

## Agrofina S.A. (Agrofina)

### Informe Integral

#### Calificaciones

Emisor	BBB+(arg)
ON Clase I Serie I hasta \$100 MM (ampliables hasta US\$ 25 MM)	BBB+(arg)
ON Clase I Serie II hasta US\$10 MM (ampliables hasta US\$ 25 MM)	BBB+(arg)
ON Clase II por hasta \$120 MM (ampliables hasta \$ 200 MM)	BBB+(arg)
ON Clase III por hasta \$120 MM*	A2(arg)
ON Clase IV por hasta US\$ 5 MM*	BBB+(arg)
ON Clase V por hasta \$200 MM**	BBB+(arg)
ON Clase VI por hasta su equivalente de \$200 MM**	BBB+(arg)

\*En su conjunto no pueden superar los \$250 MM  
 \*\*En su conjunto no pueden superar los \$400 MM

#### Perspectiva

Estable

#### Resumen Financiero

	30/09/16	30/06/16
(\$ miles)	3 meses	12 meses
Total Activos	2.633.426	2.501.049
Total Deuda		
Financiera	1.171.912	1.200.331
Ingresos	317.202	1.562.463
EBITDA	55.450	506.839
EBITDA (%)	17,5%	32,4%
Deuda/ EBITDA	5,3	2,4
EBITDA/ intereses	0,6	1,3

<sup>1</sup>NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

#### Informes relacionados

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

*Los Grobo Agropecuaria S.A. (Los Grobo) publicado el 1 de febrero 2017.*

#### Analistas

**Analista Principal**  
 Martín Frugone  
 Analista  
 +54 11 5235-8137  
[martin.frugone@fixscr.com](mailto:martin.frugone@fixscr.com)

**Analista Secundario**  
 Gabriela Catri  
 Director  
 +54 11 5235-8129  
[gabriela.catri@fixscr.com](mailto:gabriela.catri@fixscr.com)

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

#### Factores relevantes de la calificación

**Fuerte vinculación con Los Grobo Agropecuaria S.A.:** Los Grobo Agropecuaria S.A. (LGA) adquirió Agrofina S.A. (Agrofina) con el objetivo de consolidar sus operaciones de distribución de insumos para el agro. La calidad crediticia de Agrofina se encuentra alineada a la de su controlante LGA (Calificada por FIX en BBB+(arg), Perspectiva Estable). Los factores que determinan la relación incluyen el fuerte vínculo estratégico y operativo entre ambas.

**Cambio de accionistas:** En diciembre 2016 VSAP Agriservices L.P. adquirió de los socios Prilder S.A., Prakelt S.A. y PCP (Cayman) L.P. un 75,04% de Grupo Los Grobo LLC, y en consecuencia obtuvo el control de dicha sociedad e, indirectamente, de sus controladas. Los nuevos accionistas capitalizaron al grupo con USD 103,4 MM (\$ 447,7 MM fueron destinados a aumentar el capital social de Agrofina). Bajo estas condiciones, se espera que la compañía recomponga su estructura de capital y mejore el perfil financiero.

**Elevada carga de intereses con coberturas ajustadas:** En virtud de su agresiva estrategia de crecimiento, la compañía ha recurrido a fuentes de financiamiento externo lo que motivó una suba en la carga de intereses. A sep'16 los ratios de cobertura medidos con EBITDA eran ajustados de 0,6x. Fix estima que hacia delante mejore la cobertura de intereses y se ubique en torno a 1,5x.

**Margen operativo creciente y exposición al ciclo:** La compañía ha logrado una fuerte posición de mercado, con un amplio portafolio de productos y márgenes superiores al 20%. En el último ejercicio, cerrado al 30 de junio de 2016, Agrofina individualmente ha mostrado un margen de EBITDA de 32,4% y un crecimiento de ventas medidas en dólares del 13,8% respecto al año anterior. La actividad se encuentra influenciada por la volatilidad de precios de los granos, los rindes y factores climáticos adversos, con el consecuente impacto sobre sus precios. Las ventas y generación de fondos presentan una fuerte estacionalidad. A sep'16 Agrofina generó unas ventas por \$ 317 MM y un margen de EBITDA del 17,5%.

