

## Agrofina S.A. (Agrofina)

### Informe Integral

#### Calificaciones

Emisor	BBB(arg)
ON Clase III por hasta \$120MM ampliable hasta \$250MM*	A3(arg)
ON Clase IV por hasta USD5MM ampliable hasta \$250MM*	BBB(arg)
ON Clase V por hasta \$200MM ampliable hasta \$400 MM**	BBB(arg)
ON Clase VI por hasta su equivalente de \$200 MM ampliable hasta el equivalente de \$ 400 MM**	BBB(arg)
ON Clase VII por hasta su equivalente de USD 10 MM ampliable hasta el equivalente de USD 20 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

	30/06/17	30/06/16
(\$ miles)	12 meses	12 meses
Total Activos	3.343.203	2.501.049
Total Deuda Financiera	1.551.844	1.200.331
Ingresos	1.999.819	1.562.463
EBITDA	320.078	506.839
EBITDA (%)	16,0	32,4
Deuda/ EBITDA	4,8	2,4
EBITDA/ intereses	0,6	1,3

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 31 de octubre de 2017.*

#### Analistas

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

**Analista Secundario**  
Mirley Jové  
Analista  
+54 11 5235-8119  
[mirley.jove@fixscr.com](mailto:mirley.jove@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

**Baja de calificación:** Fix bajó la calificación de Agrofina S.A. a BBB(arg) desde BBB+(arg) reflejando la vulnerabilidad financiera que enfrenta tanto Agrofina como su controlante Los Grobo Agropecuaria (LGA) (Calificada por Fix en BBB(arg), Perspectiva Estable). El apalancamiento del grupo se ubicó por encima de nuestras estimaciones. Dicho apalancamiento y resultado negativo deja más expuesta a la compañía ante variaciones propias del negocio como oscilación de precios o entrada de nuevos jugadores.

**Flujo de Fondos Libre negativo sostenido:** Agrofina presentó en su ejercicio fiscal anual de Junio 2017 un resultado neto negativo, siendo la principal causa la caída en el precio de los agroquímicos que produce y comercializa y la alta carga de intereses. Los últimos 5 años la compañía reportó flujo de fondos libres negativos. Fix estima que la compañía podría exhibir cierta mejora a partir de la restructuración de su deuda y la disminución de gastos.

**Elevada carga de intereses y débil cobertura:** En virtud de su agresiva estrategia de crecimiento, la compañía ha recurrido a fuentes de financiamiento externo lo que generó una suba en la carga de intereses. A junio 2017 el ratio de cobertura medido con EBITDA era débil, ubicándose en 0,6x. Hacia adelante esperamos que la compañía se incline hacia un perfil más moderado de normalización en sus créditos por ventas, y restructuración de su endeudamiento que ayuden a aminorar la débil situación patrimonial.

#### Sensibilidad de la Calificación

La calificación podría bajar ante la ocurrencia de alguno de los siguientes factores:

- Fracaso en implementación de eficiencias operativas y reestructuración del negocio.
- Continuidad de una estrategia agresiva de crecimiento basada en financiación a clientes.
- Continuidad de una alta carga de intereses.
- Continuidad de un debilitamiento de su estructura patrimonial por resultados negativos.
- Cualquier otro factor que continúe erosionando los resultados y flujo de fondos e impida normalizar los resultados y bajar gradualmente los niveles de apalancamientos requeridos.

#### Liquidez y Estructura de Capital

**Liquidez ajustada:** A junio 2017, la compañía, registró deuda financiera total por USD 92 MM, la deuda corriente era de USD 62 MM y contaba con una caja e inversiones corrientes por USD 3 MM. Hacia adelante esperamos que el nivel de deuda se mantenga en su nivel actual con una menor carga de intereses producto del cambio de moneda y una estrategia de deuda menos agresiva y de mayor plazo. Con lo recaudado de la emisión de la ON Clase VII USD 10 MM ampliable hasta USD 20 MM, la compañía planea para pagar la ON Clase III (con vencimiento 11 de noviembre de 2017) y el restante de la emisión lo utilizará cancelar deudas de corto plazo en pesos y dólares. La compañía ha iniciado un proceso de mejora en su estructura de capital y esperamos que continúe en este sentido de manera de contribuir en la reestructuración de sus operaciones.

