

Agrofina S.A. (Agrofina)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor Largo Plazo
 ON Clase VIII por hasta USD 20 millones.

BBB+(arg)
 BBB+(arg)

Perspectiva
 Estable

Resumen Financiero

	30/06/2019	31/12/2018
(\$ miles constantes a jun-19)	6 Meses	12 Meses
Total Activos	9.405.923	10.819.707
Deuda Financiera	3.211.915	4.476.981
Ingresos	2.687.817	4.911.792
EBITDA	856.599	870.115
EBITDA (%)	31,9	17,7
Deuda Total / EBITDA	1,9	5,1
Deuda Neta Total / EBITDA	1,6	4,9
EBITDA / Intereses	1,7	0,7

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

Informes relacionados

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

Analistas

Analista Principal
 Nicolas Debat
 Analista
 +54 11 5235-8134
nicolas.debat@fixscr.com

Analista Secundario
 Pablo Artusso
 Director Asociado
 +54 11 5235 - 8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del Sector
 Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

ON Clase VIII: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – asignó en BBB+(arg) la calificación de las ONs Clase VIII a emitir por Agrofina. El título de deuda cuenta con una estructura de repago mediante la existencia de una Cuenta de Pago de las Obligaciones Negociables que se compondrá de cheques de pago diferido (CPD) emitidos por los clientes elegibles a Agrofina. La empresa debe entregar los CPD y/o el efectivo al fiduciario 15 días corridos antes de la fecha de Pago de Servicios. Asimismo se cuenta con un Fideicomiso de Garantía compuesto por Facturas de Crédito que actúa ante supuesto de incumplimiento. Si bien existe un buen comportamiento de los activos dados en garantía, FIX no asigna una mejora adicional a la calificación del emisor ya que la estructura del fideicomiso actúa luego del incumplimiento y el repago mediante éste se daría como recupero; a la vez que entiende que la liquidez que otorgan los CPD en los tiempos pautados por la estructura no mejora el riesgo emisor.

Perspectiva Estable: La Perspectiva Estable se debe a que el sector agroindustrial actualmente es el único sector que se encuentra impulsando el nivel de actividad general con un peso del 10% en el PBI del primer trimestre de 2019. FIX espera una campaña 2019/20 mejor en términos de rindes y área cosechada con un tipo de cambio real competitivo que podrían generar en conjunto mayor nivel de rentabilidad.

Mejora en el perfil de deuda: A jun-19, Agrofina exhibió un nivel de deuda financiera que se ubicó en USD 75 MM y una relación de deuda neta a EBITDA de 1.6x (medido en dólares), que compara positivamente con los USD 118 MM y 3.6x a dic-18 (medido en dólares). FIX entiende que la compañía ha logrado reducir su endeudamiento y mejorar su perfil de deuda que implicará una menor carga de intereses para los próximos años. Hacia adelante, FIX estima que el Grupo Los Grobo presentará coberturas de intereses más holgadas por encima de 2.0x EBITDA y menores niveles de endeudamiento bruto por debajo de 3.0x.

Mejora operativa: FIX considera que el plan estratégico y operacional del grupo controlante se verá reflejado en una mejora del EBITDA hacia 2020 que estima en USD 59 millones vs. USD 44 millones promedio durante el período 2014-2018. FIX entiende que el crecimiento del EBITDA se encuentra explicado principalmente por mayores volúmenes vendidos de Agrofina, en línea con el mercado, mejores márgenes en el mix actual y esperado de productos y la ejecución del plan de ahorro de costos actualmente llevado a cabo por la compañía. Esto se verá reflejado en resultados netos positivos esperados a partir de 2020 que tendrá un impacto positivo en el patrimonio neto.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación podría bajar ante la ocurrencia de alguno de los siguientes factores: alta carga de intereses, un debilitamiento de su estructura patrimonial por resultados negativos, cualquier otro factor que erosione los resultados y flujo de fondos que impliquen mayores niveles de endeudamiento y menores coberturas de intereses a los esperados. La calificación podría subir por una consolidación del negocio que implique menores niveles de endeudamiento y mayores coberturas de intereses a los esperados.