**Flujo de fondos negativo por fuertes necesidades de capital de trabajo:** Agrofina tiene una agresiva estrategia comercial que implica el financiamiento a sus clientes y deriva en el aumento de necesidades de capital de trabajo. A sep'16, la compañía registró un flujo de caja operativo positivo por \$ 63,9 MM, esto corresponde con el ciclo del negocio. La calificadora prevé que la compañía financie elevadas necesidades de capital de trabajo, con una combinación de fondos propios y pasivos. La compañía planea emitir las ON Clase V y VI por hasta \$ 200 MM (en su conjunto no pueden superar los \$400 MM), que utilizara para financiar su ciclo de forma más diversificada, reduciendo líneas menos eficientes.

#### Sensibilidad de la calificación

La calificación refleja la expectativa de una recomposición de los indicadores de apalancamiento del grupo normalizados en niveles en torno a 3,5x Deuda/EBITDA, producto de la reciente capitalización recibida. De no materializarse esta expectativa, la calificación podría verse presionada a la baja. Asimismo, la calificación podría verse presionada a la baja en caso de una caída sostenida en los márgenes que se traduzca en un mayor nivel de apalancamiento al esperado.

#### Liquidez y estructura de capital

**Alto nivel de deuda concentrada en el corto plazo y liquidez ajustada:** A sep'16, la compañía tenía una deuda total de US\$75,4 MM, con aproximadamente 82% concentrado en el corto plazo. La deuda se componía principalmente de deuda bancaria, fideicomisos en pesos y las ONs emitidas. La relación Deuda/ EBITDA fue de 5,3x lo cual compara con 2,7x, a sep'15. A la misma fecha, la cobertura de intereses medida por EBITDA se ubicó en 0,6x. A la misma fecha, la posición de liquidez era muy débil. Post capitalización la compañía bajo deuda por \$ 344,5 MM. Hacia delante esperamos que el nivel de deuda disminuya producto de la capitalización y una estrategia de endeudamiento menos agresiva, de esta manera la cobertura de intereses medido por EBITDA se normalizara en torno a 1,5x.

## Perfil del negocio

Agrofina es una compañía dedicada a la sintetización y formulación de productos destinados a la protección de cultivos. La compañía fue adquirida por LGA en el año 2013. A su vez, LGA es una subsidiaria del Grupo Los Grobo LLC, cuyos accionistas son VSAP Agriservices L.P, Kiltechno S.A. y Verkaland S.A.

### Estrategia

A través de una estrategia basada en la inclusión de nuevos productos de mayor diferenciación, la compañía espera aumentar su participación en el mercado de fitosanitarios local así como incrementar sus ventas.

La compañía planea lanzar 12 nuevos productos al mercado hacia junio de 2018 con el objetivo de defender la posición actual en cultivos como arroz, maní y algodón, como así también crecer significativamente en cultivos como la soja (herbicidas no selectivos, fungicidas e insecticidas) y barbecho químico a través de nuevas combinaciones propias de principios activos.

### Comercialización

Las ventas de Agrofina se concentran en el mercado local, Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos, representan más del 60% de las ventas.

Agrofina se encuentra en una reestructura comercial, su mix de ventas están en una etapa de transformación para reemplazar productos de menor margen con otros más rentables. La compañía hará foco en insecticidas, fungicidas y herbicidas selectivos, en detrimento de productos commodities. La compañía prevé que este nuevo portfolio de productos tenga un impacto positivo sobre la estructura de costos.

### Riesgo del sector

El riesgo del sector se encuentra caracterizado por el comportamiento de los precios internacionales, los cuales son afectados por varios factores ajenos a la empresa. Asimismo, la empresa enfrenta una importante exposición al sector agropecuario, y la evolución de los precios de granos y estructura financiera de las empresas en el mercado interno afecta la demanda, y sobre todo las condiciones de pago, de insumos.

Una tendencia que se consolida en el sector es la incorporación de los proveedores de agroinsumos como una fuente alternativa de crédito para los productores. Esto se refleja en una mayor necesidad de capital de trabajo para los productores y comercializadores de insumos agrícolas para el financiamiento de los productores en los periodos de siembra y a lo largo del ciclo agrícola que culmina con la cosecha. Por ello, la evolución de la generación de flujos tiende a ser estacional, y acompaña el ciclo productivo de las explotaciones agrícolas, y requieren financiamiento de corto plazo, que se traduce en un riesgo de refinanciación y tasas mayor que para otros sectores con generación de flujos estable.

