

Construir S.A.

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor	BBB-(arg)
ON PyME CNV Garantizada Por hasta \$ 40MM	Serie IV BBB-(arg)

Perspectiva	Estable
-------------	---------

Resumen Financiero

Consolidado	31/12/2018	31/12/2017
(\$ miles)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	2.395.969	1423.125
Deuda Financiera	40.059	23.390
Ingresos	490.434	214.591
EBITDA	-139.789	-63.773
EBITDA (%)	-28,5	-29,7
Deuda Total / EBITDA	-0,3	-0,4
Deuda Neta Total / EBITDA	0,4	0,4
EBITDA / Intereses	-7,5	-14,3

Informes relacionados

Metodología de Calificación de Empresas registrada ante la Comisión Nacional de Valores.

Analista Principal

Candido Perez
 Analista
 +54 11 5235-8119
candido.perez@fixscr.com

Analista Secundario

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

Responsable del Sector

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

Factores relevantes de la calificación

Baja de calificación de ON Garantizada por SGR a BBB-(arg) desde BBB(arg): FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX – bajó la calificación de las Obligaciones Negociables Serie IV a BBB-(arg) desde BBB(arg) debido a la baja en la calificación de SGR Cardinal, uno de los seis garantes de dichas ONs, a BBB-(arg) desde BBB(arg). FIX considera que la calidad crediticia de dicha deuda se encuentra alineada con la del emisor, aunque podría divergir en caso de una mejora en la calificación de las SGR garantes.

Adecuada estrategia comercial y diversificación geográfica: La estrategia comercial de Construir se basa en el desarrollo y venta de productos inmobiliarios con una cartera que promedió 10.912 clientes durante 2019 en todo el país. Si bien el mercado inmobiliario es altamente competitivo, FIX considera que la compañía mantiene una adecuada posición competitiva en los segmentos C2 y C3 principalmente por la diversificación geográfica de sus proyectos y su presencia en más de ocho provincias del país.

Elevado nivel de apalancamiento: FIX entiende que Construir S.A. posee una estructura de capital débil debido al elevado nivel de apalancamiento de sus activos. A Dic'18, la compañía presentaba un total de activos por \$2.396 MM con un Patrimonio Neto de sólo \$509 MM. Dicho apalancamiento amplifica el riesgo a los ciclos económicos y le impone un límite a la calificación de emisor.

Flujos de fondos volátiles: Construir presenta una elevada volatilidad en la generación de fondos que dependen de una demanda incierta. A diferencia de otras compañías del sector calificadas por FIX, la compañía no cuenta con un portafolio de edificios de oficinas de alquiler que mitigue la volatilidad del segmento de desarrollo inmobiliario. Hacia adelante, FIX estima que la capacidad de pago de la compañía podría verse afectada por la volatilidad de la demanda.

Sensibilidad de la calificación

FIX considera que la calificación actual de la compañía refleja una adecuada estrategia de crecimiento basada en anticipos de clientes, a pesar de la desaceleración del sector bienes raíces en Argentina, en un contexto recesivo con caída del ingreso real. La calificación podría verse presionada a la baja en caso de un crecimiento mayor al esperado apalancado sobre deuda financiera o ante un deterioro en la cartera de clientes que impacte negativamente en la flexibilidad financiera de la compañía. La calificación de las Obligaciones Negociables garantizadas depende de la evolución de las SGR. Cualquier cambio en el riesgo crediticio de los garantes podría tener un impacto positivo o negativo en la calificación de las ON, siendo el límite inferior la calificación de emisor.

Liquidez y estructura de capital

Adecuada flexibilidad financiera: Construir detenta un adecuado acceso a los mercados de crédito. Si bien la compañía opera con un sólo banco en el mercado local, FIX considera que las diversas emisiones de obligaciones negociables junto a una estrategia de financiamiento basada en anticipos de clientes, le otorgan una adecuada flexibilidad para afrontar las necesidades de fondos. No obstante, dicha flexibilidad podría verse presionada ante un deterioro en la cartera de clientes o ante un desfase entre las inversiones realizadas y el nivel de anticipos recibidos.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Construir