Liquidez y Estructura de Capital

Menor endeudamiento: A jun-19 la deuda financiera corriente alcanzó los USD 69 MM, mientras que la caja e inversiones corrientes era de USD 10 MM, con un ratio de deuda neta (en dólares) medido con EBITDA de 1.8x y cobertura de intereses con EBITDA de 1,7x. El 10 de noviembre de 2019, vence la ON Clase VII emitida por la compañía por un total de aproximadamente USD 20 MM. FIX espera que dicho vencimiento sea cancelado con una combinación de flujo propio y refinanciación de pasivos.

Perfil del Negocio

Agrofina es una compañía que opera en el sector agropecuario argentino, con 39 años de experiencia, perteneciente al Grupo Los Grobo, y junto a LGA S.A. componen un negocio agropecuario que se focaliza en la venta de insumos agrícolas, la comercialización de granos y la producción agropecuaria. Los principales activos son las plantas de acopio y plantas de producción de agroinsumos.

Visión Crediticia Consolidada

Agrofina S.A. está focalizada en la producción y comercialización de agroinsumos, mientras que el grupo a través LGA realiza operaciones de acopio y comercialización de granos, producción y otros servicios. Las sinergias y vínculos operativos y financieros así como la visión estratégica del grupo determinan una visión crediticia consolidada.

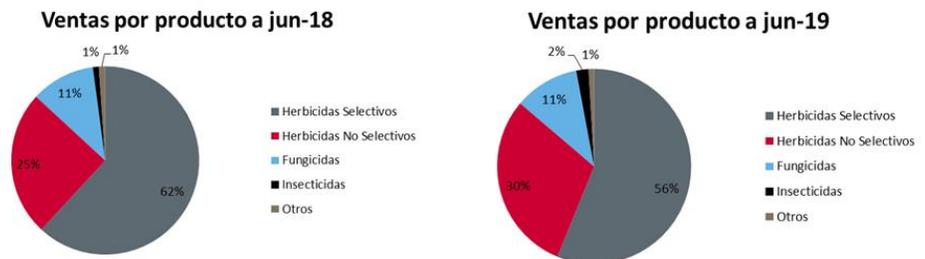
El portafolio de productos está relacionado con herbicidas, insecticidas y fungicidas. Las ventas de los últimos 10 años fueron crecientes. Los márgenes se comportaron de forma volátil en relación a la variación de precios de los insumos.

Operaciones

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. (calificada en BBB+(arg) por FixScr).

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.

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.



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 jun-19 la compañía destino USD 0.5 MM a inversiones. La compañía no presenta elevadas necesidades de inversión, el CAPEX promedio de los últimos 5 años fue de USD 5 MM.

Estrategia del management

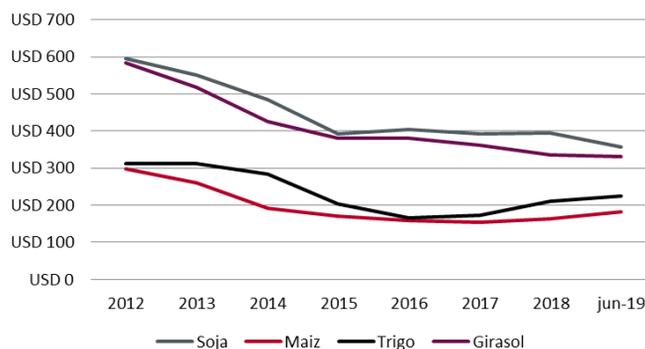
A partir del control de Victoria Capital Partners, el grupo persigue la consolidación de un modelo de negocio agropecuario integrando la comercialización de agroquímicos, acopio y demás servicios con la producción. Las sinergias de ambas compañías y la reducción de costos ha sido el foco del grupo en los últimos 12 meses, con resultados visibles en su desempeño operacional y financiero a la vez que las inyecciones de capital Han mejorado sensiblemente su estructura de capital.

Riesgo del sector

El sector agrícola presenta una actividad fuertemente cíclica, con generación de flujos volátiles debido a los precios internacionales que se forman de acuerdo a las condiciones de oferta y demanda mundial de cada cultivo. A su vez la oferta de cada cultivo es afectada por las condiciones climáticas de cada región que determina el rinde de cada campaña. Cabe destacar que las compañías que integran este sector presentan altas necesidades de financiar capital de trabajo, debido que las ventas se realizan post-campaña.