### Posición competitiva

Agrofina opera en un sector altamente competitivo de atomización moderada. El mercado se concentra en aproximadamente 20 jugadores grandes, principalmente compañías multinacionales. Asimismo, existen fuertes barreras a la entrada ligadas a las inversiones en investigación y desarrollo de nuevos productos que requieren grandes inversiones iniciales.

En este contexto, la compañía mantiene una fuerte posición de mercado, ubicándose de forma sostenida dentro de los 10 primeros jugadores del mercado de productos para la protección de cultivos en Argentina, en términos de ventas.

### Administración y calidad de los accionistas

Agrofina S.A. es una sociedad anónima de capital nacional. El accionista mayoritario es Los Grobo Agropecuaria S.A. que posee el 52.36%.

Accionista	Acciones	% Participación	Cantidad de Votos
Los Grobo Agropecuaria S.A.	339.605.000	52,36%	339.605.000
Agrofina Holding LLC	255.840.000	39,45%	255.840.000
Grupo Los Grobo L.L.C.	45.354.000	6,99%	45.354.000
Grupo Los Grobo S.A.	7.775.000	1,20%	7.775.000
<b>Total</b>	<b>648.574.000</b>	<b>100%</b>	<b>648.574.000</b>

## Factores de riesgo

- Fuertes necesidades de capital de trabajo.
- El hecho de focalizarse en la producción y ventas de productos de protección de cultivos sin patentes vigentes, implica una baja diferenciación de productos. En este sentido, los competidores compiten por precio, y las ventajas, en particular el bajo costo financiero, de empresas con presencia internacional, son una fuerte amenaza para empresas netamente locales y con reducida escala.
- Fuerte estacionalidad del negocio.
- La emisora importa insumos desde el exterior, principalmente materias primas básicas, productos intermedios e ingredientes activos. Por este motivo, la compañía podría enfrentar un riesgo devaluatorio, aunque parcialmente mitigado por el hecho que el precio del producto de Agrofina se encuentra en cierta medida dolarizado.

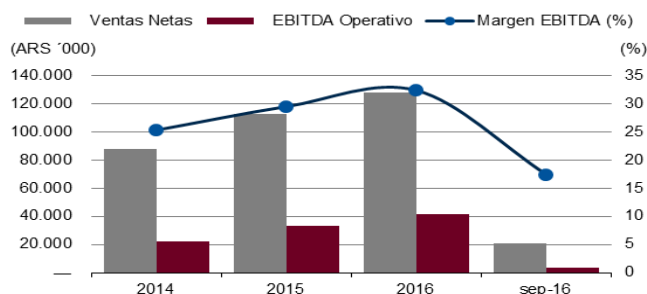
## Perfil Financiero

### Rentabilidad

La evolución de las ventas refleja la estacionalidad del negocio, determinado en gran medida por el ciclo biológico de los cultivos. En consecuencia, aproximadamente el 60% de las ventas se concentra en el segundo semestre de cada año, y mayormente en el último trimestre del año calendario.

Al jun'16 (12 meses) las ventas de la compañía evidenciaron un crecimiento del 13.4% medido en dólares, lo que evidencio cierta desaceleración en el crecimiento. A la misma fecha, el EBITDA de Agrofina fue de US\$ 41 MM, que compara contra un EBITDA de US\$ 33 MM del año anterior. El margen EBITDA en jun'16 fue de 32%, con un incremento de 280 puntos respecto del período comparable de 2015. Fix prevé que el margen de Agrofina siga siendo superior al 20% en el mediano plazo, dado que la compañía cuenta con cierta flexibilidad para administrar sus costos de modo que puede proteger sus márgenes operativos.

### Evolución Ventas - EBITDA (Miles USD)



Fuente: Información de la empresa, FixScr

### Flujo de fondos

A jun'16, Agrofina registró un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de aproximadamente US\$ 14 MM, que compara con US\$ 16 MM generados a jun'15. No obstante, la compañía ha presentado un FFL negativo de manera continua los últimos cinco años que se explica por la alta necesidad de financiar capital de trabajo e inversiones de capital, ligadas a su estrategia de crecimiento. La calificadora prevé que la compañía continúe financiando elevadas necesidades de capital de trabajo, con una combinación de fondos propios y aumento de pasivos.