## Perfil del Negocio

Agrofina es una compañía que opera en el sector agropecuario argentino, con 39 años de experiencia; forma parte del grupo Los Grobo Agropecuaria S.A., recientemente adquirida por el grupo VSAP Agriservices L.P. quienes capitalizaron al grupo por USD 103,4 MM. La estrategia del nuevo grupo se enfoca principalmente en mejorar los resultados y limitar las necesidades de financiamiento adicional.

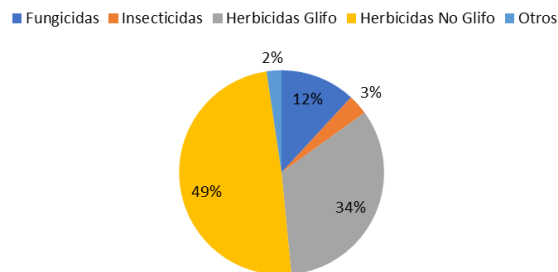
El portafolio de productos está relacionado con herbicidas, insecticidas y fungicidas. Las ventas de los últimos 10 años fueron crecientes. Los márgenes se comportaron de forma volátil en relación a la variación de precios de los insumos.

### Operaciones

La compañía está focalizada en la producción y comercialización de agroinsumos, principalmente herbicidas no glifosato y glifosato. Las ventas son generadas a partir de una política de financiación a los productores. Si bien, durante 2016/2017 los precios de los herbicidas cayeron, los volúmenes comercializados crecieron por la fuerte recuperación del sector agropecuario. La caída en los precios se explica principalmente por un incremento en la oferta por parte de compañías operando en el país con importación de productos de origen chino. Debido a cuestiones ambientales muchas de estas fábricas fueron cerradas, dando un proceso de recuperación de los precios durante 2017. Hacia adelante existe una incertidumbre respecto de esta situación la cual será monitoreada.

Se espera que el mercado de fitosanitarios en Argentina tenga una recomposición para la campaña 17/18, por la reducción en la oferta china tras el cierre de plantas productoras de agroquímicos, aumento en la demanda de herbicidas específicos e incremento en el área sembrada de maíz y trigo. Para eso, Agrofina tiene como objetivo la mejora y el fortalecimiento de su paleta de productos. Esto le permitirá defender la posición actual, como así también crecer en el mercado de herbicidas selectivos, fungicidas e insecticidas, atacando el mercado con productos diferenciados de la competencia. La naturaleza del negocio genera que Agrofina tenga que actualizar su paleta de productos con el fin de reemplazar productos de menor margen con otros más rentables.

### Ventas por Producto Jun'17



### Comercialización

Una estructura comercial estratégicamente establecida y diseñada, le ha permitido a Agrofina llevar a cabo durante los últimos años la estrategia de crecimiento. La red comercial de Los Grobo, que se caracteriza por la diversificación geográfica y el establecimiento en las zonas más importantes de la Argentina, le provee sinergias a Agrofina. Sin embargo, las ventas de Agrofina se concentran en el mercado local en las provincias de Córdoba, Santa Fe y Entre Ríos (representan más del 60% de las ventas).

## **Estructura de Costos**

El 80% de los costos de la empresa corresponden a insumos y materias primas empleados en el proceso de producción. En lo que respecta al CAPEX, a junio 2017 la compañía destino USD 3,9 MM a inversiones. La compañía no presenta elevadas necesidades de inversión, el CAPEX promedio de los últimos 5 años fue de USD 4 MM. El gráfico a continuación presenta la apertura de costos para el periodo 2016-2017.

## **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. 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. 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 mayores necesidades de refinanciación mayor que en 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 barreras de 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.

## **Estrategia**

LGA busca la integración a lo largo de la cadena agropecuaria. La actividad de Agrofina incluye la importación de materias primas, formulación y comercialización de agroquímicos, tanto a través de su red propia de comercialización como a través de Los Grobo. La estrategia de mediano plazo es consolidarse como un de los principales comercializadores de agroinsumos y aumentar su participación de mercado. El nuevo management planea aprovechar todas las sinergias que le brindan la red comercial de LGA. A mediano plazo planean consolidarse como un de los principales comercializadores de agroinsumos y aumentar su participación de mercado.

## **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. 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. 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 mayores necesidades de refinanciación mayor que en otros sectores con generación de flujos estable.

## Administración y calidad de los accionistas

Agrofina S.A. es una sociedad anónima de capital nacional, con gerencia profesional y directorio independiente. El accionista mayoritario es Los Grobo Agropecuaria S.A. que posee el 52.36%. Los Grobo Agropecuaria S.A. fue adquirida en un 75,04% por Victoria Capital Partner, que inició un proceso de reestructuración del negocio y cancelación de pasivos. Se espera que hacia adelante reduzcan significativamente los costos y haya un gradual desapalancamiento.