En años anteriores, la inflación y el retraso cambiario, acompañados de condiciones climáticas desfavorables, repercutieron de forma negativa en la producción agrícola. Luego de una muy buena campaña 2018/19 se espera una campaña 2019/20 mejor en términos de rindes y área cosechada con un tipo de cambio real aún competitivo que podrían generar en conjunto un mayor nivel de rentabilidad para el sector. Esto podría verse afectado con cambios normativos que impacten en la generación de flujo de los emisores. FIX espera precios estables de los commodities durante la campaña 2019/2020.

Precio por cultivo (USD/tn)



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.

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., calificado por FIX en BBB+(arg) que posee el 29.57%.

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

Accionista	% Participación
Agrofina Holding LLC	65.81%
Los Grobo Agropecuaria S.A.	29.57%
Grupo Los Grobo L.L.P.	3.95%
Grupo Los Grobo S.A.	0.67%
Total	100%

Factores de Riesgo

- Fuertes necesidades de capital de trabajo.
- Elevada competencia por precio con baja diferenciación de producto.
- Resultados netos aún negativos

Perfil Financiero

Rentabilidad

El plan estratégico y operacional del grupo controlante se refleja en la mejora operacional de los últimos meses. A jun-19 (6 meses), el EBITDA fue de USD 21 MM, con un margen del 31.9%. Dicha mejora se logró por la implementación de un programa de reducción de costos ejecutada por el nuevo accionista, Victoria Capital Partners. No obstante las pérdidas por tipo de cambio siguen generando resultados netos negativos. A jun-19, el mismo fue de USD 6 MM. Las ventas a jun-19 (6 meses) fueron USD 65 MM.

Hacia adelante, FIX prevé que la compañía incremente sus ventas en dólares entre el 6% y el 10% anual, en línea con el crecimiento del mercado y manteniendo una posición competitiva estable. Asimismo, FIX estima que el margen de Agrofina se ubique en torno 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, en una campaña 2019/20 que se espera favorable.

Evolución Ventas - EBITDA



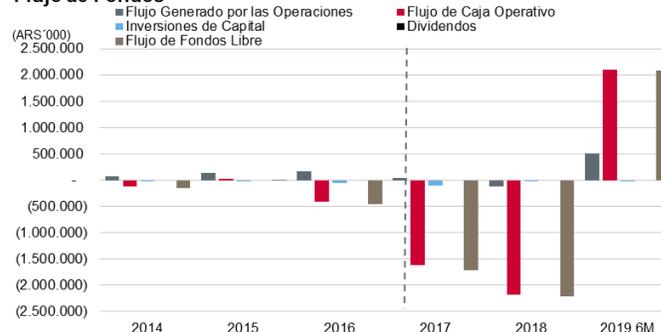
(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

A jun-19, Agrofina registró un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) positivo de aproximadamente USD 12 MM, superiores a lo observado en el período 2017-2018, debido en parte a mejoras operativas, ahorro de costos y una menor carga de intereses luego de la capitalización y reducción de los niveles de deuda. El Flujo de Fondos Libres (FFL) fue positivo por USD 50 MM, principalmente por el capital de trabajo positivo por USD 39 MM, esto se debe al aumento en la variación de créditos por ventas y disminución en el financiamiento e inversiones de capital de USD 0.5 MM.

Hacia adelante, FIX estima que el FGO continuará siendo positivo con un FFL negativo, principalmente debido a un mayor nivel de crecimiento esperado en las ventas que generará mayores necesidades de capital de trabajo.