### Liquidez y estructura de capital

A jun'16, la compañía tenía una deuda total de US\$ 78,8 MM, con un 79% concentrado en el corto plazo. La deuda se compone principalmente de deuda bancaria y fideicomisos en pesos (74% de la deuda total) y Obligaciones Negociables (26% del total). La relación Deuda/ EBITDA fue de 2,4x que compara con un indicador de 2,5x a jun'15. Asimismo, las coberturas de intereses se mantuvieron ajustadas en 1,3x.

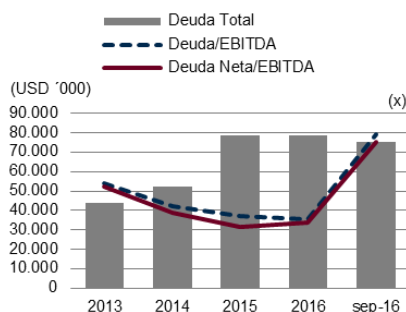
El acceso al mercado de capitales ha permitido a Agrofina incrementar su flexibilidad financiera. Su deuda pasó de estar concentrada en el corto plazo en un 90% en promedio, a 79% en jun'16. A

pesar de ello, en un contexto de altas tasas de interés el costo de financiamiento ha presionado las coberturas de intereses, en especial sobre su deuda de corto plazo.

A jun'16, la posición de caja e inversiones corrientes de Agrofinia era de US\$ 4.3 MM, que cubría el 7% de su deuda de corto plazo. Si bien la liquidez se encuentra soportada por un buen acceso al crédito bancario, la compañía podría estar expuesta a cierto riesgo de refinanciación y su costo financiero podría crecer ante condiciones restrictivas de mercado y subas en las tasas de interés.

Los nuevos accionistas capitalizaron a Los Grobo Agropecuaria con USD 103,4 MM (USD 28 MM fueron destinados a Agrofinia). Fix estima que en el corto plazo, el nivel de deuda disminuya producto de la capitalización. Bajo estas condiciones, se espera que la compañía recomponga su estructura de capital y mejore el perfil financiero.

## Deuda Total y Endeudamiento



## Capitalización

	'000 USD - Sep'16	% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	618,8	69,7
Deuda de Largo Plazo	13.643	15,4
Otros	—	—
Deuda Total Ajustada	75.461	85,1
Total Patrimonio	13.191	14,9
Total Capital Ajustado	88.652	100,0

Fuente: Información de la empresa, FixScr

Fuente: Información de la empresa

## Fondeo y flexibilidad financiera

Agrofinia tiene un buen acceso al mercado de crédito. La compañía cuenta con líneas de crédito aprobadas con numerosos bancos en el mercado local que le brindan soporte a la calificación vigente. Adicionalmente, la compañía ha obtenido fondos a través de la securitización de su cartera de créditos a clientes.

La compañía planea emitir las ON Clase V y VI con el fin de financiar el capital de trabajo, refinanciación de pasivos e inversión en activos físicos situados en el país.

## Anexo I. Resumen Financiero

Los índices a sep'16 se calcularon anualizando los resultados del periodo de 3 meses.

### Resumen Financiero - Agrofina

(miles de ARS\$, año fiscal finalizado en junio)

