



Liquidez de Empresas  
Argentinas

**FixScr**  
affiliate of **FitchRatings**

**Highlights**

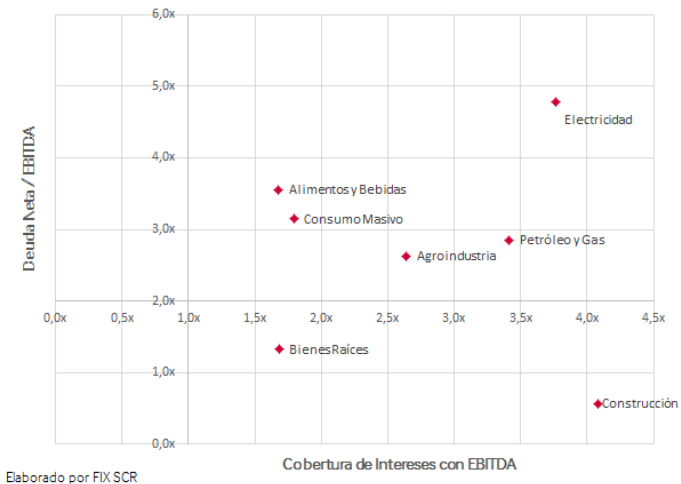
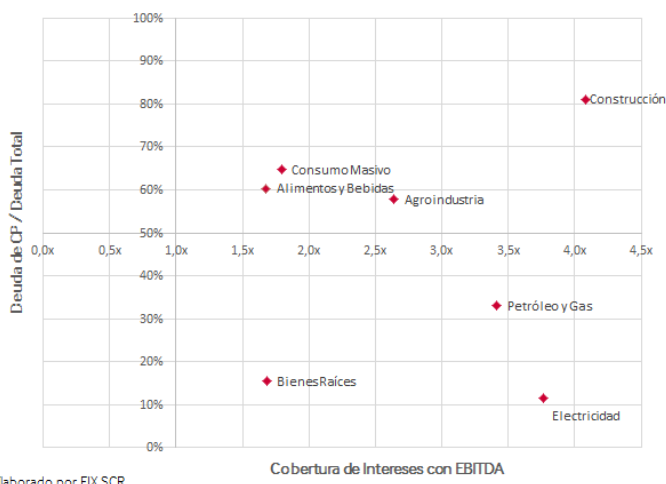
**Panorama General de Liquidez:** Los emisores corporativos calificados por FIX SCR (affiliate of Fitch Ratings) – en adelante FIX - muestran una liquidez ajustada en un momento de volatilidad en los mercados de capitales local e internacional. FIX ha analizado la liquidez individual de cada emisor corporativo calificado a través de un score de acuerdo a las posiciones actuales y proyectadas de liquidez. El score considera el saldo de caja disponible y el flujo generado por las operaciones (FGO) en relación a la deuda de corto plazo. También se sensibilizaron las coberturas de intereses ante el alza en la tasa de interés de referencia. Los mejor posicionados son aquellos emisores que han extendido su perfil de vencimientos de deuda durante 2017 y primer trimestre de 2018 tanto en el mercado local como internacional, fundamentalmente en el sector de energía.

**Generación de Caja Continúa Presionada:** La tasa de inflación continúa presionando la estructura de costos y afectando la demanda esperada para 2018, especialmente en los sectores de consumo masivo, alimentos y bebidas y manufacturas. El contexto de volatilidad del peso y demás monedas de economías emergentes también podría contribuir a agravar los resultados esperados. FIX considera que los emisores más afectados serán aquellos cuya demanda se concentra en mercado doméstico y presentan una elevada proporción de costos en moneda extranjera.

**Mercados de capitales:** Una porción importante del portafolio calificado por FIX depende de que el mercado financiero local permanezca robusto con un sistema financiero competitivo. La reciente suba de tasa en pesos podría provocar situaciones de estrés de liquidez en aquellas compañías con elevada porción de deuda corriente, altas necesidades de financiar capital de trabajo y flujo libre esperado negativo. Para un análisis caso por caso de la combinación de factores que afectan la liquidez ver el cuadro en la página 5.