Los balances están auditados por Deloitte & Co. S.A., utilizan Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF").

## Factores de Riesgo

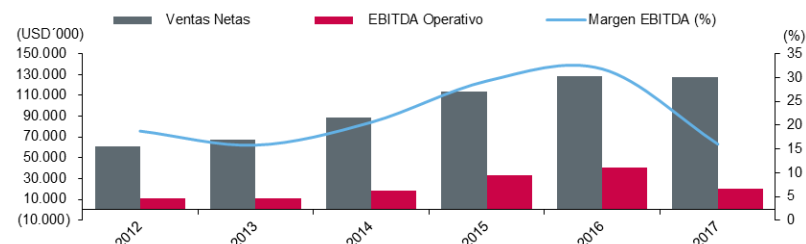
- Fuertes necesidades de capital de trabajo.
- El hecho de focalizarse en la producción y ventas de productos de protección de cultivos sin patentes vigentes, implica una baja diferenciación de productos. En este sentido, los competidores compiten por precio, y las ventajas, en particular el bajo costo financiero, de empresas con presencia internacional, son una fuerte amenaza para empresas netamente locales y con reducida escala.
- 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
- El negocio se encuentra fuertemente ligado al ciclo agrícola, sujeto a volatilidad de precios y variación en los rindes por factores externos tales como condiciones climáticas, plagas, etc.
- Débil estructura patrimonial por acumulación de malos resultados.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

A junio 2017 las ventas nominales de la compañía cayeron un 1% medido en dólares. Si bien las ventas nominales de Agrofina reflejaron un crecimiento respecto a junio 2016, hubo una merma en los precios de los insumos. A la misma fecha, el EBITDA de Agrofina fue de USD 20 MM, que compara contra un EBITDA de USD 41 MM del año anterior. El margen EBITDA en junio 2016 fue de 16%, una caída de 158 puntos respecto del período comparable de 2016. Fix prevé que el margen de Agrofina se ubique en torno al 19% en el mediano plazo.

### Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa. Fix Scr

## Flujo de fondos

A junio 2017, Agrofina registró un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) negativo de aproximadamente USD 13 MM, que compara con USD 14 MM generados a junio 2016. En los anteriores cierres fiscales, la compañía presentó un FGO positivo, sin embargo, el último cierre el FGO negativo se explica por la alta carga de intereses con la cuenta la compañía. El Flujo de Fondos Libres (FFL) es negativo de manera continua por la alta necesidad de financiar capital de trabajo 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, financiamiento de proveedores y deuda financiera.

Flujo de Fondos (USD '000)	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Ventas Netas	60.764	67.056	88.149	113.200	128.353	127.194
EBITDA Operativo	11.392	10.592	18.154	33.126	40.802	20.358
Resultado Neto	1.878	253	1.714	47	183	(15.968)
Depreciaciones y amortizaciones	1.620	703	699	839	1.758	2.381
Otros Ajustes al Cash Flow	827	(617)	8.966	16.078	12.180	457
<b>Flujo generado por las Operaciones (FGO)</b>	<b>4.325</b>	<b>340</b>	<b>11.379</b>	<b>16.963</b>	<b>14.121</b>	<b>(13.130)</b>
Variación del Capital de Trabajo	(12.060)	(20.172)	(29.323)	(13.308)	(47.330)	(31.073)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>(7.735)</b>	<b>(19.833)</b>	<b>(17.944)</b>	<b>3.655</b>	<b>(33.209)</b>	<b>(44.203)</b>
Inversiones de Capital	2.837	3.477	3.347	3.075	4.837	3.950
Dividendos	-	-	-	-	-	-
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(10.572)</b>	<b>(23.309)</b>	<b>(21.290)</b>	<b>580</b>	<b>(38.046)</b>	<b>(48.154)</b>