Cifras no consolidadas

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD a final del Período	15,53	15,23	9,10	8,15	6,53
	Sept-16	2016	2015	2014	2013
<b>Rentabilidad</b>	3	12	12	12	12
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>55.450</b>	<b>506.839</b>	<b>288.434</b>	<b>152.372</b>	<b>80.123</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>17,5</b>	<b>32,4</b>	<b>29,6</b>	<b>25,4</b>	<b>21,8</b>
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,5	1,4	1,6	1,7	1,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,6	1,3	1,3	1,4	1,2
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,4	0,3	0,3	0,3
FGO / Cargos Fijos	0,5	1,4	1,6	1,7	1,0
FFL / Servicio de Deuda	0,4	(0,1)	0,3	(0,1)	(0,2)
(FFL + Caja e Inv. Corrientes) / Servicio de Deuda	2,4	1,8	2,1	1,9	(0,2)
FCO / Inversiones de Capital	4,1	(6,9)	1,2	(5,4)	(5,7)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	6,0	2,1	1,9	2,3	4,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,3	2,4	2,5	2,8	3,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA <sup>a</sup>	5,0	2,2	2,1	2,6	3,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	32,5	43,6	53,4	30,0	30,3
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,82	0,8	0,9	0,9	0,8
<b>Balance</b>	7%				
Total Activos	2.633.426	2.501.049	1.584.060	1.015.070	689.100
Caja e Inversiones Corrientes	62.555	64.775	107.222	30.435	7.938
Deuda Corto Plazo	960.033	947.789	622.860	405.289	237.941
Deuda Largo Plazo	211.879	252.542	91.793	22.599	49.807
<b>Deuda Total</b>	<b>1.171.912</b>	<b>1.200.331</b>	<b>714.653</b>	<b>427.888</b>	<b>287.748</b>
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>1.171.912</b>	<b>1.200.331</b>	<b>714.653</b>	<b>427.888</b>	<b>287.748</b>
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada</b>	<b>1.171.912</b>	<b>1.200.331</b>	<b>714.653</b>	<b>427.888</b>	<b>287.748</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>204.855</b>	<b>268.657</b>	<b>201.057</b>	<b>187.440</b>	<b>111.325</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>1.376.767</b>	<b>1.468.988</b>	<b>915.710</b>	<b>615.328</b>	<b>399.073</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(47.721)	171.891	146.225	77.481	1.864
Variación del Capital de Trabajo	111.689	(576.152)	(114.715)	(199.659)	(110.685)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	63.968	(404.261)	31.510	(122.178)	(108.821)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(15.793)	(58.880)	(26.510)	(22.787)	(19.077)
Dividendos	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>48.175</b>	<b>(463.141)</b>	<b>5.000</b>	<b>(144.965)</b>	<b>(127.898)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	60.296	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(1.277)	(45.995)	(71.641)	(16.787)	(16.358)
Variación Neta de Deuda	(48.750)	341.615	143.428	106.686	148.691
Variación Neta del Capital	0	0	0	56.203	0
Otros (Inversión y Financiación)					
<b>Variación de Caja</b>	<b>(1.852)</b>	<b>(107.225)</b>	<b>76.787</b>	<b>1.137</b>	<b>4.435</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
<b>Ventas Netas</b>	<b>317.202</b>	<b>1.562.463</b>	<b>975.781</b>	<b>600.209</b>	<b>367.938</b>
Variación de Ventas (%)	67,1		62,6	63,1	33,0
<b>EBIT Operativo</b>	<b>51.556</b>	<b>493.682</b>	<b>281.204</b>	<b>147.612</b>	<b>76.263</b>
Intereses Financieros Brutos	96.422	394.347	228.823	107.247	65.404
Alquileres	0	0	0	0	0
<b>Resultado Neto</b>	<b>(63.802)</b>	<b>7.580</b>	<b>402</b>	<b>11.672</b>	<b>1.390</b>
<b>Otros Indicadores</b>					
IRR*	193.796	126.361	91.807	51.571	53.853
(Deuda Neta - IRR) / EBITDA	4,1	2,0	1,8	2,3	2,8
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	26,7	20,2	32,0	20,2	26,0



A partir del ejercicio iniciado en Julio de 2013, Los Grobo Agropecuaria S.A. comenzó a consolidar con Agrofina S.A.

