

## Havanna Holding S.A. (HAVA)

### Informe Integral

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Compañía holding sin generación propia:** El principal activo de Havanna Holding S.A. es la tenencia del 95,45% de las acciones de Havanna S.A., compañía dedicada a la producción y comercialización a través de cafeterías especializadas de alfajores y productos derivados. Havanna S.A. cuenta con los activos relevantes, la capacidad de generación de fondos y toda la deuda consolidada. La disponibilidad de fondos del Holding depende exclusivamente de la distribución de dividendos por parte de su única subsidiaria. FIX no espera que Havanna Holding contraiga deuda en ningún momento.

**Sólida capacidad de generación de fondos operativos:** A nivel consolidado, la compañía muestra una generación de flujo de caja operativo (FCO) positivo y estable. A marzo '18 (3 meses) el FCO alcanzó \$ 102,3 millones, el cual compara contra \$ 76,7 millones a marzo '17. La compañía opera a través de locales propios y franquicias. Estas últimas no requieren inversiones ni financiamiento de capital de trabajo por parte de la empresa. FIX estima que, dada una agresiva política de dividendos junto con inversiones de capital de mantenimiento y vinculadas a la apertura de nuevos locales, el flujo de fondos libre sea negativo en los próximos años.

**Alto nivel de competencia:** Havanna opera en un sector con un alto nivel de competencia, por lo que la empresa debe realizar nuevas aperturas constantemente para sostener su posición de mercado y mantener la presencia de la marca. En este sentido, la posibilidad de flexibilizar las inversiones orientadas a nuevos locales es limitada.

**Liquidez media de las acciones:** La Categoría 2 refleja una buena capacidad de generación de flujo de fondos combinado con un nivel de liquidez medio. En junio de 2016 la compañía llevó a cabo la apertura de su capital mediante la oferta pública de acciones representativas del 10% de su capital, las cuales fueron adjudicadas en su totalidad.

#### Sensibilidad de la Calificación

Se prevé que la compañía mantenga una conservadora estructura de capital, con deuda ajustada a EBITDAR en torno a 2,5x, holgadas coberturas de intereses y deuda concentrada en la compañía operativa. Cambios en el perfil operativo producto de un mayor nivel de competencia a la prevista, y factores macroeconómicos con significativo impacto en el nivel de demanda que redunden en un menor nivel de rentabilidad, podrían constituir un escenario de baja en la calificación.

#### Liquidez y Estructura de Capital

**Conservadora estructura de capital y fuertes métricas crediticias:** A nivel consolidado, la empresa detenta una estructura de capital conservadora; el ratio de apalancamiento medido contra EBITDA alcanzó 0,2x y contra EBITDAR 0,5x a marzo '18. La cobertura de intereses con EBITDA, por su parte, alcanzó 50,5x y con EBITDAR 4,7x a la misma fecha. La deuda total alcanzaba \$ 80,1 millones, compuesta mayormente por préstamos bancarios denominados en pesos.

**Moderada liquidez y flexibilidad financiera:** Actualmente la empresa opera con un moderado nivel de liquidez. Sin embargo, Havanna presenta una posición de caja y equivalentes estacional que fluctúa a lo largo del ciclo del negocio en función de las necesidades de capital de trabajo. A marzo '18 contaba con una posición de caja y equivalentes de \$ 120,7 millones que alcanzaba a cubrir la totalidad de la deuda de corto plazo, lo cual junto con la adecuada flexibilidad financiera que presenta la compañía mitiga el riesgo de refinanciación.

#### Calificaciones

Emisor	A(arg)
Acciones	2

#### Perspectiva

Estable

#### Resumen Financiero

(\$ millones)	31/03/18 3 Meses	31/12/17 12 Meses
Total Activos	770.711	677.832
Deuda Total	80.176	84.526
Ventas Netas	469.322	1.275.060
EBITDA Operativo	104.590	175.542
Margen de EBITDA (%)	22,3	13,8
Deuda/EBITDA	0,2	0,5
Deuda Ajustada/EBITDAR	0,5	2,6
EBITDA/Intereses Brutos	50,5	13,0
EBITDAR/Intereses Brutos + Alquileres	4,7	2,7