Fuente: Información de la Empresa, Fix Scr

## Liquidez y estructura de capital

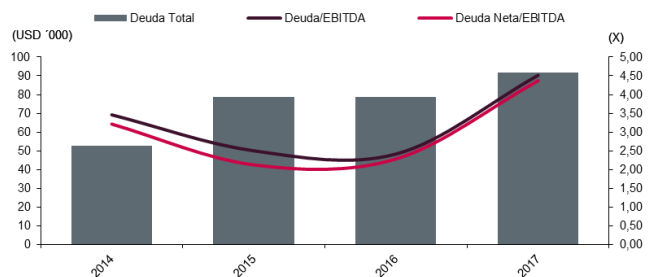
En diciembre 2016 el nuevo accionista capitalizó a Agrofina por USD 28 MM destinados a la cancelación de deuda. No obstante, a junio 2016 la compañía aumento su deuda total un 17% respecto al año anterior y se ubicó en torno a USD 92 MM. La deuda se compone principalmente de deuda bancaria y fideicomisos en pesos (63% de la deuda total) y Obligaciones Negociables (37% del total). La relación Deuda/ EBITDA fue de 4,8x que compara con un indicador de 2,4x a junio 2016. Asimismo, las coberturas de intereses se mantuvieron ajustadas en 0,6x. La calificadora prevé, que en el mediano plazo, la compañía arroje ratios de Deuda/ EBITDA y cobertura de intereses con EBITDA de alrededor de 3,0x.

### Vencimiento de la Deuda



Fuente: información de la empresa, Fix Scr

### Deuda Total y Ratios de Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La liquidez de Agrofina continúa fuertemente presionada, si bien la compañía logro reestructurar la composición de su deuda y actualmente concentra un 67% de su deuda en el corto plazo, la caja y equivalentes solamente cubre el 2% de la deuda de corto plazo. Aunque la liquidez se encuentra soportada por un buen acceso al crédito bancario, la compañía podría estar expuesta a ciertas necesidades de refinanciación y su costo financiero podría crecer. El alto costo de financiamiento presiona la cobertura de intereses, en especial su deuda de corto plazo denominada en pesos.

## **Fondeo y flexibilidad financiera**

Agrofina 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.

El acceso al mercado de capitales tras la emisión de las Obligaciones negociables vigentes ha permitido diversificar sus fuentes de financiamiento y mejorar el perfil de la deuda. Con lo recaudado de la emisión de la ON Clase VII USD 10 MM ampliable hasta USD 20 MM, la compañía planea para pagar la ON Clase III (con vencimiento 11 de noviembre de 2017) y el restante de la emisión lo utilizará cancelar deudas de corto plazo en pesos y USD.

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Agrofin S.A.

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

Cifras no Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>
	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
Meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>320.078</b>	<b>496.687</b>	<b>285.547</b>	<b>123.610</b>	<b>58.117</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>16,0</b>	<b>31,8</b>	<b>29,3</b>	<b>20,6</b>	<b>15,8</b>
Margen del Flujo de Fondos Libre	(37,9)	(29,6)	0,5	(24,2)	(34,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(62,4)	0,9	0,2	7,8	1,0
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,6	1,4	1,6	1,7	1,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,6	1,3	1,2	1,2	0,9
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,4	0,3	0,2	0,2
FGO / Cargos Fijos	0,6	1,4	1,6	1,7	1,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,2)	(0,1)	0,3	(0,1)	(0,2)
(FFL + Caja e Inv. Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,1)	(0,2)	1,2	(0,2)	(0,8)
FCO / Inversiones de Capital	(11,2)	(6,9)	1,2	(5,4)	(5,7)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	5,3	2,1	1,9	2,3	4,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,8	2,4	2,5	3,5	5,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,7	2,3	2,1	3,2	4,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	36,1	43,6	53,4	30,0	30,3
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	67,0	79,0	87,2	94,7	82,7
<b>Balance</b>					
Total Activos	3.343.203	2.501.049	1.584.060	1.015.070	689.100
Caja e Inversiones Corrientes	49.675	64.775	107.222	30.435	7.938
Deuda Corto Plazo	1.040.153	947.789	622.860	405.289	237.941
Deuda Largo Plazo	511.691	252.542	91.793	22.599	49.807
<b>Deuda Total</b>	<b>1.551.844</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>1.551.844</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>1.551.844</b>	<b>1.200.331</b>	<b>714.653</b>	<b>427.888</b>	<b>287.748</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>536.198</b>	<b>268.657</b>	<b>201.057</b>	<b>187.440</b>	<b>111.325</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>2.088.042</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)	(206.440)	171.891	146.225	77.481	1.864
Variación del Capital de Trabajo	(488.546)	(576.152)	(114.715)	(199.659)	(110.685)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(694.986)	(404.261)	31.510	(122.178)	(108.821)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(62.109)	(58.880)	(26.510)	(22.787)	(19.077)
Dividendos	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(757.095)</b>	<b>(463.141)</b>	<b>5.000</b>	<b>(144.965)</b>	<b>(127.898)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	16.347	60.296	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(61.090)	(45.995)	(71.641)	(16.787)	(16.358)
Variación Neta de Deuda	378.867	341.615	143.428	106.686	148.691
Variación Neta del Capital	447.720	0	0	56.203	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>24.749</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>1.999.819</b>	<b>1.562.463</b>	<b>975.781</b>	<b>600.209</b>	<b>367.938</b>
Variación de Ventas (%)	28,0	60,1	62,6	63,1	33,0
<b>EBIT Operativo</b>	<b>282.638</b>	<b>475.292</b>	<b>278.317</b>	<b>118.850</b>	<b>54.257</b>
Intereses Financieros Brutos	496.756	394.347	228.823	107.247	65.404
Alquileres	0	0	0	0	0
<b>Resultado Neto</b>	<b>(251.065)</b>	<b>2.225</b>	<b>402</b>	<b>11.672</b>	<b>1.390</b>