## Resumen Financiero - Los Grobo Agropecuaria S.A.

(miles de ARS\$, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Período	NIF 15,53	NIF 15,23	NIF 9,10	NIF 8,15	NIF 5,39
	<b>Sep-16</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	3 meses				
<b>Rentabilidad</b>					
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>(9.687)</b>	<b>791.104</b>	<b>343.631</b>	<b>248.205</b>	<b>47.208</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>(0,6)</b>	<b>14,7</b>	<b>11,0</b>	<b>10,9</b>	<b>3,1</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(0,4)	24,1	23,3	15,3	
Margen del Flujo de Fondos Libre	(8,4)	(11,4)	(6,5)	(24,4)	6,0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(244,9)	(117,1)	(106,3)	41,6	73,6
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	(0,0)	1,2	1,1	1,0	2,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(0,1)	1,2	0,9	1,1	0,9
FFL / Servicio de Deuda	0,0	0,0	0,1	(0,3)	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,1	0,0	0,2	(0,3)	0,5
FCO / Inversiones de Capital	(6,8)	(6,2)	(3,1)	(11,4)	6,7
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	(256,5)	3,6	3,6	4,7	4,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(77,6)	3,5	4,7	4,2	8,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(73,2)	3,4	4,3	3,9	8,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	24,5	29,2	29,9	31,3	14,1
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,9	0,82	0,7	0,7	0,7
<b>Balance</b>					
Total Activos	7.153.259	7.246.009	3.925.409	2.543.712	1.351.946
Caja e Inversiones Corrientes	168.989	101.301	143.049	66.021	29.425
Deuda Corto Plazo	2.763.983	2.253.322	1.215.964	729.868	272.792
Deuda Largo Plazo	241.870	508.128	411.968	300.787	133.263
<b>Deuda Total</b>	<b>3.005.853</b>	<b>2.761.450</b>	<b>1.627.932</b>	<b>1.030.655</b>	<b>406.055</b>
Deuda asimilable al Patrimonio					
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>3.005.853</b>	<b>2.761.450</b>	<b>1.627.932</b>	<b>1.030.655</b>	<b>406.055</b>
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>3.005.853</b>	<b>2.761.450</b>	<b>1.627.932</b>	<b>1.030.655</b>	<b>406.055</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>213.271</b>	<b>401.487</b>	<b>331.430</b>	<b>392.084</b>	<b>159.125</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>3.219.124</b>	<b>3.162.937</b>	<b>1.959.362</b>	<b>1.422.739</b>	<b>565.180</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
<b>Flujo generado por las Operaciones (FGO)</b>	<b>(179.717)</b>	<b>107.408</b>	<b>58.944</b>	<b>(6.820)</b>	<b>50.868</b>
Variación del Capital de Trabajo	59.712	(638.962)	(211.972)	(502.884)	56.605
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>(120.005)</b>	<b>(531.554)</b>	<b>(153.028)</b>	<b>(509.704)</b>	<b>107.473</b>
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(17.558)	(85.110)	(49.614)	(44.602)	(15.961)
Dividendos	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(137.563)</b>	<b>(616.664)</b>	<b>(202.642)</b>	<b>(554.306)</b>	<b>91.512</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	16.000	4.392	1.103	0	0
Otras Inversiones, Neto	(24.671)	20.968	(203.111)	(9.941)	(195.633)
Variación Neta de Deuda	262.205	680.277	363.225	337.379	77.825
Variación Neta del Capital	0	0	0	56.203	
Otros (Inversión y Financiación)	(38.768)	(202.586)	66.798	7.546	
<b>Variación de Caja</b>	<b>77.203</b>	<b>(113.613)</b>	<b>25.373</b>	<b>(163.119)</b>	<b>(26.296)</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
<b>Ventas Netas</b>	<b>1.636.002</b>	<b>5.398.946</b>	<b>3.133.376</b>	<b>2.268.831</b>	<b>1.534.909</b>
Variación de Ventas (%)	78,8	72,3	38,1	0,5	(8,5)
<b>EBIT Operativo</b>	<b>(16.804)</b>	<b>759.804</b>	<b>323.655</b>	<b>238.546</b>	<b>39.956</b>
Intereses Financieros Brutos	176.787	655.689	397.080	224.985	51.744
Alquileres				0	
<b>Resultado Neto</b>	<b>(188.226)</b>	<b>(107.279)</b>	<b>(96.178)</b>	<b>28.648</b>	<b>25.891</b>
<b>Otros Indicadores</b>					
IRR*	725.466	599.504	596.471	360.181	379.345
(Deuda Neta - IRR) / EBITDA	(54,5)	2,6	2,6	2,4	(0,1)
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	32,4	31,1	60,8	58,4	149,8

## 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
- Commodities: Bienes transables.
- MM: Millones.

## Anexo III. Características de los instrumentos

### Obligaciones Negociables Clase I Serie I

**Fecha de la emisión:** 20 de agosto de 2015

**Monto de la emisión:** \$ 28.089.881

**Moneda:** Las Obligaciones Negociables Clase I Serie I están denominadas en Pesos, y todos los pagos que se efectúen bajo las mismas se realizarán en aquella misma moneda, en la República Argentina.

**Fecha de Vencimiento:** 20 de febrero de 2017.

**Amortización:** El valor nominal de las Obligaciones Negociables Clase I Serie I será pagado en su totalidad en la Fecha de Vencimiento de la Serie I.