#### Informes Relacionados

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

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

#### Analistas

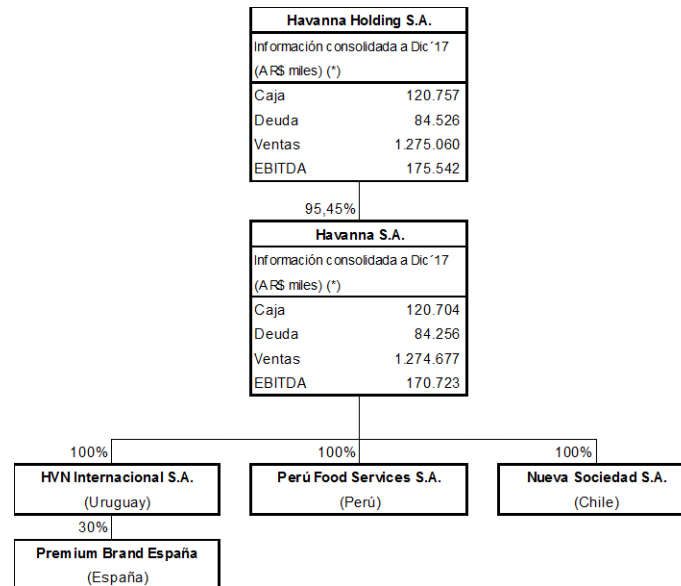
**Analista Principal**  
Ornella Remorino  
Analista  
+54 11 5235-8125  
[ornella.remorino@fixscr.com](mailto:ornella.remorino@fixscr.com)

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

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

## Perfil del Negocio

Havanna Holding S.A. (antes Desarrollo Alpha) tiene como actividad principal la participación en el paquete accionario de Havanna S.A. del cual posee una tenencia del 95,45% de las acciones. Havanna Holding no genera fondos de manera independiente sino que depende del desempeño operativo de su única subsidiaria y de los dividendos que distribuidos en favor del holding.



(\*) Cabe destacar Havanna Holding S.A. presenta balances bajo normas NIIF mientras que los balances de Havanna S.A. utilizan normas contables locales. En este sentido, la principal diferencia surge en la exposición del impuesto a los débitos y créditos bancarios.

Por su parte, Havanna S.A. opera tiendas de café bajo la modalidad de “cafeterías especializadas” con la marca de “Havanna Café”. La compañía cuenta con tres plantas industriales en donde se lleva a cabo la producción integral de alfajores, galletitas y otros productos de repostería que comercializa en los distintos canales.

## Operaciones

La compañía coloca sus productos en los distintos canales de ventas, los cuales incluyen locales operados por la compañía, locales franquiciados, aeropuertos, locales en el exterior, supermercados, y ventas a empresas. Havanna busca consolidar su posicionamiento en el segmento premium del mercado de alfajores y cafeterías a través de la construcción de una red de cafeterías especializadas, tanto a nivel local como en el exterior.

A la fecha la empresa cuenta a nivel local con 228 locales con presencia en 17 provincias del país, de los cuales 55 son operados directamente por la compañía y 173 son franquicias. Por su parte, los locales en el exterior alcanzaban 97 sucursales, de los cuales 9 son locales operados indirectamente por Havanna S.A. por medio de subsidiarias y 88 son franquicias.

Del total de locales operados por Havanna (64), 10 son de propiedad de la compañía y 54 son alquilados (principalmente locales en shoppings). A diciembre '17 el alquiler anual de estos locales se ubicaron en \$ 82,2 millones.

Si se observa la evolución de ventas en los últimos períodos, Havanna ha mostrado un sostenido crecimiento, alcanzando \$ 1.275,0 millones a diciembre '17 desde \$ 998,2 a diciembre '16. Por su parte, los volúmenes vendidos han acompañado esta tendencia creciente ubicándose en 4.551 tn vendidas en 2017 con respecto a 4.342 tn en 2016.

A diciembre '17, las ventas mayoristas y regalías le reportaron a la compañía ingresos por \$ 682,9 millones (54% de las ventas consolidadas), mientras que el EBITDA alcanzado fue aproximadamente de \$ 118,9 millones (68% del EBITDA Total). Este segmento constituye la principal fuente de generación de fondos de la compañía y no requiere fondos de la

compañía para inversiones. No obstante, es menor el control que puede ejercer sobre el manejo de la marca.

Las operaciones de Havanna pueden subdividirse en los siguientes segmentos:

- **Franquicias y otros canales de ventas (54% de las ventas y 68% del EBITDA)**

La compañía cuenta con 261 locales franquiciados tanto a nivel local como en el exterior a los que les provee los productos comercializados. Este canal es la principal fuente de ingresos de la empresa. Havanna les vende los productos a precios que le aseguren un determinado margen, mientras que el franquiciado afronta el capital de trabajo y los gastos de los locales. La compañía cuenta con un alto grado de atomización de contrapartes, con alrededor de 120 franquiciados.

