

José Cartellone Construcciones Civiles S.A. (JCCC)

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Calificación del Emisor

A-(arg)

Rating Watch (Alerta) Negativa

	mar-18	dic-17
	NIIF ¹	NIIF ¹
	3m	12m
Total Activos (\$ miles)	7.275.028	7.455.173
Total Deuda Financiera (\$ miles)	2.296.699	2.266.533
Ingresos (\$ miles)	1.482.831	5.958.790
EBITDA (\$ miles)	139.106	19.557
EBITDA (%)	9,4%	0,3%
Deuda/EBITDA	4,1	115,9
EBITDA/intereses	1,5	0,1

¹ NIIF: Normas internacionales de información Financiera

Informes relacionados

Metodología de calificación de empresas registrado ante la CNV

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

Analista Principal:

Pablo Andrés Artusso
 Analista
 +5411 5235 8121
pablo.artusso@fixscr.com

Analista Secundario:

Pablo Cianni
 Director Asociado
 +5411 5235 8146
pablo.cianni@fixscr.com

Responsable de sector:

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +5411 5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

(Rating Watch) Alerta Negativa: FIX asignó una Alerta Negativa a las calificaciones de José Cartellone Construcciones Civiles S.A. (JCCC) debido al embargo preventivo, el cual a la fecha no está firme, ordenado por el Juzgado Nacional en lo Criminal y Correccional Federal N°7 por un monto total de \$574 MM sobre los bienes de la compañía que podría afectar la evolución de nuevos negocios así como limitar las líneas de financiamiento disponible. La empresa se encuentra trabajando en la sustitución de la medida cautelar.

Métricas crediticias presionadas en proceso de mejora: la calificación actual JCCC refleja su adecuada flexibilidad financiera y su estrategia de desendeudamiento. A dic'17, la compañía presentó un EBITDA consolidado nulo debido a la falta de redeterminación de precios en contratos con la anterior gestión nacional y con ciertos proyectos en Bolivia, no obstante FIX entiende que ello representa un efecto por única vez. A mar'18, los márgenes de rentabilidad se ubicaron nuevamente en niveles históricos y el endeudamiento neto se redujo a 2.9x EBITDA respecto del 4.0x observado en 2016.

Elevado nivel de Backlog y adjudicación en PPP: a Mar'18, JCCC tenía proyectos en cartera (backlog) por \$20.542 MM, de los cuales el 36% se encontraban relacionados a obras adjudicadas en el exterior, principalmente en Bolivia. Asimismo, la compañía ha sido adjudicataria del corredor C en el marco de los Proyectos de Participación Público-Privada (PPP), con ingresos estimados en U\$801 MM durante el período 2018-2022. FIX estima que la compañía presenta un adecuado nivel de proyectos en torno a 5.8x ventas que, sumado a los ingresos generados por el esquema de PPP le otorgan certidumbre a la generación de fondos futuros.

Sensibilidad de la calificación

Las calificaciones podrían bajar en caso de que la situación judicial actual afecte la evolución de nuevos negocios y/o limite las líneas de financiamiento disponibles con un impacto negativo en la estructura financiera de la compañía.

Asimismo, La calificación podría verse presionada a la baja en caso de que no se observe una mejora, en el corto plazo, en los niveles de endeudamiento y de liquidez, así como también en la generación de flujos de la compañía.

Liquidez y estructura de capital

Deuda concentrada en el corto plazo: la compañía presenta una estructura de capital presionada ya que, a mar'18, la deuda financiera total ascendía a los \$2.297 MM, concentrada en un 70% en el corto plazo (\$1.604 MM), mientras que la posición de caja y equivalentes era de \$693 MM. No obstante, FIX estima que la flexibilidad financiera de la empresa le permitirá afrontar sus necesidades de refinanciación gracias a su acceso al mercado bancario con entidades de primera línea, tanto local como del exterior, y al mercado de capitales.

Perfil del negocio

Operaciones:

José Cartellone Construcciones Civiles S.A. (JCCC) se encuentra entre las principales constructoras del país, con una trayectoria de más de 90 años en el mercado local. La compañía se destaca por las obras de ingeniería pesada y de alta complejidad, entre las cuales se encuentran obras hidroeléctricas, obras viales, puentes, sistemas sanitarios troncales, obras mineras, transportes urbanos subterráneos, plantas de tratamiento de agua, y obras industriales tanto en energías renovables como en hidrocarburos. Durante la última década, la empresa ha comenzado un proceso de diversificación geográfica, y ha aumentado su participación de ventas en la región, donde se destaca Bolivia principalmente.

