028)	(509.704)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(43.179)	(77.017)	(85.110)	(49.614)	(44.602)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(712.606)	(1.657.785)	(616.664)	(202.642)	(554.306)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.283	5.256	4.392	1.103	0
Otras Inversiones, Neto	(164.619)	176.068	21.093	(203.111)	(9.941)
Variación Neta de Deuda	1.060.355	579.488	680.277	363.225	337.379
Variación Neta del Capital	0	1.228.312	0	0	56.203
Otros (Inversión y Financiación)	(95.164)	(245.533)	(202.711)	66.798	7.546
Variación de Caja	89.249	85.806	(113.613)	25.373	(163.119)

Estado de Resultados

Ventas Netas	4.421.210	7.637.627	5.398.946	3.133.376	2.268.831
Variación de Ventas (%)	61,1	41,5	72,3	38,1	0,5
EBIT Operativo	247.776	308.549	739.707	323.655	238.546
Intereses Financieros Brutos	406.796	671.559	655.689	397.080	224.985
Resultado Neto	(454.392)	(633.124)	(126.131)	(96.178)	28.648

Otros Indicadores

IRR	1.261.276	1.695.245	1.152.232	475.862	329.149
Deuda Total - IRR	3.187.552	1.451.095	1.507.917	1.009.021	635.485
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	5,6	3,8	1,9	2,9	2,6
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	5,4	3,6	1,8	2,5	2,3

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.
- MM: Millones.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables Clase VI

Monto Autorizado:	USD 30.000.000
Monto Emisión:	\$ 140.666.911
Moneda de Emisión:	Pesos
Fecha de Emisión:	9 de mayo de 2017
Fecha de Vencimiento:	9 de mayo de 2019
Amortización de Capital:	Un solo pago a la fecha de vencimiento
Intereses:	BADLAR + 4%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente los días: 09/08/217, 09/11/17, 09/02/18, 09/05/18, 09/08/18, 09/11/18, 09/02/19 y 09/05/19
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Obligación Negociable Clase VII

Monto Autorizado:	USD 30.000.000
Monto Emisión:	USD 20.830.297
Moneda de Emisión:	Dólar Americano
Fecha de Emisión:	9 de mayo de 2017
Fecha de Vencimiento:	9 de mayo de 2019
Amortización de Capital:	Un solo pago a la fecha de vencimiento
Intereses:	6,75%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente los días: 09/08/217, 09/11/17, 09/02/18, 09/05/18, 09/08/18, 09/11/18, 09/02/19 y 09/05/19
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

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 **13 marzo de 2018**, confirmó (*) en la Categoría **BBB(arg)** la calificación de emisor de **Los Grobo Agropecuaria S.A.** y a las siguientes Obligaciones Negociables emitidas por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase VI por hasta USD 10 MM ampliable hasta USD 30 MM*.
- 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 **Negativa**.

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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 31 de octubre de 2017 disponible en www.fixscr.com. El informe 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 periodo bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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 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.

(*) 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 trimestrales hasta el 31-12-2017 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados con salvedades: DELOITTE S.C.).
- Suplemento de precios Obligaciones Negociables Clase VI y VII.

Y adicionalmente la siguiente información privada:

- Información de gestión provista por la compañía.

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.

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.