**Importantes Refinanciaciones:** Las empresas argentinas calificadas por FIX emitieron durante el año 2017 cerca de USD 8 mil millones de deuda en el mercado internacional de capitales, la mayor parte de dichos emisores se encuentra inmersa en planes de expansión significativos. Estas cifras marcan un punto de inflexión respecto de los años anteriores, con un número considerable de emisores que emitieron deuda en el mercado internacional de capitales por primera vez.

**Apalancamiento Moderado Manejable:** La mediana de apalancamiento neto (Deuda neta de caja/ EBITDA) del portafolio calificado por FIX se ubica en 2.6x. El comportamiento es divergente, aquellos emisores cuyo score de liquidez es satisfactorio o superior, el apalancamiento neto es 1.5x mientras que aquellos que mostraron un score débil, el apalancamiento neto trepa a 3.0x. Luego de las colocaciones de deuda en el mercado internacional en el último año, el apalancamiento medio de las empresas argentinas creció y se ubica en niveles levemente superiores que sus pares latinoamericanos. Esos emisores sin embargo presentan un riesgo de refinanciación bajo. En el caso de los emisores dependientes enteramente del mercado local, el desafío de manejar niveles mayores de apalancamiento medio permanecerá y no se espera un desapalancamiento en el corto plazo bajo el volátil contexto económico.



## ¿Cuál será el impacto crediticio?

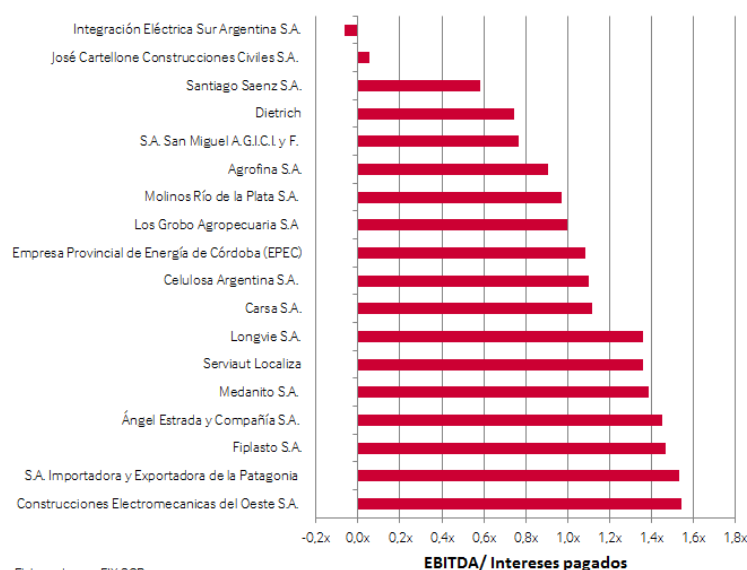
La reciente suba de tasas de interés en el mercado doméstico, que subieron más de 500 bps en el último mes, impone desafíos mayores para la mayor parte de los emisores argentinos quienes deben ajustar su plan financiero a un contexto de mayor volatilidad, menor crecimiento y mayor inflación esperada en comparación con principios de 2018. Para los próximos 12 meses, FIX anticipa una mayor presión sobre los sectores de Consumo Masivo y Alimentos y Bebidas y manufacturas orientadas al mercado local.

FIX no espera que la presión sobre las tasas locales cese en el corto plazo, imperando la volatilidad y afectando a aquellos emisores con necesidades de refinanciación o mayor porción de deuda de corto plazo. El ambiente operacional continuará afectado por la presión inflacionaria, tasas reales positivas y la situación de balanza de pagos. La inflación anual medida por el IPC-BA se mantiene por encima del 25%.

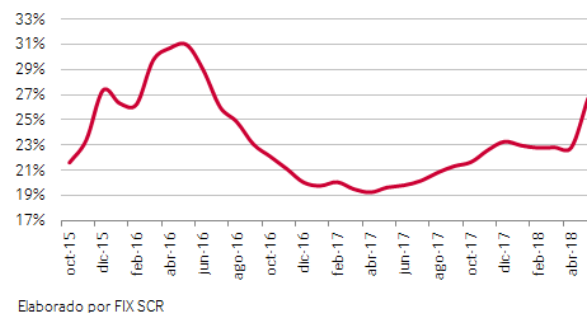
En cuanto al descalce de moneda, FIX considera que una mayor devaluación del peso permanece como un riesgo clave en relación a las medidas crediticias, especialmente en lo referido a la capacidad de los emisores de traspasar los costos a mayores precios sin afectar los niveles de demanda. Dicho riesgo es observado como un fenómeno de los mercados emergentes (Ver informe [“Dollar Strength and Emerging Market Stress are Inseparable”](#), publicado por Fitch Ratings).

