

Agroempresa Colón S.A. (Agroempresa) Informe de Actualización

Factores Relevantes de la Calificación

Calificaciones

Emisor	BBB-(arg)
ON Clase I por h/ USD 4 MM	BBB-(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

No Consolidado	31/03/2018	30/06/2017
\$ miles	9 meses	12 meses
Total Activos	856.780	663.851
Total Deuda Ajustada	340.655	173.370
Ingresos	385.855	305.510
EBITDA	124.641	50.522
EBITDA (%)	32,3	16,5
Deuda Total Ajustada / EBITDA	1,5	3,2
EBITDA/Intereses	5,7	3,8

Trayectoria comercial de largo plazo con empresas reconocidas: FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX - considera que la trayectoria en el cumplimiento y relaciones con contrapartes líderes por más de 20 años fortalece la reputación de ACSA en el mercado. ACSA se dedica a la comercialización de semillas y agroinsumos y de manera complementaria a la venta en consignación de granos. A partir del buen cumplimiento de sus contratos de compra-venta ACSA ha logrado mantener una relación de largo plazo con empresas líderes del mercado como DOW Agro, Bunge, Cargill y Syngenta Agro.

Baja participación en un mercado dominado por multinacionales: La compañía opera como intermediario en un mercado dominado por grandes jugadores con fuerte soporte financiero. Si bien su trayectoria en el negocio es favorable, ACSA exhibe una posición débil de negociación frente a sus proveedores. Esto expone a la compañía en mayor medida a variaciones de precios o cambios en las condiciones de venta que podrían presionar el capital de trabajo y su flujo de fondos.

Márgenes volátiles y exposición al ciclo: La calificación contempla la volatilidad propia de la actividad agropecuaria que está expuesta a factores ajenos a la compañía y que afectan la previsibilidad del flujo operativo de la misma. No obstante, ACSA posee una cartera de clientes atomizada que le permite morigerar el riesgo de cobranza. FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX - estima un EBITDA en torno a USD 3,5-4 MM para el cierre fiscal de 2018 y 2019.

Moderada flexibilidad financiera: La compañía cuenta con un moderado acceso al mercado de capitales y al crédito bancario. Asimismo, ACSA detenta una relación de largo plazo con su principal proveedor comercial con la que tiene su mayor línea de crédito.

Sensibilidad de la Calificación

La perspectiva Estable incorpora nuestra expectativa de que el sector agropecuario continúe en un entorno regulatorio normalizado. La calificación podría verse presionada a la baja en caso de un retraso en las cobranzas que se traduzca en un deterioro de la liquidez, la caída sostenida en los márgenes que impacte en un mayor nivel de apalancamiento al esperado o ante cambios en la regulación que afecten negativamente a la industria.

En el mediano plazo, de continuar exhibiendo la compañía una estructura de capital conservadora y un resultado neto positivo y estable podrían derivar en un impacto crediticio positivo.

Liquidez y Estructura de Capital

Apalancamiento moderado: A marzo 2018, ACSA operaba con un nivel de deuda total ajustada de USD 14,8 MM (USD 3,9 MM de descuento de cheques) que se traducen en un moderado ratio de deuda total ajustada medido por EBITDA de 2,2x. La carga de intereses era de USD 1,2 MM con holgada cobertura de EBITDA sobre Intereses de 5,7x. La compañía opera con mayoría de deuda de corto plazo para financiar las altas necesidades de capital de trabajo que le demanda los créditos por venta de insumos. FIX espera que ACSA tenga un endeudamiento en torno a USD 12 MM a fin de período y continúe operando con un gran porcentaje de deuda de corto plazo.

Buena posición de liquidez: Históricamente la compañía mostró buena posición de liquidez que le permite hacer frente a las oscilaciones propias del negocio. A marzo 2018, la compañía contaba con USD 4,2 MM que cubría el 60% de la deuda de corto plazo. FIX espera que la compañía priorice su buena posición de liquidez.