**Intereses:** Los Intereses serán pagaderos de forma trimestral

**Tasa de Interés:** La tasa será fija del 28,99% durante los primeros 9 meses, y variable durante los 9 meses restantes. Se licitará por subasta pública la tasa fija, mientras que la tasa variable será la tasa de referencia (Tasa Badlar Privada) más 550 puntos básicos.

**Destino de los fondos:** Los fondos netos provenientes de la colocación podían ser utilizados para capital de trabajo y/o cancelación de pasivos.

### Obligaciones Negociables Clase I Serie II

**Fecha de la emisión:** 20 de agosto de 2015

**Monto de la emisión:** US\$ 7.231.182

**Moneda:** Las Obligaciones Negociables Clase I Serie II están denominadas en Dólares Estadounidenses, y todos los pagos que se efectúen bajo las mismas se realizarán en Pesos al Tipo de Cambio Aplicable determinado en la Fecha de Cálculo respectiva.

**Fecha de Vencimiento:** 20 de febrero de 2017.

**Amortización:** El valor nominal de las Obligaciones Negociables Clase I Serie II será pagado en su totalidad en la Fecha de Vencimiento de la Serie II.

**Intereses:** Los Intereses serán pagaderos de forma trimestral

**Tasa de Interés:** Tasa fija 6,15 % nominal anual.

**Destino de los fondos:** Los fondos netos provenientes de la colocación podían ser utilizados para capital de trabajo y/o cancelación de pasivos.

### Obligaciones Negociables Clase II

**Fecha de la emisión:** 11 de febrero de 2016

**Monto de la emisión:** 144.967.000,00

**Moneda:** Las Obligaciones Negociables Clase II estarán denominadas en Pesos, y todos los pagos que se efectúen bajo las mismas se realizarán en aquella misma moneda, en la República Argentina.

**Fecha de Vencimiento:** 11 de agosto de 2017.

**Amortización:** El valor nominal de las Obligaciones Negociables Clase II será pagado en su totalidad en la Fecha de Vencimiento.

**Intereses:** Los Intereses serán pagaderos de forma trimestral.

**Tasa de Interés:** Los Intereses de las Obligaciones Negociables Clase II se devengarán a una tasa de interés variable equivalente a la Tasa BADLAR Privada, más un margen (650 puntos).

**Destino de los fondos:** Los fondos netos provenientes de la colocación serán utilizados para capital de trabajo en Argentina, refinanciación de pasivos e inversión en activos físicos situados en el país.

### Obligaciones Negociables Clase III

**Fecha de la emisión:** 11 de noviembre de 2016.

**Monto de la emisión:** \$156.997.598,00

**Moneda:** Las Obligaciones Negociables Clase III estarán denominadas en Pesos, y todos los pagos que se efectúen bajo las mismas se realizarán en aquella misma moneda, en la República Argentina.

**Fecha de Vencimiento:** 11 de noviembre de 2017.

**Amortización:** El valor nominal de las Obligaciones Negociables Clase III será pagado en su totalidad en la Fecha de Vencimiento de la Clase III.

**Intereses:** Los Intereses serán pagaderos de forma semestral.

**Tasa de Interés:** 27%.

**Destino de los fondos:** Los fondos netos provenientes de la colocación serán utilizados para capital de trabajo en Argentina, refinanciación de pasivos e inversión en activos físicos situados en el país.

### Obligaciones Negociables Clase IV

**Fecha de la emisión:** 11 de noviembre de 2016.

**Monto de la emisión:** 6.167.786,00.

**Moneda:** Las Obligaciones Negociables Clase IV estarán denominadas en Dólares Estadounidenses, y todos los pagos que se efectúen bajo las mismas se realizarán en Dólares Estadounidenses.

**Tipo de Cambio:** El tipo de cambio aplicable para el cálculo del Monto de la Emisión de las Obligaciones Negociables será el tipo de cambio determinado y publicado por el BCRA mediante la Comunicación "A" 3500 (o la regulación que la modifique) en base al procedimiento de encuesta de cambio establecido en la misma, que surja del promedio aritmético simple de los valores de los últimos tres (3) Días Hábiles previos a la Fecha de Cálculo.

**Fecha de Vencimiento:** 11 de noviembre de 2018.

**Amortización:** El valor nominal de las Obligaciones Negociables Clase IV será pagado en su totalidad en la Fecha de Vencimiento de la Clase IV.