Havanna utiliza un modelo de franquicias individuales mediante el cual un empresario independiente adquiere por cada franquicia una única licencia para un único local, y deberá abonar un nuevo canon por cada nuevo local que desee abrir. Como franquiciante, Havanna cede una licencia para la utilización de la marca y se compromete a proveer apoyo al franquiciado en la operatoria comercial, asistencia técnica y la realización de una campaña publicitaria para posicionar tanto el nuevo local como los productos. La compañía se reserva el derecho a determinar la política de precios y establece objetivos de ventas mensuales que el franquiciado deberá cumplir.

Bajo el concepto de otros canales de ventas se incluyen los ingresos provenientes de las ventas en aeropuertos, ventas a locales franquiciados en el exterior, ventas corporativas, ventas a supermercados y los ingresos por regalías y derechos de franquicia.

- **Locales operados por Havanna (46% de las ventas y 32% del EBITDA)**

Los ingresos por locales operados por Havanna surgen de la venta directa de los productos elaborados por la compañía y los ingresos por cafetería. Los ingresos generados por medio de este canal de ventas alcanzaron \$ 592,1 millones a diciembre '17, lo que representó el 46% de las ventas consolidadas. Por su parte, el EBITDA generado fue aproximadamente de \$ 56,6 millones.

La compañía opera los locales estratégicos que se encuentra en los centros comerciales más importantes, por ejemplo en los shoppings en donde no se puede operar por medio de una franquicia. Esta modalidad le permite a la empresa tener un mayor control sobre la marca. Sin embargo, le demanda a la compañía la erogación de inversiones para la apertura de nuevos locales, debe asumir el capital de trabajo del local, y reporta un margen inferior al de las franquicias.

### **Expansión internacional y mayor penetración en el mercado local**

La compañía se encuentra en proceso sostenido de expansión internacional, constituyendo este el principal pilar de crecimiento de venta de sus productos. Su objetivo es continuar ampliando la demanda potencial, diversificar el riesgo comercial y lograr una mejor protección contra la competencia local. Havanna concentra sus mayores esfuerzos en el crecimiento en las principales ciudades de América Latina, imponiendo su marca como una marca regional. Asimismo, se ha iniciado también la expansión hacia otros países fuera de la región, con la apertura de locales en España y Estados Unidos.

En línea con este objetivo, en agosto '17 HVN Internacional S.A., subsidiaria de Havanna Holding, celebró con la compañía Dejeuner S.A. un contrato de franquicia en el cual le otorga el derecho exclusivo de vender dentro del territorio de la República de Ecuador los productos Havanna. El plazo de duración de dicho contrato es de diez años, plazo durante el cual el franquiciado deberá abrir al menos dos locales dentro de los primeros doce meses de la celebración del contrato y otros ocho o más durante el resto de la vigencia del contrato.

Por otro lado, Havanna pretende continuar incrementando su participación en los mercados en los que opera a través de la apertura de nuevas bocas de venta, tanto propias como franquiciadas, sumando presencia en shopping malls y negocios boutique y una mayor

presencia en aeropuertos domésticos e internacionales. La empresa busca obtener, además, una mayor penetración en el mercado a través del lanzamiento permanente de nuevos productos. A diciembre'17 los ingresos provenientes de ventas locales representaban aproximadamente el 93% del total de ventas.

## **Estructura de costos**

Considerando la estructura de costos total de Havana Holding se observa una fuerte participación de costos laborales y materias primas. A diciembre'17 los gastos de personal representaban el 40% del total de costos, mientras que las materias primas reflejaban una participación de 28%. El nivel de gastos de personal y alquileres (7%) que debe afrontar la compañía se relacionan principalmente con la estructura de locales propios que mantiene.

Cabe destacar que Havana controla las distintas etapas de la cadena de valor llevando a cabo la producción, distribución y venta minorista. Por medio de la integración vertical de sus procesos, FIX espera una mayor eficiencia de costos, además de un mayor control sobre el producto. En este sentido, en el año 2012 Havana adquirió uno de los principales fabricantes de chocolates del país (Fenoglio SACIFIA). Asimismo, en el año 2016 la compañía logró concentrar sus operaciones y la producción de sus tres plantas en un mismo predio (Parque Industrial de Batán). En febrero'16 la compañía obtuvo el certificado de promoción industrial otorgado por el ministerio de Producción de la Provincia de Buenos Aires por su radicación en el parque industrial. De esta manera, a partir de octubre'16 y por los próximos 7 años, entró en vigencia la utilización de los beneficios impositivos provincial y municipal obtenido a principio de año.

## **Estacionalidad**

Los ingresos de la compañía presentan una clara estacionalidad, registrando mayores niveles de actividad en el la temporada de verano explicado por las mayores ventas de los locales en las zonas turísticas. Asimismo, la introducción de productos destinados a obsequios potencia las ventas en fechas festivas como la navidad y las pascuas.