Asimismo, JCCC controla Aceros Chile y Aceros Cuyanos, dedicadas a la producción de aceros para la industria minera, a Prear, vinculada a fabricación de pretensados y premoldeados para la construcción, y Autovía Bs As Los Andes a cargo de la concesión del Corredor Vial Nacional Nro. 3 – Ruta Nacional Nro. 7. A continuación, se presenta un detalle de las principales métricas crediticias de las subsidiarias consolidadas:

Principales Subsidiarias	Part. (%)	Ventas	EBITDA	EBITDA (%)	Deuda	Caja y Eq.	Intereses	Deuda / EBITDA	Deuda Neta / EBITDA	EBITDA / Intereses
JCCC Individual	100,00%	3.530.030	(316.525)	-9,0%	1.044.113	566.945	291.480	(3,30)	(1,51)	(1,09)
Prear Pretensados Argentinos S.A.	99,99%	555.027	66.166	11,9%	62.251	6.846	12.866	0,94	0,84	5,14
Aceros Chile S.A.	99,95%	812.136	110.990	13,7%	683.807	39.189	24.218	6,16	5,81	4,58
Aceros Cuyanos S.A.	99,95%	304.950	56.887	18,7%	100.249	45.466	4.882	1,76	0,96	11,65
Autovía Bs. As. A Los Andes S.A.	75,00%	1.211.570	125.361	10,3%	372.287	41.369	49.653	2,97	2,64	2,52
Ajustes / Otros		(454.924)	(23.322)	5,1%	3.826	837				
JCCC Consolidado		5.958.790	19.557	0,3%	2.266.533	700.652	373.583	86,92	60,05	0,05

Fuente: Balances auditados al 31/12/2017

Principales Subsidiarias	Part. (%)	Ventas	EBITDA	EBITDA (%)	Deuda	Caja y Eq.	Intereses	Deuda / EBITDA	Deuda Neta / EBITDA	EBITDA / Intereses
JCCC Individual	100,00%	816.050	112.018	13,7%	1.196.140	634.097	291.480	2,67	1,25	0,38
Prear Pretensados Argentinos S.A.	99,99%	183.648	29.294	16,0%	59.517	14.090	4.781	0,51	0,39	6,13
Aceros Chile S.A.	99,95%	202.249	13.061	6,5%	666.746	2.759	3.238	12,76	12,71	4,03
Aceros Cuyanos S.A.	99,95%	87.414	23.984	27,4%	102.367	22.910	3.862	1,07	0,83	6,21
Autovía Bs. As. A Los Andes S.A.	75,00%	252.088	(50.332)	-20,0%	202.037	3.067	15.346	(1,00)	(0,99)	(3,28)
Ajustes / Otros		(58.617)	11.080	-18,9%	69.892	15.873				
JCCC Consolidado		1.482.831	139.106	9,4%	2.296.699	692.794	90.333	4,13	2,88	1,54

Fuente: Balances auditados al 31/03/2018

La evolución de la compañía y su perfil crediticio consolidados se encuentran fuertemente ligados a los niveles de actividad en manos de la constructora, la cual en 2017 representó el 59% de las ventas; pero a causa por un lado, de la culminación de contratos con la anterior gestión gubernamental sin re determinación de precios y por otra, a contratos en Bolivia donde el margen resultó ser menor al esperado y sin ajustes de precios el margen de EBITDA fue negativo y a nivel consolidado fue nulo. Estos efectos fueron por única vez y no se espera que continúen durante 2018; al primer trimestre de 2018 la constructora aportó el 55% de las ventas y el 81% del EBITDA retomando valores en línea con la historia.