La cobertura de intereses (EBITDA/Intereses Pagados) de las empresas calificadas por FIX se comportó de manera disímil. Aproximadamente un tercio de la cartera de compañías calificadas por FIX posee coberturas de intereses con EBITDA menores a 1.5x y se presentan como las más vulnerables ante el contexto de tasas actual. FIX estima que las coberturas de dichas compañías podrían bajar a niveles considerados regular o débil (1x a 0.8x) hacia fines de 2018 si las tasas de interés actuales se mantuvieran el resto del año.

**Emisores calificados con coberturas de intereses con EBITDA menor a 1.6x**

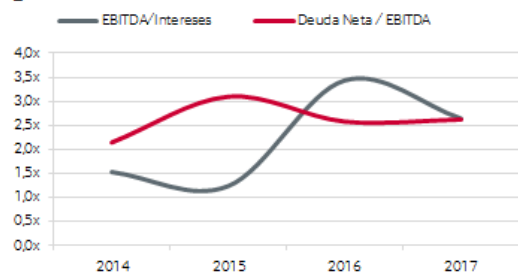


**Evolución Badlar**



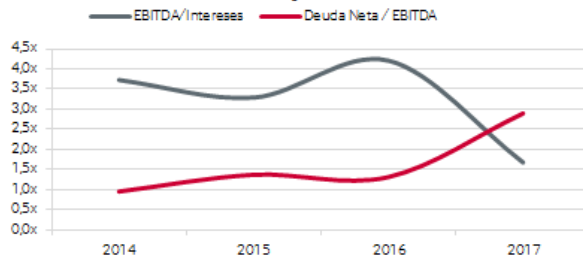
**Medidas crediticias clave**

**Agroindustria**



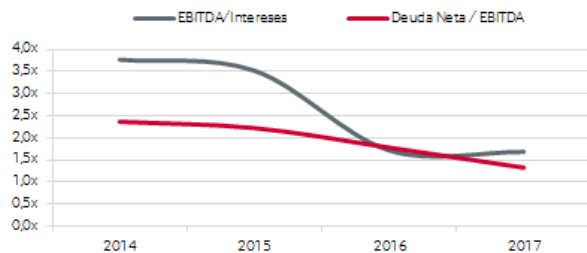
Elaborado por FIX SCR

**Alimentos y Bebidas**



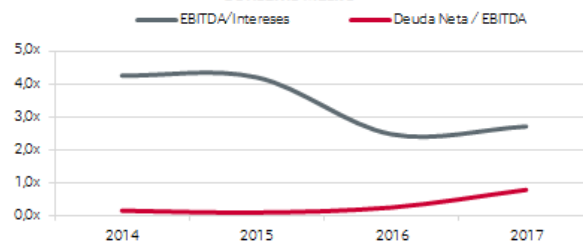
Elaborado por FIX SCR

**Bienes Raíces**



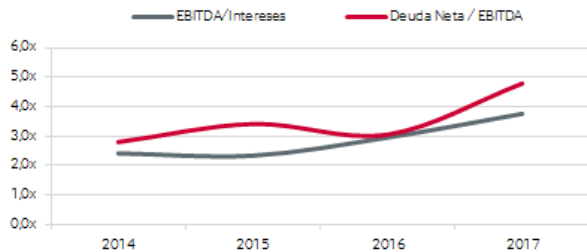
Elaborado por FIX SCR

**Consumo Masivo**



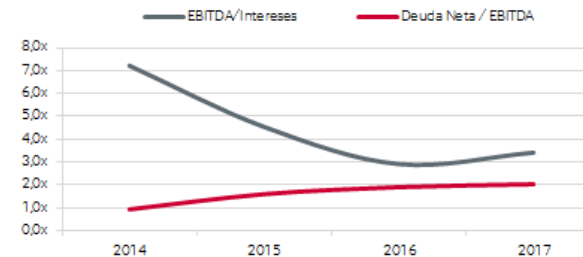
Elaborado por FIX SCR

**Electricidad**



Elaborado por FIX SCR

**Petróleo y Gas**



Elaborado por FIX SCR

El aumento de endeudamiento durante los últimos dos años presenta factores diferenciales entre los distintos sectores. La tendencia creciente de endeudamiento en los sectores de Electricidad y Petróleo y Gas se debe principalmente a los planes de expansión en un contexto regulatorio favorable. No obstante, los mayores niveles de deuda que se observan en los sectores de Consumo Masivo y Alimentos y Bebidas, en combinación con una reducción de las coberturas de intereses, se da en un contexto de débil demanda y altas tasas de interés que impactan en su estructura de capital compuesta principalmente por deuda en pesos de corto plazo.