La estrategia de incorporar locales en otros puntos del país y en el exterior le permite a la compañía mitigar la estacionalidad de sus ingresos.

## **Riesgo del Sector**

Exposición al sector consumo masivo y al ciclo económico local: Las compañías del sector operan en un entorno desafiante donde la demanda se encuentra afectada por los ciclos de la economía, y la rentabilidad, por la capacidad de la compañía de trasladar los aumentos en los costos al precio de venta. El consumo masivo se caracteriza por ser inherentemente discrecional, por lo que el entorno macroeconómico y por ende el ingreso disponible de los consumidores son variables relevantes que determinan los niveles de actividad del sector. Así, durante los últimos años, la actividad de este sector se ha visto limitada en un contexto recesivo y de alta inflación.

La percepción de los consumidores con respecto a su economía familiar y el entorno económico delimitan las decisiones de consumo y en entornos de incertidumbre acerca de los prospectos futuros de la economía y de expectativas deprimidas el consumo masivo tiende a retraerse. En el último año la disminución del ingreso disponible provocó una mayor presión en el sector de consumo, lo cual se vio reflejado en el deterioro que sufrieron las perspectivas del consumidor, medidas por el Índice de Confianza al Consumidor. En el actual contexto de menor confianza del consumidor y salario real decreciente, y por ende, demanda debilitada se espera que el nivel de actividad se mantenga deprimido y la empresa alcance volúmenes de venta similares al año anterior, logre una mayor transferencia del aumento en los costos al precio de venta y mantenga su participación de mercado.

Alto nivel de competencia: El sector de cafeterías presenta un elevado nivel de competencia con participantes que operan con similares niveles de calidad, servicio y precios. A su vez, existe una variada oferta de locales en otros segmentos. El ingreso de nuevos competidores tanto locales como internacionales constituye una amenaza permanente para el sector.

## Posición Competitiva

Havanna se desempeña en un mercado altamente competitivo. La compañía afronta un importante nivel de competencia en todos los canales en los que participa, encontrándose con participantes que compiten con similares niveles de calidad, servicio y precios. El ingreso de nuevos participantes (locales y/o internacionales) y la apertura de nuevos locales constituyen una permanente amenaza a los niveles de ventas y márgenes de la compañía. Actualmente, compete directamente con cadenas de cafetería como Starbucks, Café Martínez, The Coffee Store, entre otros.

## Administración y Calidad de los Accionistas

Havanna Holding S.A. (antes Desarrollo Alpha S.A.) llevó a cabo la oferta pública acciones por un total de 4.270.558 de nuevas acciones Clase B con derecho a 1 voto por acción, las cuales fueron adjudicadas en su totalidad y emitidas el día 9 de junio de 2016. De esta manera, el total de acciones asciende a 46.976.135 y los accionistas existentes previos al IPO son titulares del 92,66% de las acciones ordinarias en circulación, equivalentes al 98,12% de los derechos de voto.

## Factores de Riesgo

**Existencia de subordinación estructural:** La compañía es una sociedad holding cuya actividad consiste en la participación del paquete accionario de Havanna S.A. que representa su única subsidiaria. Este último, cuenta con los activos relevantes, la capacidad de generación de fondos y detenta toda la deuda. De esta manera, el desempeño de Havanna Holding estará ligado a la capacidad de Havanna S.A. de distribuir dividendos a su favor.

**Expansión constante para sostener la marca:** Dado el alto nivel de competencia en el sector, la compañía debe realizar constantemente nuevas aperturas de locales para sostener su posición de mercado y la presencia de la marca, por lo que cuenta con una menor flexibilidad para reducir el nivel de inversiones.

**Crecimiento en el exterior:** La empresa debe enfrentar el desafío de instalar la marca y sus productos en sus franquicias en exterior, teniendo que adaptarse a los distintos aspectos idiosincrásicos de cada país.

**Incremento en alquileres:** Dado que el 84% de los locales operados por la compañía son alquilados, un fuerte incremento en el precio de los alquileres tendría un impacto negativo en la rentabilidad de la empresa.