**Intereses:** Los Intereses serán pagaderos de forma trimestral.

**Tasa de Interés:** 8,50%.

**Destino de los fondos:** Los fondos netos provenientes de la colocación serán utilizados para capital de trabajo en Argentina, refinanciación de pasivos e inversión en activos físicos situados en el país.

### Obligaciones Negociables Clase V

**Monto de la emisión:** Por hasta \$200 MM (ampliable, en forma conjunta con la Clase VI, hasta \$ 400 MM).

**Moneda:** Las Obligaciones Negociables Clase III estarán denominadas en Pesos, y todos los pagos que se efectúen bajo las mismas se realizarán en aquella misma moneda, en la República Argentina.

**Fecha de Vencimiento:** A los 24 meses desde la fecha de emisión.

**Amortización:** El valor nominal de las Obligaciones Negociables Clase V será pagado en su totalidad en la Fecha de Vencimiento de la Clase V.

**Intereses:** Los Intereses serán pagaderos de forma trimestral.

**Tasa de Interés:** Los Intereses de las Obligaciones Negociables Clase V se devengarán a una tasa de interés variable nominal anual equivalente a la Tasa de Referencia, más un margen a ser determinado tras la finalización del Período de Subasta Pública.



**Destino de los fondos:** Los fondos netos provenientes de la colocación serán utilizados para capital de trabajo en Argentina, refinanciación de pasivos e inversión en activos físicos situados en el país.

## **Obligaciones Negociables Clase VI**

**Monto de la emisión:** Por hasta su equivalente de \$200 MM (ampliable, en forma conjunta con la Clase V, hasta el equivalente de \$ 400 MM).

**Moneda:** Los inversores podrán integrar el precio de suscripción de las Obligaciones Negociables Clase VI (i) en efectivo, en Dólares; y/o total o parcialmente (ii) en Pesos, según el Tipo de Cambio Inicial.

**Fecha de Vencimiento:** A los 24 meses desde la fecha de emisión.

**Amortización:** El valor nominal de las Obligaciones Negociables Clase V será pagado en su totalidad en la Fecha de Vencimiento de la Clase V.

**Intereses:** Los Intereses serán pagaderos de forma trimestral.

**Tasa de Interés:** Los Intereses de las Obligaciones Negociables Clase VI se devengarán a una tasa fija nominal anual que se determinará una vez finalizado el Período de Subasta Pública.

**Destino de los fondos:** Los fondos netos provenientes de la colocación serán utilizados para capital de trabajo en Argentina, refinanciación de pasivos e inversión en activos físicos situados en el país.

## 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 **1 de febrero de 2017**, confirmó\* la **Categoría BBB+(arg)** a la calificación del emisor y a las siguientes Obligaciones Negociables emitidas por **Agrofina S.A.**:

- Obligaciones Negociables Clase I Serie I por hasta \$ 100 MM ampliable hasta US\$ 15 MM.
- Obligaciones Negociables Clase I Serie II por hasta US\$ 10 MM ampliable hasta US\$ 15 MM.
- Obligaciones Negociables Clase II por hasta \$120 MM ampliable hasta \$ 200 MM.
- Obligaciones Negociables Clase IV por hasta USD 5 MM ampliable hasta \$ 250 MM\*.

Además se asignó la **categoría BBB+(arg)** a las siguientes Obligaciones Negociables a ser emitidas por **Agrofina S.A.**:

- Obligaciones Negociables Clase V por hasta \$ 200 MM ampliable hasta \$ 400 MM\*\*.
- Obligaciones Negociables Clase VI por hasta el equivalente de \$ 200 MM ampliable hasta el equivalente de \$ 400 MM\*\*.

En la misma fecha se confirmó\* la **Categoría A2(arg)** a la calificación de las Obligaciones Negociables Clase III por hasta \$120 MM ampliable hasta \$ 250 MM\*.

\* En su conjunto no pueden superar los \$250 MM

\*\* En su conjunto no pueden superar los \$400 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.

Categoría A2(arg): Indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

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. 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 información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. 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.

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

## Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter público:

- Balances hasta el 30/09/2016 (trimestral).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte S.C.
- Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase I del 7/08/15, Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase II del 29/01/2016, Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase III y IV disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).

Y adicionalmente la siguiente información privada:

- Información de gestión provista por la compañía.
- Borrador de suplemento de precios Obligaciones Negociables Clase V y VI.

**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.