

Construcciones Electromecánicas del Oeste S.A. (CEOSA)

Informe integral

Calificaciones

Nacional

Emisor BBB-(arg)

Perspectiva Estable

(\$ miles)	31/12/17 12 Meses	31/12/16 12 Meses
Total Activos	4.644.021	2.930.568
Deuda Total	1.358.562	809.017
Ventas Netas	2.683.494	1.869.015
EBITDA Operativo	428.975	323.352
Margen EBITDA (%)	16,0	17,3
Deuda/EBITDA	3,2	2,5
Deuda Neta/EBITDA	2,9	2,1
EBITDA/Intereses	1,5	1,1

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 gasoducto 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.

Fuerte crecimiento sectorial con moderados riesgos operacionales: FIX estima que el crecimiento del sector se verá principalmente impulsado por la obra pública. Para 2018, el gobierno nacional proyecta un fuerte incremento del gasto de capital en términos del Producto Bruto Interno a 3.5% desde 1.7% en 2017. No obstante, FIX entiende que existe un moderado riesgo de cumplimiento presupuestario dado que aproximadamente la mitad del gasto será financiado a través del esquema de Participación Público-Privada, el cual aún presenta ciertas incertidumbres operativas ligadas a la distribución de riesgos entre las constructoras, los bancos que proveen el financiamiento y el sector público.

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 un contexto de reactivación de la industria.

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. Hacia adelante, FIX espera que una reactivación en los niveles de actividad sectoriales tengan un impacto positivo en la diversificación de contrapartes de la compañía.

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 dic'17, la deuda financiera de corto plazo era de \$1.231MM (91% del total de deuda financiera) mientras que la posición de caja era de \$112MM, de los cuales \$91MM eran de libre disponibilidad fuera de las UTEs. Los saldos de libre disponibilidad cubren aproximadamente 7% la deuda de corto plazo a dic'17. 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 2017	NIIF 2016	NIIF 2015	NCP 2014	NCP 2013
Meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	428.975	323.352	209.692	150.472	127.212
EBITDAR Operativo	428.975	323.352	209.692	150.472	127.212
Margen de EBITDA	16,0	17,3	13,9	16,0	23,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,5	31,5	26,5	32,0	22,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(6,7)	(0,1)	(6,3)	10,2	18,5
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	28,3	4,1	1,6	3,4	3,6
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,9	1,8	2,2	4,2	2,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,5	1,1	1,6	2,7	3,2
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	1,5	1,1	1,6	2,7	3,2
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,4	1,2	1,3
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,3	0,4	0,5	1,6	1,5
FGO / Cargos Fijos	1,9	1,8	2,2	4,2	2,1
FFL / Servicio de Deuda	0,1	0,3	0,1	1,2	1,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,1	0,4	0,2	1,5	1,5
FCO / Inversiones de Capital	(0,1)	0,9	(0,8)	2,6	0,0
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,5	1,6	1,5	0,8	1,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,2	2,5	2,0	0,6	0,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,9	2,1	1,7	0,4	0,5
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,2	2,5	2,0	1,2	1,0
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	2,9	2,1	1,7	1,0	0,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	25,7	46,7	43,6	35,5	30,9
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,9	1,0	0,9	0,7	0,7
Balance					
Total Activos	4.644.021	2.930.568	2.072.514	1.437.902	661.369
Caja e Inversiones Corrientes	111.931	118.930	60.579	33.685	13.308
Deuda Corto Plazo	1.231.954	795.222	387.664	66.282	59.742
Deuda Largo Plazo	126.608	13.795	25.070	26.244	22.830
Deuda Total	1.358.562	809.017	412.734	92.526	82.572
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.358.562	809.017	412.734	92.526	82.572
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	95.470	46.832
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.358.562	809.017	412.734	187.996	129.404
Total Patrimonio	1.266.421	814.262	656.884	554.502	252.624
Total Capital Ajustado	2.624.983	1.623.279	1.069.618	742.498	382.028
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	260.466	226.741	152.810	181.300	44.733
Variación del Capital de Trabajo	(281.858)	(188.461)	(195.329)	(25.219)	74.783
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(21.392)	38.280	(42.519)	156.081	119.516
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(159.357)	(40.892)	(52.225)	(60.066)	0
Dividendos	0	0	0	0	(20.800)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(180.749)	(2.612)	(94.744)	96.015	98.716
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(3.413)	(2.206)	12.679	(12.143)	(50.070)
Otras Inversiones, Neto	(15.246)	(26.310)	3.953	(7.098)	(1.163)
Variación Neta de Deuda	192.409	89.479	80.700	(46.388)	(45.850)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(6.999)	58.351	2.588	30.386	1.633
Estado de Resultados					
Ventas Netas	2.683.494	1.869.015	1.513.813	942.159	534.640
Variación de Ventas (%)	43,6	23,5	60,7	76,2	7,0
EBIT Operativo	273.127	168.492	118.591	73.705	35.880
Intereses Financieros Brutos	278.525	285.366	130.828	56.342	40.323
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	294.221	30.305	9.504	13.656	7.234

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 IV. 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 **27 de abril 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.

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.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente

Fuentes

- Balances auditados hasta el 31/12/17.
- 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 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 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.