

FIX (afiliada de Fitch) asigna en BBB+(arg), con perspectiva negativa, a las ON Garantizadas Serie I a ser emitidas por GAMA SA.

7 de noviembre de 2014

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) en adelante FIX, asignó en la categoría BBB+(arg) a GAMA S.A. y a las Obligaciones Negociables Garantizadas Serie I Clase A, B y C a ser emitidas por la compañía. Las calificaciones cuentan con perspectiva negativa. Factores relevantes de la calificación La calificación contempla la importante trayectoria de GAMA SA. La compañía se constituye como el principal desarrollador inmobiliario de la Provincia de Córdoba (segunda provincia del país) con una trayectoria comprobada en cuanto a proyectos desarrollados con un importante ritmo de entregas. En los últimos cinco años el total de m2 entregados asciende a 188 mil m2, distribuidos entre seis proyectos ya concluidos. A su vez, la compañía cuenta con un portafolio de otros seis proyectos en cartera por un total que supera los 600 mil m2 vendibles. La calificación también incorpora el impacto de la ciclicidad del mercado inmobiliario en el esquema de negocios de GAMA. A partir de las restricciones al acceso al mercado cambiario, GAMA ha modificado su modelo de comercialización, pasando a vender un mayor porcentaje en pesos. Aunque las ventas alcanzaron niveles máximos en los años 2012 y 2013, durante el corriente año se observa un retorno a los niveles de 2010/2011. Asimismo, la perspectiva negativa en la calificación se deriva del contexto incierto que enfrenta el sector inmobiliario. Variables como la inflación, el tipo de cambio, y el nivel de actividad podrían impactar en el ritmo de ventas, en las cobranzas y en la rentabilidad de los proyectos. La calidad crediticia de la compañía se sostiene en la importante cartera de créditos a cobrar, la cual le otorga un flujo relativamente estable. GAMA otorga a sus clientes financiamiento de largo plazo de hasta 180 meses, con lo cual constituyó una cartera de créditos de aproximadamente US\$ 200 MM, que contempla los créditos de los proyectos ya entregados y de los proyectos en desarrollo. El flujo a cobrar de la cartera asciende a alrededor de US\$ 30 MM anuales. Esto le permite cubrir la mayor parte de las necesidades de desembolsos de obra de los próximos años. El EBITDA de 2013 ascendió a \$ 46 MM, de los cuales \$ 26 MM corresponden a intereses cobrados. A jun'14 el EBITDA fue de \$ 19.3 MM. La liquidez de la compañía se encuentra limitada por su agresivo plan de expansión. La compañía no suele operar con niveles altos de liquidez, ya que cuenta con un ambicioso ritmo de obras en las cuales destina los fondos excedentes. Esto también explica el flujo operativo negativo de los últimos cinco ejercicios. A jun'14 (6 meses) la compañía logró tornar positivo su flujo de fondos, y registró un flujo libre de \$ 13 MM. A esa fecha, la deuda financiera se ubicó en \$ 212 MM, en línea con el cierre del ejercicio anterior. La relación deuda/EBITDA era de 5.5x, mientras que las coberturas de intereses se ubicaban en 1.4x. El EBITDA está afectado por el método de contabilización de las ventas, las cuales se registran al momento de las entregas de las unidades. La calificación de las ON Serie I contempla una estructura garantizada que no aísla del riesgo del emisor. Las ON contarán con garantía a través de un fideicomiso integrado por parte de la cartera de créditos de la compañía, cuya estructura apunta a un nivel de cobertura de servicios de amortización de 1,3x (veces). El fideicomiso debería proveer un adecuado nivel de recupero ante un incumplimiento de pago. Sin embargo, y considerando los ratios de cobranzas de la cartera, FIX estima que la compañía deberá aportar fondos para cumplir con determinados fechas de pago de las ONs, por lo que la garantía no aísla a los acreedores del riesgo del emisor. Sensibilidad de la calificación Una baja en la calificación podría originarse ante un escenario de fuerte recesión o aceleración de la inflación o devaluación que afecte el nivel de ventas y cobranzas, y deteriore su generación de fondos. Asimismo, un cambio en la estructura de capital que implique un aumento en el

apalancamiento mayor al previsto también podría afectar la calificación. Contactos: Analista Principal Frank Medrisch Director Asociado +54 11 5235 8125 FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO Sarmiento 663 – 7° piso – C1041AAM – Capital Federal – Buenos Aires Analista Secundario Gabriela Catri Director +54 11 5235 8129 Relación con los medios: Douglas D. Elespe - Buenos Aires - 011 5235 8100 - doug.elespe@fixscr.com FIX utilizó el Manual de Calificación presentado ante la Comisión Nacional de Valores disponible en www.cnv.gob.ar. El informe correspondiente se encuentra disponible en el web-site de FIX “www.fixscr.com”. Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, FIX 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://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.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.