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

Informes relacionados

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

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

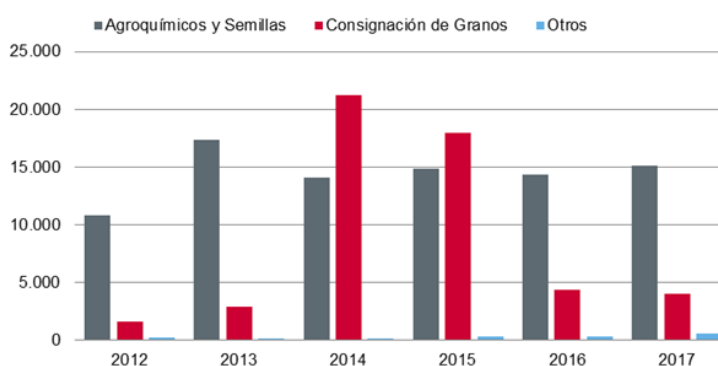
Responsable del sector

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

Perfil del Negocio

La principal actividad de Agroempresa Colón S.A., es la venta de insumos para el campo (fertilizantes, agroquímicos, semillas, etc.) a productores agropecuarios, y de manera complementaria la consignación de granos. Los insumos son adquiridos localmente a los principales proveedores a nivel mundial y luego son vendidos a los productores agropecuarios. La empresa cuenta con una red de sucursales en las provincias de Córdoba, (Sinsacate, San José de la Dormida, La Puerta, Río Primero, Río Segundo, Sacanta y Santiago Temple), Chaco (Resistencia y Las Brañas), Resistencia (Las Lomitas), Santiago del Estero (Bandera) y Salta (Las Lajitas), además de distribuidores y revendedores esparcidos en todo el territorio nacional. Agroempresa Colón pertenece al grupo Agroempresa Argentina el cual está conformado por un conglomerado de empresas, independientes entre sí, que trabajan coordinadas para asegurar al productor asistencia integral.

Ventas por Segmento de Negocio

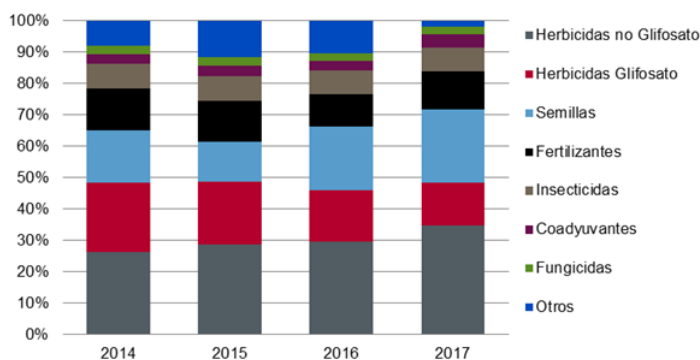


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

División Agroquímicos y Semillas (80% de las ventas en 2017)

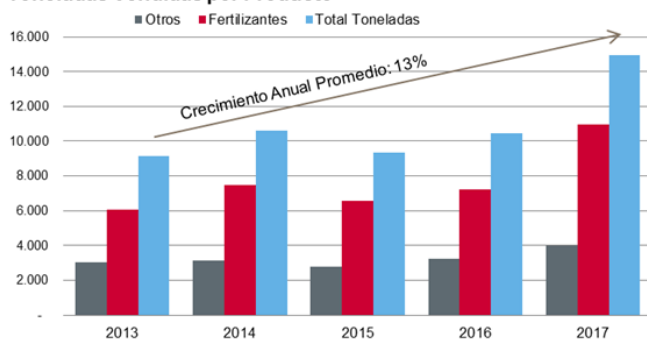
Los principales productos comercializados son de terceros, son representantes de más de 20 marcas de laboratorios nacionales e internacionales: Profertil, Dow Argentina, Rizobacter, Bayer, Nufarm, Atanor, Gleba entre otros. La compañía continúa con el desarrollo de productos propios a través de la marca "Kem-Sure". Importan productos formulados ya listos para la venta y productos para formular, los cuales se hacen localmente a través de terceros.

Facturación por Insumo



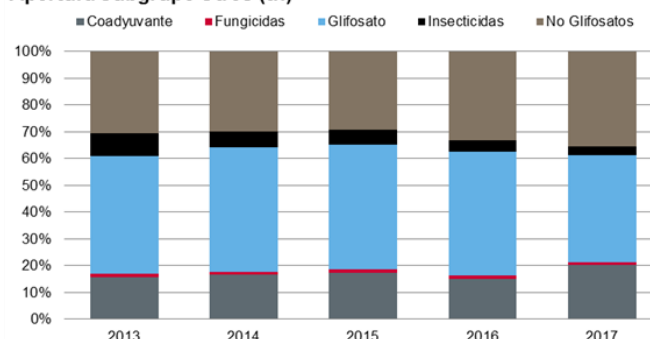
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Toneladas Vendidas por Producto