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas	Ajustado por Inflación					
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	18,77	18,77	15,85	13,01	8,55	6,52
Tipo de Cambio Promedio	16,57	16,57	14,78	9,27	8,12	5,48
Período	2018	2017	2016	2015	2014	2013
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	(139.789)	(63.773)	(23.247)	4.123	2.449	13.654
EBITDAR Operativo	(139.789)	(63.773)	(23.247)	4.123	2.449	13.654
Margen de EBITDA	(28,5)	(29,7)	(18,5)	3,4	3,8	16,8
Margen de EBITDAR	(28,5)	(29,7)	(18,5)	3,4	3,8	16,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	32,1	87,6	37,9	29,7	91,2	87,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,5	(11,4)	31,9	17,9	2,8	8,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	45,0	12,7	12,0	20,7	32,4	58,1
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	9,5	16,0	8,6	4,1	20,2	9,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(7,5)	(14,3)	(6,3)	0,8	0,8	3,4
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	(7,5)	(14,3)	(6,3)	0,8	0,8	3,4
EBITDA / Servicio de Deuda	(3,7)	(3,6)	(1,8)	0,3	0,2	1,4
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	(3,7)	(3,6)	(1,8)	0,3	0,2	1,4
FGO / Cargos Fijos	9,5	16,0	8,6	4,1	20,2	9,5
FFL / Servicio de Deuda	0,8	(1,1)	3,4	2,2	0,4	1,1
FFL + Caja e Inversiones Corrientes / Servicio de Deuda	3,3	1,6	7,5	4,1	0,8	1,6
FCO / Inversiones de Capital	3,6	(33,9)	53,1	68,3	3,7	193,1
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,2	0,3	0,4	0,5	0,2	0,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,3)	(0,4)	(0,6)	2,9	5,7	0,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,4	0,4	1,7	(2,7)	3,8	0,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	(0,3)	(0,4)	(0,6)	2,9	5,7	0,5
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	0,4	0,4	1,7	(2,7)	3,8	0,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	72,1	24,1	28,7	41,4	27,9	43,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	47,9	56,7	67,6	58,0	57,7	87,4
Balance						
Total Activos	2.395.969	1.423.125	908.473	556.923	367.435	246.173
Caja e Inversiones Corrientes	94.847	48.294	53.014	23.024	4.589	4.685
Deuda Corto Plazo	19.175	13.270	9.178	6.989	8.012	6.094
Deuda Largo Plazo	20.884	10.120	4.405	5.067	5.867	881
Deuda Total	40.059	23.390	13.583	12.056	13.880	6.975
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	40.059	23.390	13.583	12.056	13.880	6.975
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	40.059	23.390	13.583	12.056	13.880	6.975
Total Patrimonio	509.244	57.842	70.124	62.160	50.516	36.414
Total Capital Ajustado	549.303	81.232	83.707	74.216	64.395	43.389
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	158.000	66.687	28.040	16.701	55.821	33.978
Variación del Capital de Trabajo	(140.853)	(89.004)	12.838	5.541	(53.381)	(26.660)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	17.147	(22.317)	40.878	22.242	2.440	7.318
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(4.723)	(659)	(769)	(325)	(665)	(38)
Dividendos	0	(1.428)	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	12.424	(24.404)	40.109	21.917	1.775	7.280
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	14.853	(6.053)	3.307	(5.681)	445
Variación Neta de Deuda	11.119	4.831	(2.150)	(6.361)	3.809	(8.453)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	23.543	(4.720)	31.905	18.863	(96)	(727)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	490.434	214.591	125.800	122.333	64.470	81.413
Variación de Ventas (%)	N/A	70,6	2,8	89,8	(20,8)	30,3
EBIT Operativo	(141.253)	(64.105)	(23.508)	3.952	2.221	13.488
Intereses Financieros Brutos	18.585	4.449	3.685	5.373	2.913	4.015
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	128.585	8.119	7.964	11.644	14.102	16.400

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

Anexo III. Características del instrumento

Obligación Negociable PyME CNV Garantizada Serie IV

Monto Autorizado:	Por hasta \$40 MM
Monto Emisión:	\$40 MM
Moneda de Emisión:	Pesos
Fecha de Emisión:	08/02/2018
Fecha de Vencimiento:	08/02/2021
Amortización de Capital:	En 36 cuotas mensuales
Intereses:	Tasa Badlar + 6.5%
Cronograma de Pago de Intereses:	Mensualmente
Destino de los fondos:	Refinanciación de pasivos e inversiones en activos en Argentina
Garantías:	Las Obligaciones Negociables Serie IV están garantizadas por las siguientes seis Sociedades de Garantía Recíproca (SGR): SGR Cardinal: Liso, llano y principal pagador de las ON Garantizadas con renuncia al beneficio de excusión y división. Monto: \$5 MM. Acindar Pymes: Liso, llano y principal pagador de las ON Garantizadas con renuncia al beneficio de excusión y división. Monto: \$10 MM. Argenpymes: Liso, llano y principal pagador de las ON Garantizadas con renuncia al beneficio de excusión y división. Monto: \$6 MM. Crecer SGR: Liso, llano y principal pagador de las ON Garantizadas con renuncia al beneficio de excusión y división. Monto: \$4 MM. Cuyo Aval SGR: Liso, llano y principal pagador de las ON Garantizadas con renuncia al beneficio de excusión y división. Monto: \$6 MM. Garantía de Valores SGR: Liso, llano y principal pagador de las ON Garantizadas con renuncia al beneficio de excusión y división. Monto: \$9 MM.
Opción de Rescate:	NA
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Anexo IV. Dictamen de calificación.

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

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)**, en adelante FIX, realizado el 7 de noviembre de 2019, confirmó (*) en la **Categoría BBB-(arg) la calificación al emisor de Construir S.A.**, así mismo bajó a **BBB-(arg) desde BBB(arg)** la de la siguiente **Obligación Negociable (ON)**:

- ON Pyme CNV Garantizada Serie IV por hasta \$40 MM.

La Perspectiva es Estable.

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

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

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

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. 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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **21 de diciembre de 2018** disponible en www.fixscr.com, y 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 período 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 31/12/18
- Auditor externo a la fecha del último balance: PRICE WATERHOUSE & Co SRL
- Prospecto del programa de Obligaciones Negociables Pyme CNV Garantizada por hasta \$40 MM

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.