Evolución JCCC S.A. Individual

ARS 000

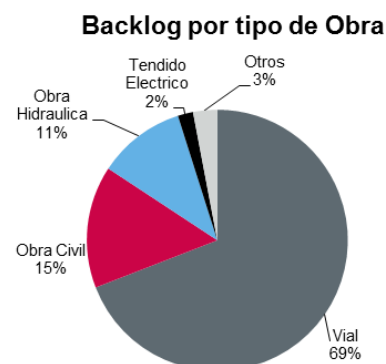
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	mar-18
Ventas	1362.286	1312.536	1543.663	1883.962	2.088.666	3.020.582	3.530.270	816.050
Crecimiento (%)		-4%	18%	22%	11%	45%	17%	
EBITDA	323.390	167.686	169.924	137.013	108.672	194.756	-316.57	112.018
Mgn. EBITDA (%)	24%	13%	11%	7%	5%	6%	-9%	14%
Deuda	137.535	196.934	317.681	711.009	1.497.815	1.785.651	1.044.113	1.196.140
Intereses	35.379	60.069	52.491	120.826	263.755	408.435	291.480	62.781
Deuda / EBITDA	0,43	1,17	1,87	5,19	13,78	9,17	(3,30)	2,67
EBITDA / Intereses	9,14	2,79	3,24	1,3	0,41	0,48	(1,08)	1,78

Elaboración: Información de la empresa

Backlog:

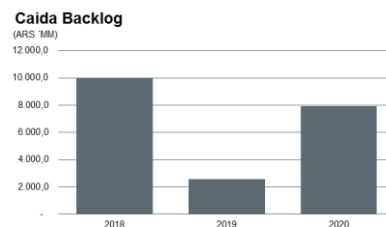
A mar'18, JCCC tenía proyectos en cartera (backlog) por \$20.542 MM, de los cuales el 36% se encuentran relacionados a obras adjudicadas en el exterior, siendo la Administradora Boliviana de Carreteras uno de sus principales clientes. Si bien la compañía presenta cierta concentración de contrapartes, aspecto característico en empresas dedicadas a la obra pública y a proyectos de gran envergadura, FIX estima que el riesgo de cobranza se encuentra acotado, especialmente en el mercado interno, donde no se registran desvíos y/o retrasos significativos.

Principales Proyectos		
ARS 000		
Contraparte	Monto	% Backlog
Ruta Nacional N° 7, Tramo: San Martín - Intersec. R.N. N° 7 y R.N. N° 40. Sección: Variante Palmira, Provincia de Mendoza	\$ 1.767.989	9%
Construcción Carretera PT-04 RVF-21 Uyuni - Tupiza; Tramo II: PK 90+400 (Atocha) - Tupiza (Bolivia)	\$ 1.587.410	8%
Ruta Nacional N° 18 - Tramo I, Entre Ríos (Argentina)	\$ 1.548.755	8%
Construcción Carretera PT-04 RVF-21 Uyuni - Tupiza; Tramo I: Uyuni - PK 90+400 (Atocha) (Bolivia)	\$ 1.531.757	7%
AUTOPISTA FEDERAL RUTA NACIONAL N° 33 Y OBRAS COMPLEMENTARIAS - TRAMO: CORREDOR RUFINO - ROSARIO SECCIÓN I: EMPALME RUTA NACIONAL N° 7	\$ 1.425.362	7%
Carretera Monteagudo - Ipati, Tramo II	\$ 1.235.306	6%
Ruta Nacional N° 34, Tramo: Limite Salta/Jujuy con Salta- Km 1176 Empalme Ruta nacional N° 66- provincia de Jujuy	\$ 1.177.629	6%
Resto	\$ 10.274.209	50%
Total	\$ 20.542.297	100%



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

ARS 000		
Contraparte	Monto	% Backlog
Dirección Nacional de Vialidad	\$ 7.366.787	36%
Administradora Boliviana de Carreteras	\$ 5.931.371	29%
Comisión Ejecutiva Hidroeléctrica del Río Lempa	\$ 1.416.549	7%
YPF ENERGÍA ELÉCTRICA S.A.	\$ 911.351	4%
Resto	\$ 4.916.240	24%
Total general	\$ 20.542.297	100%