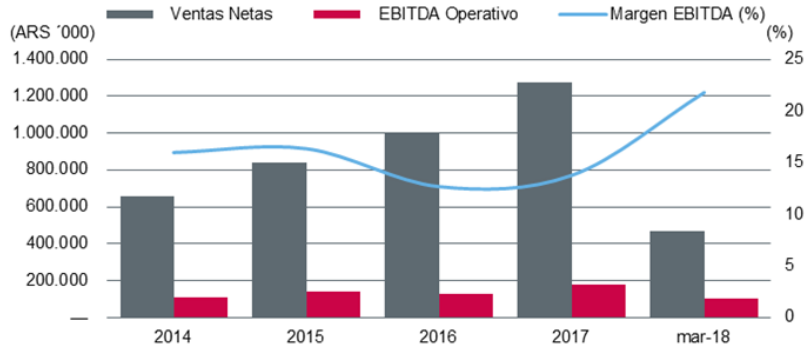
**Acceso a la materia prima:** La empresa se encuentra expuesta a la volatilidad de los precios de los insumos utilizados para su proceso productivo que podrían tener un impacto significativo en la estructura de costos.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Los ingresos de Havanna Holding están explicados en su totalidad por la actividad de Havanna S.A. En el ejercicio cerrado en diciembre '17 Havanna Holding reportó ventas por \$ 1.275 millones y EBITDA por \$ 175 millones, lo cual compara contra \$ 998 millones de ventas y \$ 126 millones de EBITDA en 2016. El margen EBITDA alcanzó el 13,8% contra el 12,7% detentado en 2016. FIX considera que esta situación es producto de una mayor transferencia del incremento de costos de producción y los gastos comerciales y administrativos a precios.

## Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A marzo'18 (3 meses), la compañía detentó ventas por \$ 469 MM y EBITDA por \$ 102 MM. Asimismo, alcanzó un margen EBITDA de 21,8%, reflejando el incremento estacional de las ventas por la celebración de pascuas, cuyo impacto se vio reflejado en el primer trimestre a diferencia del 2017 en donde se distribuyó en los meses de marzo y abril, y el retraso del impacto de los incrementos salariales a esa fecha. FIX estima que el nivel de actividad se mantendrá en valores similares al último año y, por tanto, se espera un nivel de ventas y EBITDA estable con márgenes de rentabilidad en torno al 13%.

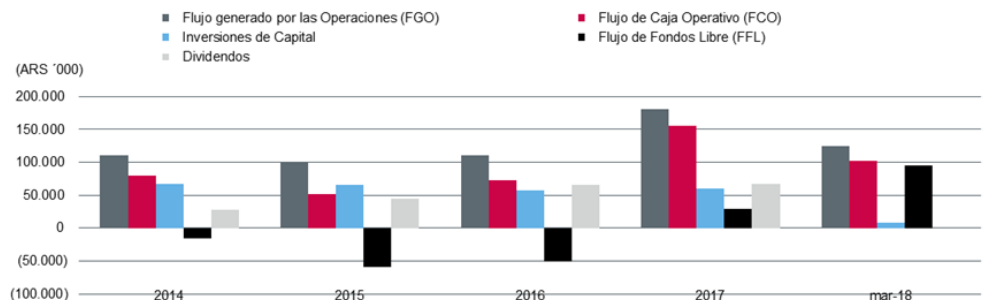
### Flujo de Fondos

A nivel consolidado, la compañía muestra una sólida generación de fondos operativos. A diciembre'17 el flujo de caja operativo (FCO) alcanzó \$ 155 millones lo que compara positivamente con el cierre del ejercicio anterior que alcanzó \$ 72 millones. A marzo'18, el FCO mantuvo esta tendencia creciente y alcanzó \$ 102 millones exhibiendo un nivel superior al mismo periodo de 2017 donde el mismo alcanzó \$ 76 millones.

Con un nivel de inversiones de capital a diciembre'17 de \$ 60 millones por las obras en el nuevo predio industrial y dividendos por \$ 66 millones, la compañía registró un flujo de fondos libre (FFL) de \$ 28 millones. La compañía ha realizado históricamente inversiones en un nivel de 4-5% de las ventas, principalmente para la apertura de nuevos locales. En el ejercicio 2017 Havana Holding adquirió dos túneles para la detección de faltantes y anomalías con rayos X, el cual se encuentra operativo en la línea de producción a la fecha. Asimismo, la compañía realizó el traslado desde Bariloche a la Planta de Mar del Plata de la línea de moldeo y envoltorio de figuras huecas de chocolate. De esta forma, Havana busca optimizar los procesos de logística y sinergia respecto a la utilización de mano de obra.

La compañía ha mostrado históricamente una política de distribución de dividendos agresiva, por lo que esperamos que el flujo de fondos libre continúe siendo negativo en los próximos años. No obstante, consideramos que la política de dividendos de la compañía no constituye un factor de riesgo dado el bajo nivel de apalancamiento.

### Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

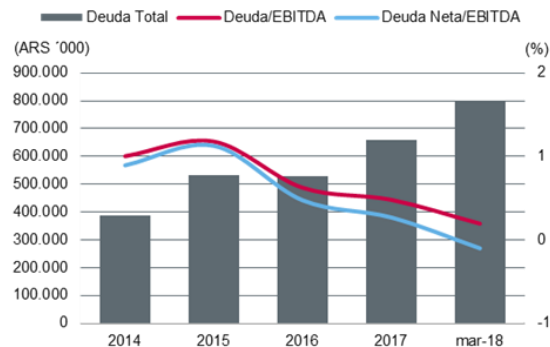
## Liquidez y Estructura de Capital

Havanna Holding presentó a marzo '18 un nivel de apalancamiento medido contra EBITDA de 0,2x, manteniéndose en línea con el ejercicio anterior. La deuda alcanzó la suma de \$ 80 millones, encontrándose el 81% de la misma en el corto plazo. La mayor parte de la deuda se componía de préstamos bancarios denominados en pesos. A mayo '18 la compañía tomó un préstamo por prefinanciación de exportaciones por U\$S 1 MM a una tasa de 3,25%, modificando el perfil de su deuda y exhibiendo un 53% de la deuda denominada en moneda extranjera. FIX espera que la compañía mantenga el ratio de apalancamiento en un nivel similar.

Cabe destacar que la totalidad de la deuda consolidada se encuentra en la empresa operativa (Havanna S.A.). Asimismo, no esperamos que Havanna Holding contraiga deuda financiera en ningún momento.

La metodología de FIX incorpora el ratio Deuda Ajustada a EBITDAR. La Deuda Ajustada adiciona a la deuda financiera una perpetuidad de los alquileres. Por su parte, el EBITDAR quita del EBITDA el costo de los alquileres del período. De esta manera, dicho ratio se ubicó en 0,5x, asumiendo un valor por debajo del promedio del sector.

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Capitalización

'000 ARS	% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	65.006 / 9,9
Deuda de Largo Plazo	15.170 / 2,3
Otros	179.061 / 27,3
Deuda Total Ajustada	259.237 / 39,5
Total Patrimonio	396.415 / 60,5
Total Capital Ajustado	655.652 / 100,0

Fuente: Información de la empresa

La compañía opera con un alto nivel de liquidez. A marzo '18 contaba con una posición de caja y equivalentes de \$ 120 millones que alcanzaba a cubrir la totalidad de su deuda de corto plazo. De esta manera, FIX considera que la compañía no presenta riesgo de refinanciación.

### Fondeo y Flexibilidad Financiera

Havanna cuenta con un adecuado acceso al mercado bancario. Actualmente la compañía se financia únicamente con préstamos bancarios, contando con líneas aprobadas por \$ 405 millones a marzo '18, de las cuales solo ha utilizado \$ 80 millones.

## Anexo I. Resumen Financiero

Los indicadores correspondientes a los Estados Contables cerrados a marzo'18 se han estimado anualizando los resultados de los 3 meses.

### Resumen Financiero - Havanna Holding S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	2014	2015	2016	2017	2018
3 meses					
12 meses					

	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	104.590	175.542	126.666	138.007	105.327
EBITDAR Operativo	130.170	257.825	191.095	190.699	145.423
Margen de EBITDA	22,3	13,8	12,7	16,4	16,0
Margen de EBITDAR	27,7	20,2	19,1	22,6	22,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	23,1	28,0	24,2	27,5	35,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	20,2	2,2	(5,1)	(7,0)	(2,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	71,7	31,9	36,7	61,2	53,2

### Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	60,9	14,4	5,5	4,5	6,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	50,5	13,0	5,2	4,8	4,9
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	4,7	2,7	2,1	2,3	2,4
EBITDA / Servicio de Deuda	1,6	2,2	1,6	0,9	1,1
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,9	3,2	2,5	1,3	1,5
FGO / Cargos Fijos	60,9	14,4	5,5	4,5	6,2
FFL / Servicio de Deuda	5,3	0,5	(0,3)	(0,2)	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	6,9	1,0	(0,1)	(0,2)	0,2
FCO / Inversiones de Capital	13,3	2,6	1,3	0,8	1,2

### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,4	2,4	2,7	2,9	2,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,2	0,5	0,6	1,2	1,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,1)	0,3	0,5	1,1	0,9
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,5	2,6	2,8	2,8	2,7
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	0,3	2,4	2,7	2,8	2,6
Costo de Financiamiento Implícito (%)	10,1	16,5	20,3	21,6	22,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	81,1	79,5	67,2	72,4	68,8