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Apertura Subgrupo Otros (tn)



Consignación de granos (20% de las ventas en 2017)

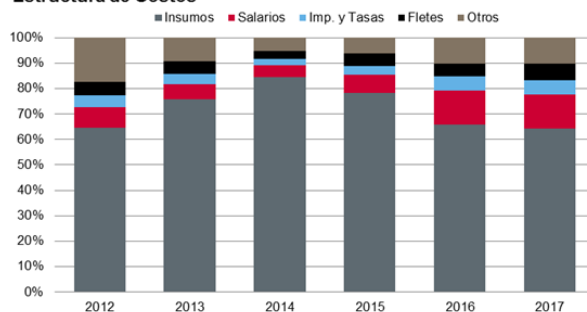
Agroempresa Colón realiza consignación de granos, con un movimiento superior a las 300 mil toneladas. Cuentan con una estrecha relación con los principales exportadores y operadores del mundo, lo cual les permite tener buenas condiciones de mercado. También se ocupan de la logística de acopio y de todos los trámites del puerto.

La compañía recibe cereal por distintos conceptos: de parte de sus clientes, como pago de los productos que esta les vende; de sus vinculadas y controladas por el mismo concepto. El cereal es luego enviado a puerto o plantas de los exportadores. El cereal es comercializado con empresas como Bunge, Cargill, Noble, Vicentin y Dreyfus entre otros, para lo cual cuenta con un desarrollado servicio de logística.

Estructura de costos

Agroempresa posee una estructura de costos flexibles ya que el principal costo de la compañía es la compra de insumos para la reventa, que representa un 63% de los costos totales mientras que el segundo costo más importante, sueldos y cargas sociales sólo representan un 13%. La empresa realiza la compra de los insumos previo al inicio de la campaña gruesa lo que implica una fuerte concentración de necesidades de capital de trabajo y financia la venta de sus insumos, que se ve parcialmente mitigado por la financiación de su principal proveedor. La fuerte devaluación del peso afecta de forma positiva la rentabilidad del negocio.

Estructura de Costos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

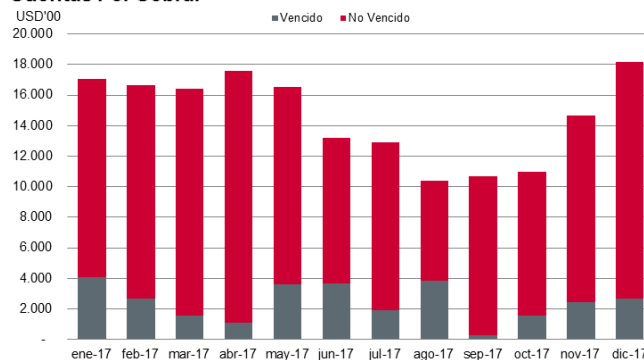
Clientes

Agroempresa financia las ventas de sus productos por la campaña, para eso recurre a fuentes de financiamiento de corto plazo, principalmente al financiamiento de su proveedor, deuda en el mercado de capitales y líneas de crédito bancario.

Agroempresa opera con una base diversificada de clientes. Los 10 primeros clientes representaban aproximadamente 6,6% de las ventas de la empresa y ningún cliente superaba el 2% de las ventas individualmente.

Las cobranzas de Agroempresa se componen en un 65% con canje de cereales, 20% con cheques de pago diferido, 10% con tarjetas agropecuarias y el 5% restante con transferencias, canjes de productos y otros. Desde agosto de 2015, los créditos se encuentran asegurados por InSur por riesgo de impago. El período de mayor cobranza se da entre los meses de junio y octubre.

Cuentas Por Cobrar



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Posición Competitiva

Agroempresa posee una buena posición competitiva en su zona de influencia, como proveedor de insumos y servicios a la industria agrícola. Es el principal proveedor de estos insumos para todo el norte y centro de la provincia de Córdoba, además tiene influencia en el norte argentino. Su cartera de clientes se encuentra muy atomizado, y está integrada principalmente por productores agropecuarios, que explotan superficies promedio de entre 1500 y 2500 ha.