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

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

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

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de cambio ARS/USD al final del período

Tipo de cambio promedio

Meses

### Rentabilidad

	2017	2016	2015	2014	2013
EBITDA Operativo	378.104	791.104	343.631	248.205	47.208
Margen de EBITDA	5,0	14,7	11,0	10,9	3,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(21,7)	(11,4)	(6,5)	(24,4)	6,0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(83,6)	(137,7)	(106,3)	41,6	52,2

### Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	0,4	1,2	1,1	1,0	2,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,6	1,2	0,9	1,1	0,9
EBITDA / Servicio de Deuda	0,1	0,3	0,2	0,3	0,1
FGO / Cargos Fijos	0,4	1,2	1,1	1,0	2,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,3)	0,0	0,1	(0,3)	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,3)	0,0	0,2	(0,3)	0,5
FCO / Inversiones de Capital	(20,5)	(6,2)	(3,1)	(11,4)	6,7

### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	13,2	3,6	3,6	4,7	4,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	8,6	3,5	4,7	4,2	8,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	8,3	3,4	4,3	3,9	8,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	25,5	29,9	29,9	31,3	14,1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,68	0,84	0,7	0,7	0,7

### Balance

Total Activos	9.221.917	7.246.009	3.925.409	2.543.712	1.351.946
Caja e Inversiones Corrientes	95.814	101.301	143.049	66.021	29.425
Deuda Corto Plazo	2.189.296	2.321.165	1.215.964	729.868	272.792
Deuda Largo Plazo	1.052.858	440.285	411.968	300.787	133.263
<b>Deuda Total</b>	<b>3.242.154</b>	<b>2.761.450</b>	<b>1.627.932</b>	<b>1.030.655</b>	<b>406.055</b>
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>3.242.154</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>3.242.154</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>1.113.630</b>	<b>401.487</b>	<b>331.430</b>	<b>392.084</b>	<b>159.125</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>4.355.784</b>	<b>3.162.937</b>	<b>1.959.362</b>	<b>1.422.739</b>	<b>565.180</b>

### Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(425.722)	107.408	58.944	(6.820)	50.868
Variación del Capital de Trabajo	(1.155.046)	(638.962)	(211.972)	(502.884)	56.605
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>(1.580.768)</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	(77.017)	(85.110)	(49.614)	(44.602)	(15.961)
Dividendos	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(1.657.785)</b>	<b>(616.664)</b>	<b>(202.642)</b>	<b>(554.306)</b>	<b>91.512</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	5.256	4.392	1.103	0	0
Otras Inversiones, Neto	176.068	21.093	(203.111)	(9.941)	(195.633)
Variación Neta de Deuda	579.488	680.277	363.225	337.379	77.825
Variación Neta del Capital	1.228.312	0	0	56.203	0
Otros (Inversión y Financiación)	(245.533)	(202.711)	66.798	7.546	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>85.806</b>	<b>(113.613)</b>	<b>25.373</b>	<b>(163.119)</b>	<b>(26.296)</b>

### Estado de Resultados

Ventas Netas	7.637.627	5.398.946	3.133.376	2.268.831	1.534.909
Variación de Ventas (%)	41,5	72,3	38,1	0,5	(8,5)
<b>EBIT Operativo</b>	<b>308.549</b>	<b>739.707</b>	<b>323.655</b>	<b>238.546</b>	<b>39.956</b>
Intereses Financieros Brutos	671.559	655.689	397.080	224.985	51.744
<b>Resultado Neto</b>	<b>(633.124)</b>	<b>(126.131)</b>	<b>(96.178)</b>	<b>28.648</b>	<b>25.891</b>

