

Agrofina S.A. (Agrofina)

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor		BBB+(arg)
ON Clase II por hasta \$120MM (ampliables hasta \$200MM)	BBB+(arg)	
ON Clase III por hasta \$120MM ampliable hasta \$250MM*	A2(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)	

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

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

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	31/03/17	30/06/16
(\$ miles)	9 meses	12 meses
Total Activos	2.716.465	2.501.049
Total Deuda		
Financiera	1.257.977	1.200.331
Ingresos	1.177.172	1.562.463
EBITDA	58.615	506.839
EBITDA (%)	5,0%	32,4%
Deuda/ EBITDA	16,1	2,4
EBITDA/ intereses	0,2	1,3

¹NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera

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

Informes relacionados

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

Los Grobo Agropecuaria S.A. (Los Grobo) publicado el 10 de agosto de 2017.

Analistas

Analista Principal
 Martín Frugone
 Analista
 +54 11 5235-8137
martin.frugone@fixscr.com

Analista Secundario
 Cecilia Minguillón
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

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

Factores Relevantes de la Calificación

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

Cambio de accionistas: En diciembre 2016 VSAP Agriservices L.P. adquirió de los socios Prilder S.A., Prakelt S.A. y PCP (Cayman) L.P. un 75,04% de Grupo Los Grobo LLC, y en consecuencia obtuvo el control de dicha sociedad e, indirectamente, de sus controladas. Los nuevos accionistas capitalizaron al grupo con USD 103,4 MM (USD 28 MM fueron destinados a aumentar el capital social de Agrofina). Bajo estas condiciones, se espera que la compañía recomponga su estructura de capital y mejore el perfil financiero.

Margen operativo volátil: A marzo 2017 Agrofina generó unas ventas por USD 75 MM y un margen de EBITDA del 5,0%. Fix estima que la compañía finalice el ejercicio fiscal con un margen de EBITDA en torno al 16%. La actividad se encuentra influenciada por la volatilidad de precios de los granos, los rindes y factores climáticos adversos, con el consecuente impacto sobre sus precios. Las ventas y generación de fondos presentan una fuerte estacionalidad.

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 motivó una suba en la carga de intereses. A marzo 2017 el ratio de cobertura medido con EBITDA era débil, ubicándose en 0,2x. Fix estima que hacia delante mejore la cobertura de intereses y se ubique en torno a 1,5x.

Flujo de fondos negativo: Agrofina tiene una agresiva estrategia comercial que implica el financiamiento a sus clientes y deriva en el aumento de las necesidades de capital de trabajo. A marzo 2017, la compañía registró un flujo de caja operativo negativo por USD 28 MM, esto corresponde con la financiación a clientes. La calificadora prevé que la compañía financie elevadas necesidades de capital de trabajo, con una combinación de fondos propios y pasivos.

Sensibilidad de la Calificación

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

Liquidez y Estructura de Capital

Mejora en la estructura de capital: A marzo de 2017, Agrofina registró un incremento en su deuda financiera total y alcanzó los USD 80 MM. El 20 de julio, la empresa celebró un préstamo sindicado (contempla un posible segundo tramo dentro de los 60 días del primer desembolso) por USD 16 MM, con vencimiento en 2021, para refinanciar pasivos de corto plazo. Los indicadores de endeudamiento mostraban una estructura de capital presionada, con un ratio de deuda sobre EBITDA de 16,1x. Esperamos que al cierre del ejercicio fiscal 2016/2017, la mejora en el margen de EBITDA impacte de forma positiva en los indicadores.

Liquidez ajustada: A marzo 2017, la deuda de corto plazo era de USD 48 MM, mientras que contaba con una caja e inversiones corrientes por USD 1 MM. Además la compañía cuenta con inventarios de rápida realización por USD 18 MM. La caja y los Inventarios de Rápida Realización cubren el 39% de la deuda de corto plazo. La deuda de corto plazo representa un 2,8x los IRR. Hacia delante esperamos que el nivel de deuda disminuya producto de la capitalización y una estrategia de endeudamiento menos agresiva y de más largo plazo, de esta manera la cobertura de intereses medido por EBITDA se normalizara en torno a 1,5x.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a marzo de 2017 fueron calculados anualizando los datos de 9 meses. Los inventarios de rápida realización se calculan al 80%.