Estrategia

La compañía prevé continuar con crecimiento en el volumen de ventas, por lo cual continuará reforzando el desarrollo de cada una de sus unidades de negocio. Para los próximos años, Agroempresa Colón tiene como estrategia un cambio en el mix de ventas para reemplazar productos de menor margen con otros más rentables. La compañía hará foco en la producción propia, a través de la marca "kem-Sure", de productos commodities (actualmente solo 20% de las ventas son de marca propia) y la venta de insumos que ofrezcan una diferenciación tecnológica.

Administración y calidad de los accionistas

Agroempresa Colón es una empresa familiar, con gerencia profesional y directorio independiente.

El manejo económico-financiero histórico ha sido conservador. Los balances están auditados por Nicolás Ernesto Decanini, utilizan Normas Contables Profesionales. Se encuentra operando bajo el régimen de PyME.

Riesgo del Sector

El sector agrícola presenta una actividad fuertemente cíclica, con generación de flujos volátiles debido a los precios internacionales que se forman de acuerdo a las condiciones de oferta y demanda mundial de cada cultivo y son afectados por las condiciones climáticas de cada región, la estacionalidad de las producciones y el nivel de inventarios.

Una tendencia que se consolida en el sector es la incorporación de los proveedores de agroinsumos como una fuente alternativa de crédito para los productores. Esto se refleja en una mayor necesidad de capital de trabajo para los productores y comercializadores de insumos agrícolas para el financiamiento de los productores. Por ello, la evolución de la generación de flujos tiende a ser estacional, y acompaña el ciclo productivo de las explotaciones agrícolas, y requieren financiamiento de corto plazo, que se traduce en mayores necesidades de refinanciación que en otros sectores con generación de flujos estable.

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

Factores de Riesgo

- Elevados requerimientos de capital de trabajo para financiar el ciclo agrícola.
- Limitado poder de negociación frente a grandes jugadores.
- El negocio se encuentra ligado al ciclo agrícola, sujeto a sus condiciones climáticas y variaciones de precios
- Fuerte estacionalidad del negocio.

Perfil Financiero

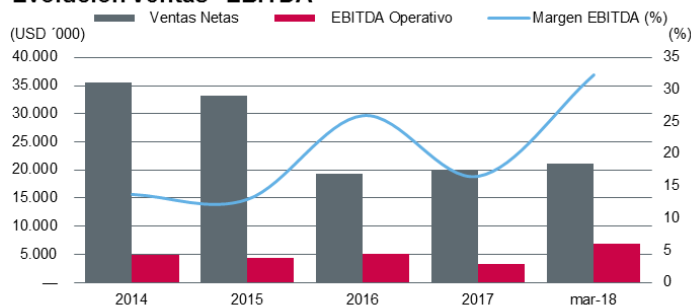
Rentabilidad

En los últimos 5 años el crecimiento anual promedio de las cantidades vendidas por ACSA fue del 13%. FIX espera que la compañía mantenga las cantidades vendidas en los próximos años.

A marzo 2018 (9 meses) las ventas se ubicaron en USD 21 MM y el EBITDA ascendió a USD 6,9 MM con un margen de 32%, que comparan respectivamente contra USD 16,8 MM, USD 3,3 MM y un margen de 20% a marzo 2017. La diversificación de productos que posee ACSA y la venta en consignación de granos le ha permitido tener un margen de EBITDA en torno al 20% en los últimos años.

FIX estima que las ventas del año fiscal 2018 se ubicarán en torno a USD 24 MM y un EBITDA de USD 4 MM. Hacia adelante, esperamos que la rentabilidad muestre una tendencia de estable a levemente creciente explicado por un aumento de las cantidades vendidas. En el mediano plazo, FIX estima márgenes de EBITDA promedio en torno al 16%.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

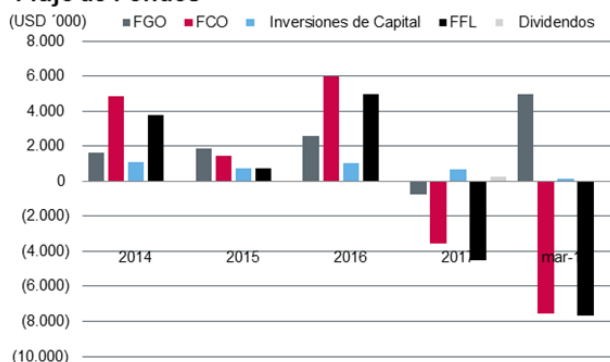
Flujo de Fondos

El negocio agropecuario requiere grandes inversiones en cada campaña y demanda para ello asistencia crediticia. Los proveedores de agroinsumos se han ido incorporando gradualmente como una fuente de financiamiento adicional para los productores, como consecuencia la actividad muestra altos requerimientos de capital de trabajo.