### Balance

Total Activos	770.711	677.832	597.148	489.949	362.049
Caja e Inversiones Corrientes	120.757	37.040	19.031	6.947	11.552
Deuda Corto Plazo	65.006	67.189	53.347	117.668	72.737
Deuda Largo Plazo	15.170	17.337	26.006	44.919	32.978
Deuda Total	80.176	84.526	79.353	162.587	105.715
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	80.176	84.526	79.353	162.587	105.715
Deuda Fuera de Balance	179.061	575.981	451.006	368.844	280.672
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	259.237	660.507	530.359	531.431	386.387
Total Patrimonio	396.415	329.874	294.856	127.454	99.940
Total Capital Ajustado	655.652	990.381	825.215	658.885	486.327

### Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	123.899	181.171	110.791	99.894	111.030
Variación del Capital de Trabajo	(21.583)	(25.307)	(38.402)	(47.658)	(31.948)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	102.316	155.864	72.390	52.236	79.082
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(7.706)	(60.513)	(57.617)	(66.186)	(67.117)
Dividendos	0	(66.846)	(66.171)	(44.856)	(28.149)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	94.610	28.505	(51.398)	(58.806)	(16.184)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	720	1.043	36.188	482	3.048
Otras Inversiones, Neto	(476)	(674)	(1.475)	15	(269)
Variación Neta de Deuda	(4.316)	(7.696)	(101.049)	44.925	17.669
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	(1.517)
Variación de Caja	90.537	21.179	(117.733)	(13.384)	2.747

### Estado de Resultados

Ventas Netas	469.322	1.275.060	998.298	843.395	658.713
Variación de Ventas (%)	29,4	27,7	18,4	28,0	39,9
EBIT Operativo	98.102	153.601	106.085	124.447	95.759
Intereses Financieros Brutos	2.069	13.487	24.587	28.928	21.406
Alquileres	25.580	82.283	64.429	52.692	40.096
Resultado Neto	65.118	99.673	77.441	69.606	47.261



## Resumen Financiero - Havana S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	20,14	18,77	15,85	13,01	8,55
Tipo de Cambio Promedio	19,49	16,57	14,78	9,27	8,12
Período	mar-18	2017	2016	2015	2014
	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad					
EBITDA Operativo	103.134	170.723	129.349	137.745	113.268
EBITDAR Operativo	128.500	246.536	188.536	185.486	147.383
Margen de EBITDA	22,0	13,4	13,0	16,3	17,2
Margen de EBITDAR	27,4	19,3	18,9	22,0	22,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	31,7	63,9	59,7	56,0	35,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	20,0	7,7	4,0	(1,8)	2,0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	71,1	31,2	36,0	51,1	41,7

Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	65,4	15,0	6,9	4,5	6,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	53,9	13,6	5,4	4,7	5,3
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	4,7	2,8	2,3	2,4	2,7
EBITDA / Servicio de Deuda	1,5	2,1	1,7	0,9	1,2
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,9	3,1	2,4	1,3	1,6
FGO / Cargos Fijos	65,4	15,0	6,9	4,5	6,3
FFL / Servicio de Deuda	5,3	1,4	0,8	0,1	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	7,0	1,8	1,1	0,1	0,5
FCO / Inversiones de Capital	13,2	2,6	1,7	0,8	1,2

Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	0,1	0,3	0,4	0,9	2,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,2	0,5	0,6	1,2	3,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,1)	0,3	0,5	1,1	0,8
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	0,2	0,5	0,6	1,2	3,0
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDA Operativo	(0,1)	0,3	0,5	1,1	2,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,3	15,4	19,8	21,7	22,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	81,0	79,4	67,2	72,4	68,8

Balance					
Total Activos	767.658	676.407	599.841	518.128	388.907
Caja e Inversiones Corrientes	120.704	36.773	18.967	6.870	11.529
Deuda Corto Plazo	64.736	66.919	53.347	117.668	72.737
Deuda Largo Plazo	15.170	17.337	26.006	44.919	32.978
Deuda Total	79.906	84.256	79.353	162.587	105.715
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	79.906	84.256	79.353	162.587	105.715
Deuda Fuera de Balance	177.564	530.692	414.312	334.181	238.806
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	79.906	84.256	79.353	162.587	344.521
Total Patrimonio	394.884	329.140	297.648	158.706	129.028
Total Capital Ajustado	474.790	413.396	377.002	321.293	473.549

Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	123.284	175.641	142.040	103.139	114.335
Variación del Capital de Trabajo	(21.583)	(17.936)	(42.181)	(47.659)	(33.293)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	101.701	157.705	99.859	55.480	81.042
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(7.706)	(60.091)	(60.267)	(70.865)	(67.822)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	93.995	97.614	39.592	(15.385)	13.220
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	720	621	36.188	482	4.219
Otras Inversiones, Neto	(476)	(674)	1.525	15	(649)
Variación Neta de Deuda	(10.299)	(7.728)	(119.062)	56.872	22.344
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	83.940	89.833	(41.757)	41.984	39.134