### Otros Indicadores

IRR	1.695.245	1.152.232	475.862	329.149	276.878
Deuda Neta - IRR	1.451.095	1.507.917	1.009.021	635.485	99.752
(Deuda Neta - IRR) / EBITDA	3,8	1,9	2,9	2,6	2,1
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	81,8	54,0	50,9	54,1	112,3
Deuda Corto Plazo / IRR	1,3	2,0	2,6	2,2	1,0



## 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 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:** USD 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:** \$ 331.696.229,00.

**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:** 16 de febrero de 2019.

**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 equivalente a la Tasa BADLAR Privada, más un margen (494 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 VI

**Monto de la emisión:** USD 4.378.944,00.

**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:** 16 de febrero de 2019.

**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:** 7%.

**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 VII

**Monto de la emisión:** Por hasta USD 10 MM (ampliable a USD 20 MM).

**Moneda:** Los inversores podrán integrar el precio de suscripción de las Obligaciones Negociables Clase VII total o parcialmente (i) en Dólares (ii) en Pesos, según el Tipo de Cambio Inicial, y/o (iii) en especie a través de la transferencia de las obligaciones negociables Clase III emitidas por el Emisor, cuyo vencimiento opera el 11 de noviembre de 2017, siempre de conformidad a lo establecido en la sección "Suscripción e integración" del presente Suplemento de Precio.

**Fecha de Vencimiento:** 24 meses computados desde la Fecha de Emisión y Liquidación, en la fecha que sea un número de día idéntico a la Fecha de Emisión y Liquidación pero del vigésimo cuarto (24º) mes a contar desde tal fecha, o el Día Hábil inmediato posterior si dicha fecha no fuese un Día Hábil.

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

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

**Tasa de Interés:** Los Intereses de las Obligaciones Negociables se devengarán a una tasa fija nominal anual que se determinará una vez finalizado el Período de Subasta Pública y que será informada a los Inversores mediante el Aviso de Resultados, que será publicado por un día en los sistemas de información de los mercados en donde se listen y negocien las Obligaciones Negociables.

**Destino de los fondos:** Los fondos netos provenientes de la colocación serán utilizados para capital de trabajo en Argentina, refinanciación de pasivos y capital de trabajo.

**Recompra:** La Emisora podrá en cualquier momento y periódicamente adquirir las Obligaciones Negociables en el mercado secundario, a cualquier precio, y podrá revender dichas Obligaciones Negociables en cualquier momento, con el alcance y de la forma admitida por la normativa aplicable a la Sociedad. Cualquier Obligación Negociable de ese modo adquirida por la Emisora podrá ser cancelada conforme a los procedimientos establecidos por el agente de registro y pago. En todos los casos en que la Emisora procediere a la recompra de

Obligaciones Negociables, dicha operación se hará en observancia a los principios de transparencia y trato igualitario a los inversores y será informada en los sistemas de información dispuestos por los mercados en donde se listen y/o negocien las Obligaciones Negociables y a través de la autopista de la información financiera de la Página Web de la CNV.

## 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 **31 octubre de 2017**, bajó hasta la **Categoría BBB(arg)** desde la Categoría BBB+(arg) a la calificación del emisor y a las siguientes Obligaciones Negociables emitidas por **Agrofina S.A.**:

- Obligaciones Negociables Clase IV por hasta USD 5 MM ampliable hasta \$ 250 MM\*\*.
- Obligaciones Negociables Clase V por hasta \$ 200 MM ampliable hasta \$ 400 MM\*\*\*.
- Obligaciones Negociables Clase VI por hasta su equivalente de \$ 200 MM ampliable hasta el equivalente de \$ 400 MM\*\*\*.

En la misma fecha se bajó\* hasta la **Categoría A3(arg)** desde 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

En la misma fecha se asignó la **Categoría BBB(arg)** a la calificación de las Obligaciones Negociables Clase VII por hasta su equivalente de USD 10 MM ampliable hasta el equivalente de USD 20 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 A3(arg): Indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados 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. 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.

## **Fuentes**

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

- Balances hasta el 30/06/2017 (anual).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte S.C.
- Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase III y IV y Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase V y VI disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).

Adicionalmente la siguiente información privada:

- Información de gestión provista por la compañía.
- Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase VII.

**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.