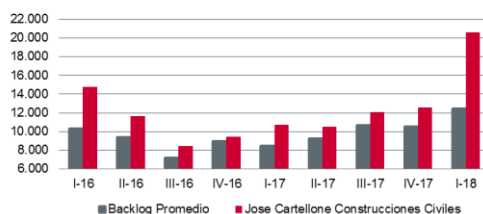


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Riesgo del sector

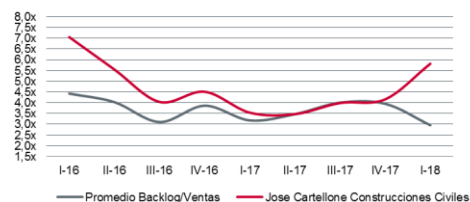
El sector de la Construcción en Argentina se encuentra íntimamente ligado a la Obra Pública y, por ello, expuesto a la evolución del gasto de capital e infraestructura a nivel nacional, provincial y municipal. Desde el cuarto trimestre de 2016, se observa un fuerte crecimiento sectorial que se ha traducido en un elevado incremento en términos reales del Backlog promedio (proyectos en cartera) de las constructoras calificadas por FIX. El consumo acumulado de cemento a abr'18, ha mostrado un salto del 13% en toneladas, luego de haber observado caídas cercanas al 30% en la parte más baja del ciclo, mientras que a may'18 el nivel de actividad sectorial medido por el índice Construya se encuentra en sus niveles más altos del período analizado.

Evolución Promedio Backlog Constructoras calificadas por FIX
En millones de pesos



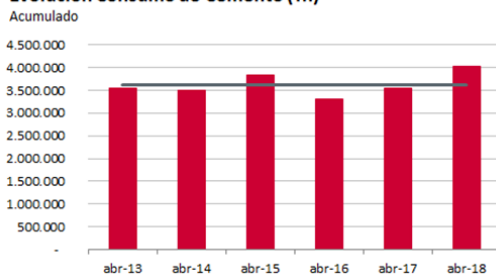
Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Evolución Promedio Backlog/ Ventas Constructoras calificadas por FIX

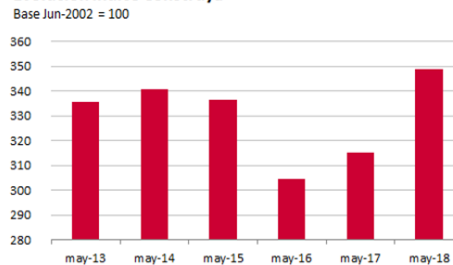


Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Evolución Consumo de Cemento (Tn)



Evolución Índice Construya



Hacia adelante, FIX estima que en los próximos dos años los niveles de actividad sectorial dependerán fundamentalmente de:

- 1) Reducción esperada en la Obra Pública tradicional como consecuencia del elevado déficit fiscal, mitigada parcialmente por la generación de nuevos negocios a través de los proyectos de Participación Público-Privada (PPP) y por un elevado nivel de backlog promedio mayor a 3.0x ventas.
- 2) Desarrollo de Infraestructura ligada al sector privado, principalmente en el sector energético, el cual se compone en general, de grandes compañías que cuentan con un elevado nivel de proyectos y con amplio acceso al financiamiento en los mercados internacionales.
- 3) Nivel de actividad general debido a la fuerte prociclicidad con el PBI.

Posición competitiva

José Cartellone Construcciones Civiles S.A. es una de las principales compañías de obra pública del país. La empresa cuenta con una amplia experiencia en la construcción de diques y centrales hidroeléctricas, obras hidráulicas y de saneamiento, obras viales (incluyendo rutas y puentes), túneles y movimientos de suelos, líneas de alta tensión, puertos, obras de minería y obras de arquitectura.

Administración y calidad de los accionistas

El control accionario de JCCC pertenece a la familia Cartellone y se constituye como una de las principales empresas del grupo. A dicho grupo lo completan Cartellone Energía, la cual opera diversas concesiones de distribución de energía, y Cartellone Inversiones, cuya principal inversión es la productora de etanol Bevap en Brasil.

Factores de riesgo

- **Exposición a riesgos del sector mitigados por diversificación geográfica y de producto:** La empresa se encuentra fuertemente expuesta a los riesgos propios del sector construcción en Argentina, aunque estos son mitigados principalmente por su presencia en Bolivia y El Salvador, donde acumula el 36% del Backlog, y su diversificación de negocios.
- **Deuda contingente creciente:** la adjudicación del PPP llevará necesariamente a un incremento de la deuda contingente de la compañía para poder hacer frente a las necesidades de capital de trabajo para llevar adelante el proyecto. Esto se ve parcialmente mitigado por la estructura de los proyectos en tanto los desembolsos de deuda se producen por hitos y de acuerdo al avance de obra.
- **Métricas crediticias presionadas en proceso de mejora:** A dic'17, la compañía presentó un EBITDA consolidado nulo debido a la falta de redeterminación de precios en contratos con la anterior gestión nacional y con ciertos proyectos en Bolivia, no