La compañía presenta una generación de FGO positivo, situación que se ha repetido los últimos cinco cierres fiscales (en promedio USD 1,4 MM). A marzo 2018, ACSA generó un Flujo Generado por las Operaciones de USD 5 MM que compara contra USD 1,4 MM a marzo 2017. A la misma fecha, la variación de capital de trabajo fue positiva de USD 12,5 MM (explicado por un aumento de las cuentas por cobrar) y que derivó en un Flujo de Fondos Libres (FFL) de USD 5,9 MM. La compañía no planea distribuir dividendos, por lo tanto no se espera que la evolución del flujo de fondos replique en gran medida la evolución de sus necesidades de capital de trabajo. FIX espera

que la compañía genere un FFL levemente negativo y presente fuerte estacionalidad ligada al ciclo agrícola.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

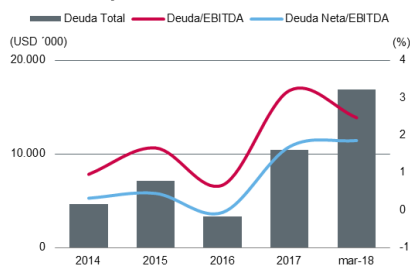
Liquidez y Estructura de Capital

La estructura de capital de ACSA presenta un nivel de endeudamiento moderado. A marzo 2018, la compañía tenía una deuda total de USD 11 MM, con un 64% concentrado en el corto plazo. A la misma fecha, la compañía contaba con deuda fuera de balance perteneciente a cheques descontados de clientes por USD 4 MM, por lo que la deuda total ajustada asciende a USD 17 MM. La relación deuda total a EBITDA fue de 1,2x y al de deuda total ajustada fue de 1,85x. Asimismo, ACSA presentó una holgada cobertura de intereses a EBITDA de 5,7x.

A pesar del mayor nivel de endeudamiento esperado en relación con la financiación de la campaña, estimamos que la compañía mantenga una estructura de capital conservadora con un indicador de deuda sobre EBITDA por debajo de 2,5x y una buena cobertura de intereses.

A marzo 2018, la compañía contaba con una caja de USD 4,2 MM que le da soporte a la posición de liquidez de la compañía que cubría el 32% de la deuda de corto plazo. FIX estima que mantenga el actual estructura de capital con un 70% de su deuda en el corto plazo. Si bien la compañía detenta una buena liquidez, ACSA está expuesta a elevadas necesidades de refinanciación y su costo financiero podría crecer ante condiciones restrictivas de mercado y subas en las tasas de interés.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez (USD '000)	2014	2015	2016	2017	mar-18
Ventas Netas	35.604	33.163	19.291	19.773	21.213
EBITDA	4.883	4.290	5.011	3.270	6.852
Caja y Equivalentes	3.105	5.192	3.655	4.896	4.175
Deuda Corto Plazo	4.371	6.132	3.315	9.800	12.975
Deuda Total	4.681	7.125	3.369	10.445	16.914

Ratios

Deuda Corto Plazo / EBITDA	0,90	1,43	0,66	3,00	1,42
Deuda Corto Plazo - Caja y Equivalentes / EBITDA	0,26	0,22	(0,07)	1,50	0,96
Deuda Total / EBITDA	0,96	1,66	0,67	3,19	1,85
Deuda Total - Caja y Equivalentes / EBITDA	0,32	0,45	(0,06)	1,70	1,39

Fuente: Información de la Empresa, Fix Scr

Fondeo y Flexibilidad Financiera

Agroempresa Colón cuenta con acceso al mercado de crédito (líneas de crédito aprobadas con bancos en el mercado local). Adicionalmente, la compañía ha obtenido fondos a través del descuento de cheques. La emisión de la ON PyME le permitió diversificar sus fuentes de financiamiento y mejorar el perfil de la deuda. FIX espera que la deuda acompañe las necesidades de capital de trabajo.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a marzo 2018 se calculan anualizando los resultados de 9 meses.