Resumen Financiero - Agrofina 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

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	15,67	15,23	9,10	8,15	4,93
	15,62	12,17	8,62	6,81	4,55
	mar-17	2016	2015	2014	2013
Meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	58.615	506.839	288.434	152.372	80.123
Margen de EBITDA	5,0	32,4	29,6	25,4	21,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	(41,7)	(29,6)	0,5	(24,2)	(34,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(88,0)	3,2	0,2	7,8	1,0
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	(0,1)	1,5	1,6	1,7	1,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,2	1,4	1,3	1,4	1,2
EBITDA / Servicio de Deuda	0,1	0,4	0,3	0,3	0,3
FGO / Cargos Fijos	(0,1)	1,5	1,6	1,7	1,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,3)	(0,1)	0,3	(0,1)	(0,2)
(FFL + Caja e Inv. Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,3)	(0,2)	1,2	(0,2)	(0,8)
FCO / Inversiones de Capital	(9,2)	(6,9)	1,2	(5,4)	(5,7)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	(24,8)	2,2	1,9	2,3	4,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	16,1	2,4	2,5	2,8	3,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	15,8	2,2	2,1	2,6	3,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	28,5	41,4	53,4	30,0	30,3
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	60,3	79,0	87,2	94,7	82,7
Balance					
Total Activos	2.716.465	2.501.049	1.584.060	1.015.070	689.100
Caja e Inversiones Corrientes	20.324	64.775	107.222	30.435	7.938
Deuda Corto Plazo	758.850	947.789	622.860	405.289	237.941
Deuda Largo Plazo	499.127	252.542	91.793	22.599	49.807
Deuda Total	1.257.977	1.200.331	714.653	427.888	287.748
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.257.977	1.200.331	714.653	427.888	287.748
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada	1.257.977	1.200.331	714.653	427.888	287.748
Total Patrimonio	493.132	268.657	201.057	187.440	111.325
Total Capital Ajustado	1.751.109	1.468.988	915.710	615.328	399.073
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(300.474)	171.891	146.225	77.481	1.864
Variación del Capital de Trabajo	(142.528)	(576.152)	(114.715)	(199.659)	(110.685)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(443.002)	(404.261)	31.510	(122.178)	(108.821)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(48.223)	(58.880)	(26.510)	(22.787)	(19.077)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(491.225)	(463.141)	5.000	(144.965)	(127.898)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	380	60.296	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(30.275)	(45.995)	(71.641)	(16.787)	(16.358)
Variación Neta de Deuda	81.027	341.615	143.428	106.686	148.691
Variación Neta del Capital	447.720	0	0	56.203	0
Variación de Caja	7.627	(107.225)	76.787	1.137	4.435
Estado de Resultados					
Ventas Netas	1.177.172	1.562.463	975.781	600.209	367.938
Variación de Ventas (%)	20,4	60,1	62,6	63,1	33,0
EBIT Operativo	30.607	493.682	281.204	147.612	76.263
Intereses Financieros Brutos	262.428	374.326	228.823	107.247	65.404
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(251.485)	7.580	402	11.672	1.390
Otros Indicadores					
IRR*	275.466	101.089	73.446	41.257	43.082
Deuda Neta	1.237.653	1.135.556	607.431	397.453	279.810
(Deuda Neta - IRR) / EBITDA	12,3	2,0	1,9	2,3	3,0
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	39,0	17,5	29,0	17,7	21,4
Deuda de Corto Plazo / IRR	2,8	9,4	8,5	9,8	5,5

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

Resumen Financiero - Los Grobo Agropecuaria S.A.