Flujo de Fondos



(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

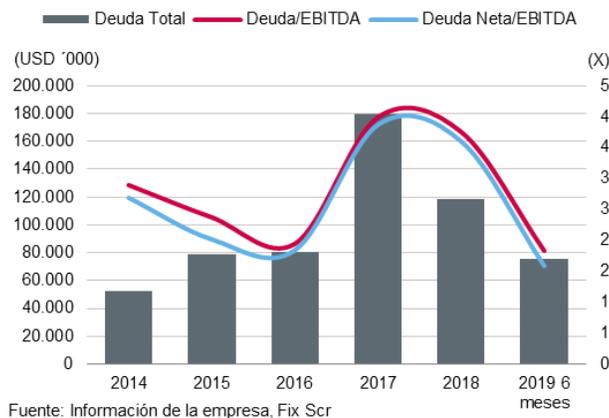
Liquidez y estructura de capital

En mar-19, se integró el 95% de la inyección de capital por USD 70 MM que fueron destinados principalmente a reducción de deuda financiera y capital de trabajo. A jun-19, la deuda financiera se ubicó en torno a los USD 76 MM, sensiblemente inferior a los USD 118 observados a dic-18. La deuda se compone principalmente por deuda bancaria un 60%, por obligaciones negociables un 27% y el resto son fideicomisos y descubiertos. En este contexto, la compañía ha mejorado sus niveles de endeudamiento con una relación deuda/EBITDA a jun-19 de 1.8x que compara positivamente con un indicador de 3.8x a dic-18.

Hacia adelante, FIX estima, que en el mediano plazo la compañía presente ratios de Deuda/EBITDA menores a 3.0x y una cobertura de intereses con EBITDA superior a 1.5x.

FIX entiende que la compañía ha logrado mejorar su perfil de deuda luego de la capitalización por USD 70 MM y el préstamo sindicado obtenido por USD 37.8 millones (ampliable a opción de la compañía por hasta USD 50 millones) que fueron utilizados principalmente para refinanciar deuda de corto plazo y capital de trabajo. A jun-19, la compañía mejoró su cobertura de deuda de corto plazo con caja al 15% desde el 4% observado en dic-18 y redujo en USD 38.4 MM sus pasivos financieros corrientes.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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, y a través del préstamo sindicado otorgado por Banco de Galicia y de Buenos Aires S.A.U., Banco Supervielle S.A., HSBC Bank Argentina S.A., Banco Hipotecario S.A., Banco Itaú Argentina S.A. y Banco de la Provincia de Buenos Aires.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado en Julio de 2013, Los Grobo Agropecuaria S.A. comenzó a consolidar con Agrofina S.A.. A sept'18 Agrofina dejó de consolidar con LGA S.A. y cambió la fecha de cierre de balance a Junio. El balance presentado a Junio-19 es un ejercicio de 6 meses irregular.

Resumen Financiero - Agrofina S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras Consolidadas	Moneda	Moneda	Moneda	NIIF	NIIF	NIIF
	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)			
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF			
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Periodo	42,45	37,81	37,81	14,92	9,09	8,13
Tipo de Cambio Promedio	41,46	27,58	27,58	12,01	8,61	6,80
Año	jun-19	2018	2017	2016	2015	2014
Periodo	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Coefficiente de fecha de cierre	225,54	225,54	184,26			
Coefficiente de actualización	225,54	225,54	225,54			
Ratio de ajuste	1,00	1,00	1,22			

Rentabilidad

EBITDA Operativo	856.599	870.115	911.391	496.687	285.547	123.610
EBITDAR Operativo	856.599	870.115	911.391	496.687	285.547	123.610
Margen de EBITDA	31,9	17,7	22,0	31,8	29,3	20,6
Margen de EBITDAR	31,9	17,7	22,0	31,8	29,3	20,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	77,5	(45,0)	(41,6)	(29,6)	0,5	(24,2)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	2,0	0,9	1,0	1,4	1,6	1,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,7	0,7	0,9	1,3	1,2	1,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,7	0,7	0,9	1,3	1,2	1,2
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2
FGO / Cargos Fijos	2,0	0,9	1,0	1,4	1,6	1,7
FFL / Servicio de Deuda	1,3	(0,2)	(0,2)	(0,1)	0,3	(0,1)

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	1,6	4,0	4,0	2,1	1,9	2,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,9	5,1	4,5	2,4	2,5	3,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,6	4,9	4,4	2,3	2,1	3,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,9	5,1	4,5	2,4	2,5	3,5
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,6	4,9	4,4	2,3	2,1	3,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	26,1	28,7	47,9	41,2	40,1	42,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	90,6	90,4	53,9	79,0	87,2	94,7