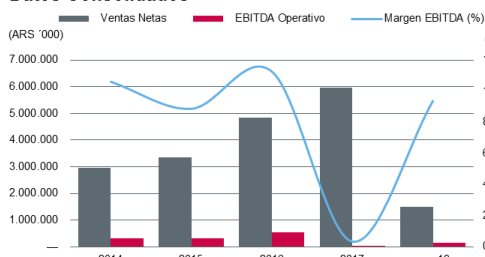
obstante FIX entiende que ello representa un efecto por única vez. A mar'18, los márgenes de rentabilidad se ubicaron nuevamente en niveles históricos y el endeudamiento neto se redujo a 2.9x EBITDA respecto del 4.0x observado en 2016.

Perfil Financiero

Rentabilidad

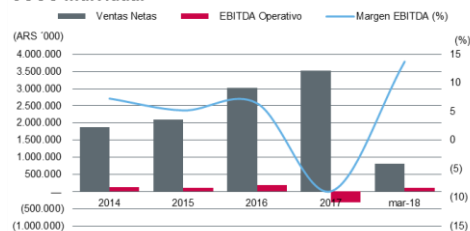
A dic'17, las ventas consolidadas de JCCC alcanzaron los \$5.958 MM un 22,8% más que 2016 y el EBITDA fue de \$19,5 MM. El deterioro del margen de EBITDA se debe principalmente a dos factores: en primer lugar, a la culminación de contratos con la antigua gestión gubernamental sin redeterminación de precios y por otra, a contratos en Bolivia donde el margen resultó ser menor al esperado y sin ajustes de precios. Dicho resultado se espera que no tenga efectos sobre 2018 dado que se trató de un efecto puntual y por única vez. A mar'18 las ventas consolidadas fueron de \$ 1.482 MM y el EBITDA de \$ 139MM (9,4%) en línea con la rentabilidad histórica. FIX estima que hacia adelante la rentabilidad se mantenga en los valores históricos.

Evolución Ventas - EBITDA
Datos Consolidados



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Evolución Ventas - EBITDA
JCCC Individual

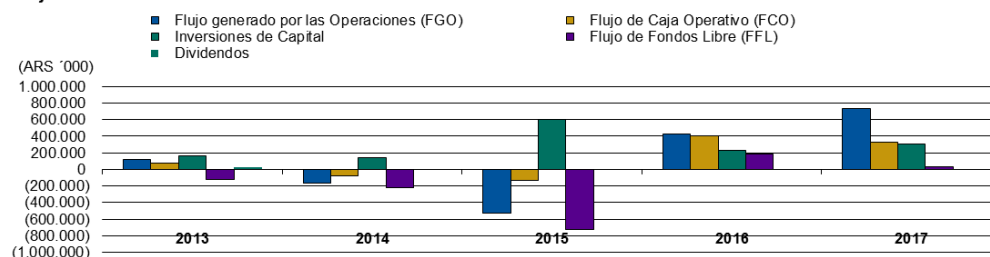


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

A pesar del deteriorado margen presentado a dic'17, JCCC ha mostrado un Flujo de Fondos Generado por las Operaciones (FGO) positivo de \$732 MM. El mismo se explica por la venta de empresas del grupo que eran consideradas no estratégicas: \$617 MM fue el ingreso que generaron (con un resultado negativo de \$151 MM) y además de ello ingresaron \$557 MM por cancelación de créditos con relacionadas (incluidas las empresas que se vendieron). Luego de otros resultados y de necesidades de capital de trabajo por \$404 MM, se realizaron inversiones de capital por \$301 MM lo que dio como resultado un flujo de fondos libres (FFL) de \$27 MM. Hacia adelante, FIX espera Flujos de Fondos Libres negativos debido principalmente a un incremento en las necesidades de inversiones de capital para 2018-2019 producto de un importante crecimiento del backlog y la adjudicación del corredor C.

Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

Liquidez y estructura de capital

La compañía presenta una estructura de capital presionada ya que, a mar'18, la deuda financiera total ascendía a los \$2.297 MM, concentrada en un 70% en el corto plazo (\$1.604 MM), mientras que la posición de caja y equivalentes era de \$693 MM. En dicho período, el endeudamiento neto se redujo a 2.9x EBITDA respecto del 4.0x observado en 2016. Hacia adelante, FIX estima una gradual reducción en los niveles de endeudamiento en torno a 2.5x-3.0x EBITDA.

Deuda Total y Ratios de Endeudamiento

ARS '000	2013	2014	2015	2016	2017	mar-17
Deuda Total (*)	1071.649	1632.202	2.534.345	3.123.993	2.872.249	3.051.274
Deuda/EBITDA	1,9	3,3	6,4	4,6	115,9	4,1
Deuda Neta/EBITDA	0,9	1,9	4,7	4,0	80,1	2,9

Fuente: Información de la empresa

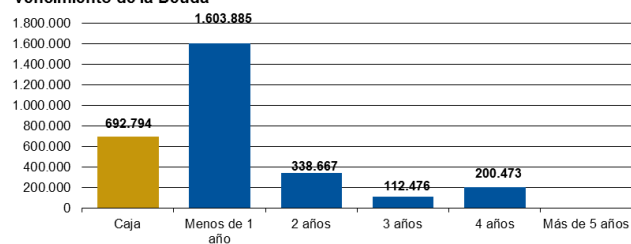
(*) Incluye deuda fuera de Balance

José Cartellone Construcciones Civiles S.A.

ARS '000, consolidado	mar-18	2017	2016	2015	2014	2013	2012
EBITDA	\$ 139.106	\$ 19.557	\$ 546.940	\$ 298.355	\$ 313.155	\$ 269.611	\$ 246.235
Caja y Equivalentes	\$ 692.794	\$ 700.652	\$ 297.239	\$ 507.561	\$ 437.041	\$ 279.698	\$ 227.683
Deuda de Corto Plazo	\$ 1.603.885	\$ 1.614.915	\$ 1.996.995	\$ 1.400.455	\$ 746.065	\$ 348.044	\$ 278.918
Deuda Total	\$ 2.296.699	\$ 2.266.533	\$ 2.489.526	\$ 1.919.998	\$ 1.020.195	\$ 525.501	\$ 359.349
Ratios Crediticios	mar-18	2017	2016	2015	2014	2013	2012
EBITDA / Deuda CP (X)	0,1	0,0	0,3	0,2	0,4	0,8	0,9
EBITDA + Caja y Eq. / Deuda CP (X)	0,5	0,4	0,4	0,6	1,0	1,6	1,7
Deuda Total / EBITDA (X)	4,1	115,9	4,6	6,4	3,3	1,9	1,5

FIX estima que la compañía presenta un adecuado calce monetario de sus flujos, dado que el 52% de la deuda se encuentra denominada en dólares, mientras que el 36% del backlog se encuentra denominado en moneda extranjera por obras adjudicadas en el exterior sumado a las

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa

Capitalización

'000 ARS	% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	1603.885 38,5
Deuda de Largo Plazo	692.814 16,6
Otros	754.575 18,1
Deuda Total Ajustada	3.051.274 73,2
Total Patrimonio	1.117.398 26,8
Total Capital Ajustado	4.168.672 100,0

Fuente: Información de la empresa

La compañía presenta un acotado riesgo de refinanciación. Si bien, el aumento de la deuda de corto plazo desde 2013 ha redundado en un deterioro de la posición de liquidez (a mar'18, JCCC contaba con una posición de caja y equivalentes por \$692 MM, que cubría un 43% de la deuda de corto plazo), el total corresponde a deuda bancaria, en parte garantizada mediante prendas e hipotecas, con los principales bancos locales y del exterior.

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX estima que la flexibilidad financiera de la empresa le permitirá afrontar sus necesidades de refinanciación gracias a su acceso al mercado bancario con entidades de primera línea, tanto local como del exterior, y al mercado de capitales. Adicionalmente, el importante nivel de activos le permite a la empresa poder constituir prendas, y le otorga flexibilidad operativa por bajas necesidades de inversiones de capital.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de enero de 2012, JCCC ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09.

Resumen Financiero - José Cartellone Construcciones Civiles S.A.