**Cuadros: Emisor por Nivel de Liquidez**

Emisor	Caja + EBITDA/	EBITDA/	Calificación Nacional
	Deuda CP	Intereses	
Santiago Saenz S.A.	0,2x	0,6x	D(arg)
Molinos Río de la Plata S.A.	0,2x	1,0x	A+(arg)
S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F.	0,3x	0,8x	A+(arg)
Medanito S.A.	0,3x	1,4x	CCC(arg)
Celulosa Argentina S.A.	0,3x	1,1x	BBB+(arg)
Carsa S.A.	0,3x	1,1x	A2(arg)
Los Grobo Agropecuaria S.A	0,4x	1,0x	BBB(arg)
Meranol S.A.C.I.	0,4x	1,9x	A-(arg)
Regional Trade S.A.	0,4x	1,7x	A3(arg)
Red Surcos S.A.	0,4x	2,3x	BBB(arg)
Agrofina S.A.	0,4x	0,9x	BBB(arg)
Construcciones Electromecánicas del Oeste S.A.	0,4x	1,5x	BBB-(arg)
Integración Eléctrica Sur Argentina S.A.	0,4x	NS	C(arg)
José Cartellone Construcciones Civiles S.A.	0,4x	0,1x	A-(arg)
Rizobacter Argentina S.A.	0,4x	1,7x	A-(arg)
Invap S.E.	0,5x	2,8x	A-(arg)
Ledesma S.A.A.I.	0,5x	2,0x	A-(arg)
Empresa Provincial de Energía de Córdoba (EPEC)	0,5x	1,1x	AA-(arg)
Ángel Estrada y Compañía S.A.	0,5x	1,5x	BBB(arg)
Fiplasto S.A.	0,6x	1,5x	BBB(arg)
Dietrich	0,7x	0,7x	A-(arg)
MSU S.A.	0,7x	4,8x	BBB+(arg)
Serviaut Localiza	0,7x	1,4x	BBB+(arg)
Newsan S.A.	0,8x	4,3x	A-(arg)
Agrometal S.A.I.	0,9x	3,0x	BBB+(arg)
SEDA S.A.	1,0x	5,7x	BBB+(arg)
Vetanco S.A.	1,0x	3,9x	A-(arg)
Longvie S.A.	1,0x	1,4x	BBB+(arg)
Pan American Energy LLC - Sucursal Argentina	1,1x	8,9x	AAA(arg)
Rogiro Aceros S.A.	1,3x	2,0x	BBB+(arg)
Roch S.A.	1,4x	2,7x	BBB(arg)
Big Bloom S.A.	1,4x	2,3x	BB+(arg)

