

Construcciones Electromecánicas del Oeste S.A. (CEOSA)

Informe actualización

Calificaciones

Nacional

Emisor BBB-(arg)

Perspectiva

Estable

(\$ miles)	31/03/18 3 Meses	31/12/17 12 Meses
Total Activos	4.861.830	4.644.021
Deuda Total	1.519.199	1.358.562
Ventas Netas	826.436	2.683.494
EBITDA Operativo	169.440	428.975
Margen EBITDA (%)	20,5	16,0
Deuda/EBITDA	2,2	3,2
Deuda Neta/EBITDA	2,0	2,9
EBITDA/Intereses	1,6	1,5

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 Primario

Mariano De sousa
 Analista
 +54 11 5235 8141
mariano.desousa@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso
 Director Asociado
 +54 11 5235 8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del Sector

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

Factores relevantes de la calificación

Moderada concentración del backlog: FIX estima que los ingresos de la compañía se encuentran moderadamente concentrados ya que tres proyectos representan el 29,7% del backlog a mar'18, entre los principales proyectos se encuentran: un gaseoducto troncal ubicado en Córdoba financiado por la Agencia de Inversión y Financiamiento de Córdoba, el Paseo del Bajo tramo B financiado por Autopistas Urbanas S.A. y un centro penitenciario en Mendoza.

Crecimiento sectorial con moderados riesgos operacionales: FIX estima que el crecimiento del sector se verá principalmente determinado por una 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 desarrollo de Infraestructura ligada al sector privado, principalmente en el sector energético.

Fuerte posición competitiva: CEOSA es uno de los principales participantes en la industria de construcción del país en el segmento hidráulico. La compañía detenta un nivel de backlog de \$7.214 MM a mar'18 que representa aproximadamente 2.6x años de ventas (ventas dic'17). FIX estima que la generación de ingresos operativos será creciente en línea con las expectativas del sector.

Menor exposición al gobierno de Mendoza: A mar'18, la exposición en el backlog de la compañía al gobierno de Mendoza se vio reducida a un 3,4% desde un 21% del backlog a ago'16. Asimismo, la provincia presenta leves mejoras en materia presupuestaria. La compañía ha logrado bajar la concentración en su backlog; los tres principales proyectos representan el 29,7% lo que compara positivamente con el 39,4% a may'17.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada ante un deterioro en la calidad crediticia de las principales contrapartes de la compañía que impacte en el financiamiento de los proyectos de infraestructura y que resulte en necesidades de capital de trabajo y endeudamiento superiores a lo esperado. Asimismo, la calificación podría subir en caso de un sostenido crecimiento del sector mayor al esperado junto a una mejora sensible en la posición de liquidez de la compañía.

Liquidez y estructura de capital

Débil posición de liquidez: La calificación refleja la débil posición de liquidez que exhibe CEOSA. A mar'18, la deuda financiera de corto plazo era de \$1.377MM (91% del total de deuda financiera) mientras que la posición de caja era de \$142MM, de los cuales \$115MM eran de libre disponibilidad fuera de las UTEs. Los saldos de libre disponibilidad cubren aproximadamente 8,3% la deuda de corto plazo a mar'18. Actualmente, la compañía se encuentra trabajando para expandir sus fuentes de financiamiento.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del 31 de diciembre de 2016, CEOSA ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09

Resumen Financiero - CEOSA S.A

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Cifras no consolidadas	NIIF mar-18	NIIF 2017	NIIF 2016	NIIF 2015	NCP 2014
Meses	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	169.440	428.975	323.352	209.692	150.472
EBITDAR Operativo	169.440	428.975	323.352	209.692	150.472
Margen de EBITDA	20,5	16,0	17,3	13,9	16,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	42,5	20,5	31,5	26,5	32,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	(2,2)	(6,7)	(0,1)	(6,3)	10,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	11,2	28,3	4,1	1,6	3,4
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,9	1,9	1,8	2,2	4,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,6	1,5	1,1	1,6	2,7
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	1,6	1,5	1,1	1,6	2,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,4	0,3	0,3	0,4	1,2
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,1	0,3	0,4	0,5	1,6
FGO / Cargos Fijos	2,9	1,9	1,8	2,2	4,2
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,1	0,3	0,1	1,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	0,1	0,4	0,2	1,5
FCO / Inversiones de Capital	0,4	(0,1)	0,9	(0,8)	2,6
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,3	2,5	1,6	1,5	0,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,2	3,2	2,5	2,0	0,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	2,9	2,1	1,7	0,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,2	3,2	2,5	2,0	1,2
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	2,0	2,9	2,1	1,7	1,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	34,3	25,7	46,7	43,6	35,5
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,9	0,9	1,0	0,9	0,7
Balance					
Total Activos	4.861.830	4.644.021	2.930.568	2.072.514	1.437.902
Caja e Inversiones Corrientes	142.997	111.931	118.930	60.579	33.685
Deuda Corto Plazo	1.377.811	1.231.954	795.222	387.664	66.282
Deuda Largo Plazo	141.388	126.608	13.795	25.070	26.244
Deuda Total	1.519.199	1.358.562	809.017	412.734	92.526
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.519.199	1.358.562	809.017	412.734	92.526
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	95.470
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.519.199	1.358.562	809.017	412.734	187.996
Total Patrimonio	1.296.854	1.266.421	814.262	656.884	554.502
Total Capital Ajustado	2.816.053	2.624.983	1.623.279	1.069.618	742.498
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	195.587	260.466	226.741	152.810	181.300
Variación del Capital de Trabajo	(181.026)	(281.858)	(188.461)	(195.329)	(25.219)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	14.561	(21.392)	38.280	(42.519)	156.081
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(33.124)	(159.357)	(40.892)	(52.225)	(60.066)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(18.563)	(180.749)	(2.612)	(94.744)	96.015
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(1.479)	(3.413)	(2.206)	12.679	(12.143)
Otras Inversiones, Neto	273	(15.246)	(26.310)	3.953	(7.098)
Variación Neta de Deuda	49.946	192.409	89.479	80.700	(46.388)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	30.177	(6.999)	58.351	2.588	30.386
Estado de Resultados					
Ventas Netas	826.436	2.683.494	1.869.015	1.513.813	942.159
Variación de Ventas (%)	57,9	43,6	23,5	60,7	76,2
EBIT Operativo	137.217	273.127	168.492	118.591	73.705
Intereses Financieros Brutos	103.299	278.525	285.366	130.828	56.342
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	29.544	294.221	30.305	9.504	13.656

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
- Backlog: Proyectos en cartera

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 **5 de julio de 2018** confirmó* en la **Categoría BBB-(arg)** a la calificación del emisor de **Construcciones Electromecánicas del Oeste S.A. (CEOSA)**

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 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 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.

El presente Informe Resumido es complementario al Informe Integral de **fecha 18 de Diciembre de 2017** disponible en www.cnv.gob.ar. 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.

(*) 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.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte.
- Información de gestión de la compañía al 31/03/2018

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 calificador–, 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.