(miles de \$, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	mar-18	2017	2016	2015	2014	2013
	3 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	139.106	19.557	546.940	298.355	313.155	269.611
EBITDAR Operativo	139.106	19.557	546.940	298.355	313.155	269.611
Margen de EBITDA	9,4	0,3	11,3	8,9	10,6	11,1
Margen de EBITDAR	9,4	0,3	11,3	8,9	10,6	11,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(22,0)	24,5	18,3	(5,3)	0,3	9,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(1,4)	0,5	3,7	(21,7)	(7,5)	(4,9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(4,8)	(59,0)	(0,9)	2,2	5,0	10,5
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	(2,5)	3,0	1,9	(0,7)	0,1	2,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,5	0,1	1,2	1,0	1,8	2,5
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,0	0,2	0,2	0,3	0,6
FGO / Cargos Fijos	(2,5)	3,0	1,9	(0,7)	0,1	2,1
FFL / Servicio de Deuda	0,1	0,2	0,3	(0,2)	(0,1)	(0,0)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,5	0,6	0,4	0,1	0,4	0,6
FCO / Inversiones de Capital	0,8	1,1	1,8	(0,2)	(0,6)	0,4
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	(2,5)	2,0	2,8	(8,8)	191,3	4,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,1	115,9	4,6	6,4	3,3	1,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,9	80,1	4,0	4,7	1,9	0,9
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	5,5	149,0	5,7	8,5	5,2	4,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	4,2	113,2	5,2	6,8	3,8	2,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	15,8	15,7	20,9	21,1	19,5	23,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,7	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
Balance						
Total Activos	7.275.028	7.455.173	6.855.427	5.695.076	3.936.237	3.010.896
Caja e Inversiones Corrientes	692.794	700.652	297.239	507.561	437.041	279.698
Deuda Corto Plazo	1.603.885	1.614.915	1.996.995	1.400.455	746.065	348.044
Deuda Largo Plazo	692.814	651.618	492.531	519.543	274.130	177.457
Deuda Total	2.296.699	2.266.533	2.489.526	1.919.998	1.020.195	525.501
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.296.699	2.266.533	2.489.526	1.919.998	1.020.195	525.501
Deuda Fuera de Balance	754.575	647.739	634.467	614.347	612.007	546.148
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.051.274	2.914.272	3.123.993	2.534.345	1.632.202	1.071.649
Total Patrimonio	1.117.398	1.607.055	1.721.059	1.619.211	1.496.660	1.377.268
Total Capital Ajustado	4.168.672	4.521.327	4.845.052	4.153.556	3.128.862	2.448.917
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(319.099)	732.526	423.133	(530.056)	(161.350)	117.765
Variación del Capital de Trabajo	410.554	(404.286)	(14.969)	400.846	79.332	(43.855)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	91.455	328.240	408.164	(129.210)	(82.018)	73.910
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(112.467)	(301.005)	(226.585)	(600.046)	(139.477)	(165.249)
Dividendos	0	0	0	0	0	(27.616)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(21.013)	27.235	181.579	(729.256)	(221.495)	(118.955)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	4.506	715.056	132.698	19.239	1.784	7.152
Otras Inversiones, Neto	(67.606)	(193.083)	18.161	(74.949)	(32.744)	(11.774)
Variación Neta de Deuda	(157.618)	(838.547)	75.639	700.926	374.807	216.717
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	3.028	368.552	(398.522)	(171.249)	(114.922)	0
Variación de Caja	(238.703)	79.213	9.555	(255.289)	7.430	93.140
Estado de Resultados						
Ventas Netas	1.482.831	5.958.790	4.851.357	3.360.764	2.949.044	2.431.132
Variación de Ventas (%)	15,7	22,8	44,4	14,0	21,3	29,8
EBIT Operativo	77.441	(196.194)	370.285	178.974	231.867	193.394
Intereses Financieros Brutos	90.333	373.583	462.839	310.691	169.883	105.754
Alquileres						
Resultado Neto	(16.499)	(981.790)	(15.297)	34.601	73.444	134.867

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
- Backlog: Proyectos en cartera
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

Anexo III. Dictamen de calificación.

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada a 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 **26 de Junio de 2018** confirmó* la **Categoría A-(arg)** a la calificación del emisor de José Cartellone Construcciones Civiles S.A.

La calificación cuenta con Rating Watch (Alerta) Negativo.

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 sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La 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.

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 hasta el 31-03-18 disponibles en www.cnv.gob.ar.

Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co. SRL y Estudio Tripoli.

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.