Resumen Financiero - Agroempresa Colon S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras no consolidadas

Normas Contables	NCP	NCP	NCP	NCP	NCP
Tipo de cambio ARS/USD al final del período	20,14	16,88	14,92	9,09	8,13
Tipo de cambio promedio	18,19	15,72	12,01	8,61	6,80
Período	mar-18	2017	2016	2015	2014
	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	124.641	50.522	60.166	36.932	33.191
Margen de EBITDA (%)	32,3	16,5	26,0	12,9	13,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	42,9	1,2	78,4	42,6	43,6
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(36,2)	(22,8)	25,7	2,3	10,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	65,7	40,8	35,9	36,8	50,4

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	5,1	0,1	2,4	1,9	2,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,7	3,8	2,8	2,1	2,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,0	0,5	1,7	0,8	0,9
FGO / Cargos Fijos	5,1	0,1	2,4	1,9	2,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,9)	(0,6)	2,4	0,5	1,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,4)	0,3	3,9	1,4	1,8
FCO / Inversiones de Capital	(51,2)	(5,3)	5,7	2,1	4,4

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	2,8	(15,3)	1,6	4,0	3,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,3	1,9	0,2	1,1	0,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	0,3	(0,7)	(0,2)	0,0
Deuda Total Ajustada / EBITDA	2,0	3,4	0,8	1,8	1,1
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDA	1,5	1,8	(0,1)	0,5	0,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,6	11,9	37,6	33,9	27,4
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	64,1	88,7	94,1	77,9	90,3

Balance

Total Activos	856.780	663.851	410.851	281.907	246.090
Caja e Inversiones Corrientes	84.085	81.271	54.530	47.177	25.254
Deuda Corto Plazo	141.688	84.001	12.856	31.783	23.439
Deuda Largo Plazo	79.332	10.699	809	9.030	2.521
Deuda Total	221.020	94.700	13.664	40.813	25.960
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	221.020	94.700	13.664	40.813	25.960
Deuda Fuera de Balance	119.635	78.669	36.603	23.932	12.111
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	340.655	173.370	50.267	64.746	38.072
Total Patrimonio	127.135	74.305	53.522	37.998	26.699
Total Capital	348.155	169.005	67.186	78.812	52.659

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	90.122	(11.326)	31.085	16.144	11.220
Variación del Capital de Trabajo	(227.127)	(43.824)	41.084	(3.583)	21.955
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(137.005)	(55.150)	72.170	12.560	33.175
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(2.678)	(10.401)	(12.590)	(6.114)	(7.514)
Dividendos	0	(4.110)	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(139.682)	(69.660)	59.579	6.446	25.661
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	597	2.496	857	1.713	90
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	126.320	81.036	(27.149)	14.853	(13.699)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	(18.844)	(14.916)	(525)
Variación de Caja	(12.766)	13.872	14.442	8.096	11.527

Estado de Resultados

Ventas Netas	385.855	305.510	231.641	285.526	242.020
Variación de Ventas (%)	49,9	31,9	(18,9)	18,0	140,1
EBIT Operativo	121.267	46.184	56.967	35.106	31.709
Intereses Financieros Brutos	21.916	13.309	21.620	17.450	11.739
Resultado Neto	54.330	26.093	16.424	11.899	11.709

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.
- IRR: Inventarios de Rápida Realización.
- Commodities: Bienes transables.
- MM: Millones.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables Clase I

Monto Autorizado:	USD 4.000.000
Monto Emisión:	USD 4.000.000
Moneda de Emisión:	Dólar Americano
Fecha de Emisión:	18 de julio de 2017
Fecha de Vencimiento:	18 de julio de 2019
Amortización de Capital:	El capital de las ONs se pagará en 4 cuotas de 25%: 18/10/18, 18/01/19, 18/04/19 y 18/07/19
Intereses:	6,9%
Cronograma de Pago de Intereses:	18/10/17, 18/01/18, 18/04/18, 18/07/18, 18/10/18, 18/01/19, 18/04/19 y 18/07/19
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo
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 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), en adelante FIX, realizado el **7 de junio de 2018 confirmó (*)** en la **Categoría BBB-(arg)** a la calificación de emisor **Agroempresa Colón S.A.** y a la calificación de sus Obligaciones Negociables Clase I por hasta USD 4 MM.

La perspectiva es **Estable**.

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

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

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

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

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

Fuentes

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

- Balances auditados hasta el 31-03-2018.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Nicolás Ernesto Decanini.
- Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables: Clase I.

Adicionalmente la siguiente información privada:

- Información de gestión.

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 disseminación 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.