Elaborado por FIX SCR

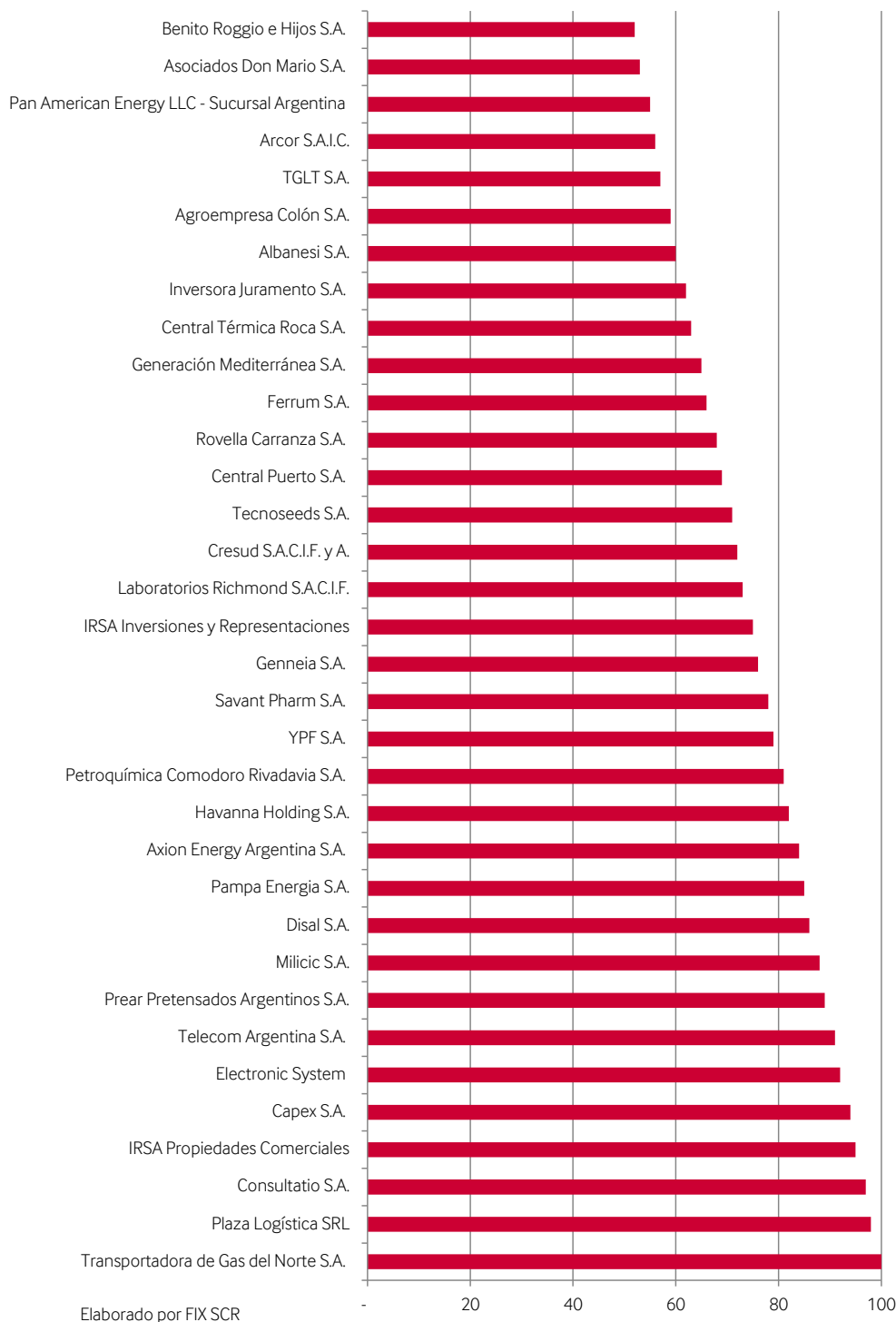
**Scoring de Liquidez**

**Scoring de Liquidez (1 a 50)**



**Scoring de Liquidez (Cont.)**

**Scoring de Liquidez (50 a 100)**



---

**Analistas**

---

**Responsable del sector**

Cecilia Minguillon  
Director Senior  
+54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

**Analistas**

Pablo Andrés Artusso  
Director Asociado  
+54 11 5235-8121  
[pablo.artusso@fixscr.com](mailto:pablo.artusso@fixscr.com)

Pablo Cianni  
Director Asociado  
+54 11 5235-8146  
[pablo.cianni@fixscr.com](mailto:pablo.cianni@fixscr.com)

Gabriela Curutchet  
Director Asociado  
+54 11 5235-8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

Natalia Burcez  
Analista  
+54 11 5235-8133  
[natalia.burcez@fixscr.com](mailto:natalia.burcez@fixscr.com)

Mariano De Sousa  
Analista  
+54 11 5235-8141  
[mariano.desousa@fixscr.com](mailto:mariano.desousa@fixscr.com)

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

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

Ornella Remorino  
Analista  
+54 11 5235-8125  
[ornella.remorino@fixscr.com](mailto:ornella.remorino@fixscr.com)



TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA "FIX", 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 FIX para adquirir, vender o negociar valores negociables.**

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 son riesgos 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 designación 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, pero no 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.