Balance

Total Activos	9.405.923	10.819.707	7.701.674	2.501.049	1.584.060	1.015.070
Caja e Inversiones Corrientes	428.601	181.568	124.694	64.775	107.222	30.435
Deuda Corto Plazo	2.911.537	4.047.944	2.222.373	947.789	622.860	405.289
Deuda Largo Plazo	300.378	429.037	1.898.320	252.542	91.793	22.599
Deuda Total	3.211.915	4.476.981	4.120.694	1.200.331	714.653	427.888
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.211.915	4.476.981	4.120.694	1.200.331	714.653	427.888
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.211.915	4.476.981	4.120.694	1.200.331	714.653	427.888
Total Patrimonio	2.636.063	2.762.283	976.027	268.657	201.057	187.440
Total Capital Ajustado	5.847.978	7.239.264	5.096.721	1.468.988	915.710	615.328

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	501.567	(118.855)	46.407	171.891	146.225	77.481
Variación del Capital de Trabajo	1.600.520	(2.060.581)	(1.659.208)	(576.152)	(114.715)	(199.659)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.102.087	(2.179.436)	(1.612.800)	(404.261)	31.510	(122.178)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(18.943)	(29.649)	(107.252)	(58.880)	(26.510)	(22.787)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	2.083.144	(2.209.085)	(1.720.053)	(463.141)	5.000	(144.965)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	5.266	60.296	0	0
Otras Inversiones, Neto	(53.344)	(80.338)	(105.610)	(45.995)	(71.641)	(16.787)
Variación Neta de Deuda	(1.745.708)	2.303.844	1.903.033	341.615	143.428	106.686
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	56.203
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	284.092	14.421	82.637	(107.225)	76.787	1.137

Estado de Resultados

Ventas Netas	2.687.817	4.911.792	4.134.555	1.562.463	975.781	600.209
Variación de Ventas (%)	NA	18,8	NA	60,1	62,6	63,1
EBIT Operativo	790.111	760.708	810.391	475.292	278.317	118.850
Intereses Financieros Brutos	500.788	1.232.108	986.627	394.347	228.823	107.247
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(233.177)	(1.851.987)	(429.988)	2.225	402	11.672

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 VIII

Monto Autorizado: Por hasta USD 20 millones

Monto Emisión: A emitir

Moneda de Emisión: Dolares

Fecha de Emisión:

Fecha de Vencimiento: 18 meses

Amortización de Capital: A partir del sexto mes, el capital amortiza en 5 cuotas equivalentes al 20%

Intereses: 13,65%

Cronograma de Pago de Intereses: Trimestral

Destino de los fondos: La emisión de las Obligaciones Negociables Clase VIII estará destinada a la refinanciación de pasivos de la Emisora, de conformidad con lo previsto por el artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables y en los términos de lo dispuesto por la Comunicación "A" 6792 del BCRA, y en especial a la refinanciación mediante canje de las Obligaciones Negociables Clase VII, emitidas por la Emisora en fecha 10 de noviembre de 2017.

Garantías: Además de la garantía común de la Emisora, las Obligaciones Negociables Clase VIII contarán, desde su Fecha de Emisión y Liquidación, con una garantía adicional de un fideicomiso que se constituirá antes del inicio del Período de Difusión Pública para garantizar las obligaciones de pago de la Emisora bajo las Obligaciones Negociables Clase VIII, el que se constituirá mediante la cesión fiduciaria en garantía de las Facturas en Garantía de Repago, a favor del Fideicomiso de Garantía y en beneficio de los tenedores de las Obligaciones Negociables Clase VIII.

Las Facturas en Garantía de Repago deberán representar en todo momento, y en su conjunto, al menos, el equivalente a 130% del saldo de Capital pendiente de pago bajo las Obligaciones Negociables Clase VIII.

Opción de Rescate:

Condiciones de Hacer y no Hacer:

Otros:

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 **30 de octubre de 2019**, confirmó* en la Categoría **BBB+(arg)** la calificación del emisor y asignó en la Categoría **BBB+(arg)** a la siguiente Obligaciones Negociables a emitir por **Agrofina S.A.**:

- Obligaciones Negociables Clase VIII por hasta 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.

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 30/06/2019.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte S.C.
- Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase VIII. disponibles en www.cnv.gob.ar.

Adicionalmente la siguiente información privada:

- Información de gestión provista por la compañía.

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 disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.