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

Cifras Consolidadas					
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de cambio ARS/USD al final del período	15,67	15,23	9,10	8,15	5,39
Tipo de cambio promedio	15,62	12,17	8,62	6,81	4,91
Meses	mar-17	2016	2015	2014	2013
	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	(79.171)	791.104	343.631	248.205	47.208
Margen de EBITDA	(1,5)	14,7	11,0	10,9	3,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(23,2)	(11,4)	(6,5)	(24,4)	6,0
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(98,7)	(117,1)	(106,3)	41,6	52,2
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	(0,9)	1,2	1,1	1,0	2,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(0,2)	1,2	0,9	1,1	0,9
EBITDA / Servicio de Deuda	(0,0)	0,3	0,2	0,3	0,1
FGO / Cargos Fijos	(0,9)	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	(20,2)	(6,2)	(3,1)	(11,4)	6,7
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	(4,4)	3,6	3,6	4,7	4,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(24,6)	3,5	4,7	4,2	8,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(23,4)	3,4	4,3	3,9	8,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	24,5	29,9	29,9	31,3	14,1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,78	0,82	0,7	0,7	0,7
Balance					
Total Activos	7.591.321	7.246.009	3.925.409	2.543.712	1.351.946
Caja e Inversiones Corrientes	124.681	101.301	143.049	66.021	29.425
Deuda Corto Plazo	2.033.510	2.253.322	1.215.964	729.868	272.792
Deuda Largo Plazo	565.041	508.128	411.968	300.787	133.263
Deuda Total	2.598.551	2.761.450	1.627.932	1.030.655	406.055
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.598.551	2.761.450	1.627.932	1.030.655	406.055
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.598.551	2.761.450	1.627.932	1.030.655	406.055
Total Patrimonio	1.119.073	401.487	331.430	392.084	159.125
Total Capital Ajustado	3.717.624	3.162.937	1.959.362	1.422.739	565.180
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(931.931)	107.408	58.944	(6.820)	50.868
Variación del Capital de Trabajo	(196.013)	(638.962)	(211.972)	(502.884)	56.605
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(1.127.944)	(531.554)	(153.028)	(509.704)	107.473
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(55.834)	(85.110)	(49.614)	(44.602)	(15.961)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.183.778)	(616.664)	(202.642)	(554.306)	91.512
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	3.548	4.392	1.103	0	0
Otras Inversiones, Neto	(119.100)	20.968	(203.111)	(9.941)	(195.633)
Variación Neta de Deuda	252.492	680.277	363.225	337.379	77.825
Variación Neta del Capital	1.228.311	0	0	56.203	0
Otros (Inversión y Financiación)	(30.783)	(202.586)	66.798	7.546	0
Variación de Caja	150.690	(113.613)	25.373	(163.119)	(26.296)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	5.111.180	5.398.946	3.133.376	2.268.831	1.534.909
Variación de Ventas (%)	70,9	72,3	38,1	0,5	(8,5)
EBIT Operativo	(131.547)	759.804	323.655	238.546	39.956
Intereses Financieros Brutos	491.778	655.689	397.080	224.985	51.744
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(562.856)	(107.279)	(96.178)	28.648	25.891
Otros Indicadores					
IRR	900.622	1.152.232	475.862	329.149	276.878
Deuda Neta	2.473.870	2.660.149	1.484.883	964.634	376.630
(Deuda Neta - IRR) / EBITDA	(14,9)	1,9	2,9	2,6	2,1
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	50,4	55,6	50,9	54,1	112,3
Deuda Corto Plazo / IRR	2,3	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 II

Fecha de la emisión: 11 de febrero de 2016

Monto de la emisión: \$ 144.967.000,00

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

Fecha de Vencimiento: 11 de agosto de 2017.

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

Intereses: Los Intereses serán pagaderos de forma trimestral.

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

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

Obligaciones Negociables Clase III

Fecha de la emisión: 11 de noviembre de 2016.

Monto de la emisión: \$ 156.997.598,00

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

Fecha de Vencimiento: 11 de noviembre de 2017.

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

Intereses: Los Intereses serán pagaderos de forma semestral.

Tasa de Interés: 27%.

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

Obligaciones Negociables Clase IV

Fecha de la emisión: 11 de noviembre de 2016.

Monto de la emisión: \$ 6.167.786,00.

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

Tipo de Cambio: El tipo de cambio aplicable para el cálculo del Monto de la Emisión de las Obligaciones Negociables será el tipo de cambio determinado y publicado por el BCRA mediante la Comunicación "A" 3500 (o la regulación que la modifique) en base al procedimiento de

encuesta de cambio establecido en la misma, que surja del promedio aritmético simple de los valores de los últimos tres (3) Días Hábiles previos a la Fecha de Cálculo.

Fecha de Vencimiento: 11 de noviembre de 2018.

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

Intereses: Los Intereses serán pagaderos de forma trimestral.

Tasa de Interés: 8,50%.

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

Obligaciones Negociables Clase V

Monto de la emisión: \$ 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.

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

- Obligaciones Negociables Clase II por hasta \$120 MM ampliable hasta \$ 200 MM.
- 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 el equivalente de \$ 200 MM ampliable hasta el equivalente de \$ 400 MM**.

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

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

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

La Perspectiva es **Estable**.

Categoría BBB(arg): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agrega "(arg)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 01 de febrero de 2017 disponible en www.fixscr.com. El informe contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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 31/03/2017 (9 meses).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte S.C.
- Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase I del 7/08/15, Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase II del 29/01/2016, Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase III y IV y Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase V y VI disponibles en www.cnv.gob.ar.

Y 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 calificadora-, 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.