Estado de Resultados					
Ventas Netas	469.320	1.274.677	998.185	843.147	658.224
Variación de Ventas (%)	29,4	27,7	18,4	28,1	39,8
EBIT Operativo	96.447	147.983	107.970	123.377	102.835
Intereses Financieros Brutos	1.914	12.587	23.903	29.091	21.379
Alquileres	25.366	75.813	59.187	47.740	34.115
Resultado Neto	64.322	97.771	82.074	73.541	49.076

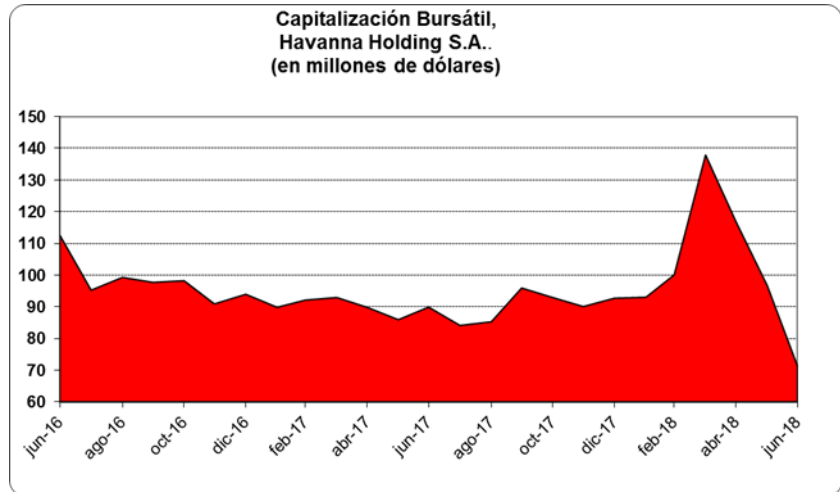
## Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- Capex: Inversiones de capital
- Payout: Dividendos pagados/ Resultado neto del ejercicio anterior
- Holding:

## Anexo III. Acciones

Havanna Holding S.A. (antes Desarrollo Alpha S.A.) llevó a cabo la oferta pública acciones por un total de 4.270.558 de nuevas acciones Clase B con derecho a 1 voto por acción, las cuales fueron adjudicadas en su totalidad y emitidas el día 9 de junio de 2016. De esta manera, el total de acciones asciende a 46.976.135.

La capitalización bursátil de Havanna Holding a junio'18 totalizaba US\$ 71,3 MM. El gráfico a continuación detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde junio'16 (fuente: Economática):



### Presencia

En los últimos doce meses móviles a junio'18, la acción de Havanna Holding mantuvo una presencia del 97% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado.

### Rotación

Por su parte, al considerar la cantidad de acciones negociadas en los últimos doce meses, a junio'18, se observa que la acción de Havanna Holding registró una rotación del 18% sobre el capital flotante en el mercado. Al observar la rotación trimestral promedio de los últimos tres meses, la acción de Havanna Holding registraba un indicador del 3%.

### Participación

En los últimos doce meses, a junio'18, el volumen negociado por Havanna Holding fue de \$ 30,4 MM, con una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del inferior al 1%.

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

### Pago de dividendos en efectivo

La compañía cuenta con una agresiva política de distribución de dividendos. Por los ejercicios 2015, 2016 y 2017 la compañía resolvió distribuir dividendos por \$42.524.929, \$62.677.478 y \$63.733.268 respectivamente.

## Anexo IV. Dictamen de Calificación

**FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg. CNV N°9**

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) realizado el **02 de agosto de 2018**, confirmó\* la **Categoría A(arg)** a la calificación del emisor de Havanna Holding S.A. La perspectiva es **Estable**.

**Categoría A(arg):** "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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

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

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

Asimismo, el Consejo de Calificación confirmó\* en **Categoría 2** la calificación de las acciones de Havanna Holding S.A. en base a la capacidad de generación de fondos de la compañía y la liquidez media que presentan.

**Categoría 2:** Se trata de acciones que cuentan con una liquidez media y cuyos emisores presentan una buena capacidad de generación de fondos.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

### Fuentes

- Balances auditados al 31-03-2018 (3 meses) disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar).

Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & CO. S.R.L.

- Prospecto de emisión de acciones de fecha 30/05/2016, disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar).

**Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LÍDER 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.