

## Ledesma S.A.A.I. (Ledesma)

### Informe de Actualización

#### Calificaciones

Emisor	A(arg)
ON Clase 5 por hasta \$100 MM, ampliable hasta \$400 MM	A(arg)
ON Clase 7 por hasta \$ 100 MM, ampliable hasta \$ 600 MM.	A(arg)

#### Perspectiva

Estable

#### Resumen Financiero

	NIIF <sup>1</sup> 31/05/17 12m	NIIF <sup>1</sup> 31/05/16 12m
Total Activos (\$ millones)	7.920	6.110
Deuda Financiera (\$ millones)	4.404	2.908
Ingresos (\$ millones)	10.689	7.547
EBITDA (\$ millones)	904	740
EBITDA (%)	8.5	9.8
Deuda/ EBITDA	4.9x	3.9x
Deuda Neta/EBITDA	4.6x	3.6x
EBITDA/ intereses	1.5x	1,0x

<sup>1</sup> NIIF: Normas internacionales de información Financiera

#### Informes relacionados

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

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

#### Analistas

##### Analista Principal

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

##### Analista Secundario

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

**Debilitada situación crediticia:** En los últimos años la situación crediticia de Ledesma se vio deteriorada luego de que factores exógenos inherentes a la industria y al país presionaran sobre el flujo de la compañía provocando un incremento en el apalancamiento y pobres niveles de coberturas de intereses. El ratio de deuda/ EBITDA pasó a 4.9x al cierre de 2017 desde de 2.1x en mayo 2013 y las coberturas de intereses cayeron a 1.5x desde 2.5x.

**Estrategia financiera enfocada en reducir el endeudamiento:** A mediano plazo Ledesma planea reducir el elevado endeudamiento estructural en principio mediante la mejora del Flujo de Caja Operativo y focalizando las inversiones, flexibilizando los pagos de dividendos y de ser necesario vendiendo activos. Fix espera que en el mediano plazo, Ledesma logre reducir su ratio de deuda/ EBITDA a niveles próximos a los históricos a través de la mejora en los precios del azúcar y/o la estrategia de reducción de endeudamiento.

**Empresa integrada verticalmente, con sólida posición competitiva:** Las actividades desarrolladas por las empresas del grupo Ledesma incluyen todos los eslabones de la cadena de valor agregado de la caña de azúcar, desde la cosecha de caña en campos propios, la producción de azúcar y alcohol, la fabricación de papel y cuadernos hasta la comercialización de todos los productos a clientes finales e industrias. Ledesma presenta un fuerte posicionamiento de mercado en los segmentos en que se desarrolla. Es líder en el negocio de papel y cuadernos con una participación de mercado aproximada de 45% en resmas y 43% en cuadernos, cuenta con una fuerte posición en el mercado de azúcar minorista, donde sus ventas representan cerca del 27% del total y detenta una importante participación en la fabricación de bioetanol.

**Mejores perspectivas sectoriales:** Los sectores del azúcar, de fruta y agropecuario han mostrado entornos operacionales menos adversos a partir del incremento en los precios locales e internacionales, el aumento del cupo del etanol en las naftas de 10% a 12% y la reducción de la retenciones del agro. El aumento en el cupo del etanol le permitirá a la industria reducir los saldos exportables de azúcar virando hacia un negocio de precios más estables y a su vez dar un mayor soporte a los precios internos. Esto daría impulso a mejores márgenes de Ledesma en un contexto de costos operacionales crecientes.

#### Sensibilidad de la calificación

Fix considera que el plan de desapalancamiento, la flexibilización de la política de dividendos y la optimización del plan de inversiones permitirán mitigar parcialmente la presión sobre la calidad crediticia. La calificación podría verse presionada a la baja si la compañía no logra reducir su endeudamiento estructural.

#### Liquidez y estructura de capital

**Ajustadas liquidez y coberturas:** A mayo'17 8(12 meses) el 47% de su deuda era corriente y la caja e inversiones líquidas era de \$ 263 MM; el indicador de liquidez LTM EBITDA + Caja e Inv. Corrientes / Deuda CP da un resultado de 0.3, ratio que demuestra ser levemente inferior al mínimo saludable. La compañía procura reducir su costo de financiamiento a través del uso de líneas de prefinanciación de exportaciones y préstamos financieros en moneda extranjera. Fix estima que para los próximos meses Ledesma no tendrá inconvenientes en refinanciar su endeudamiento.

## Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de junio de 2012, Ledesma ha adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09.

### Resumen Financiero - Ledesma

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

Cifras consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Período

	NIIF <u>2017</u>	NIIF <u>2016</u>	NIIF <u>2015</u>	NIIF <u>2014</u>	NIIF <u>2013</u>
<b>Rentabilidad</b>					
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>904.975</b>	<b>739.763</b>	<b>735.218</b>	<b>613.124</b>	<b>506.723</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>8,5</b>	<b>9,8</b>	<b>12,7</b>	<b>13,1</b>	<b>12,5</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	6,1	24,5	11,6	15,6	15,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	(13,3)	(12,9)	(15,9)	(5,8)	(6,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(8,5)	0,3	5,5	10,2	10,1
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,6	1,1	0,9	1,8	2,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,5	1,0	1,3	2,3	2,5
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,5	0,4	0,5
FGO / Cargos Fijos	0,6	1,1	0,9	1,8	2,1
FFL / Servicio de Deuda	(0,3)	(0,1)	(0,3)	(0,0)	(0,0)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,2)	0,0	0,3	0,3	0,3
FCO / Inversiones de Capital	(2,5)	(2,9)	(2,7)	(0,5)	0,4
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	12,6	3,6	5,2	2,9	2,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,9	3,9	3,5	2,2	2,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	4,6	3,6	2,3	1,5	1,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	14,8	28,0	28,2	24,1	21,5
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,47	0,48	0,34	0,9	0,7
<b>Balance</b>					
Total Activos	7.920.521	6.110.102	5.406.544	3.988.778	3.434.343
Caja e Inversiones Corrientes	263.331	273.232	854.255	456.312	318.384
Deuda Corto Plazo	2.065.193	1.402.627	867.960	1.191.467	768.083
Deuda Largo Plazo	2.339.084	1.505.793	1.677.868	182.536	285.751
<b>Deuda Total</b>	<b>4.404.277</b>	<b>2.908.420</b>	<b>2.545.828</b>	<b>1.374.003</b>	<b>1.053.834</b>
Deuda asimilable al Patrimonio					
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>4.404.277</b>	<b>2.908.420</b>	<b>2.545.828</b>	<b>1.374.003</b>	<b>1.053.834</b>
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>4.404.277</b>	<b>2.908.420</b>	<b>2.545.828</b>	<b>1.374.003</b>	<b>1.053.834</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>1.369.923</b>	<b>1.537.230</b>	<b>1.661.610</b>	<b>1.700.945</b>	<b>1.628.439</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>5.774.200</b>	<b>4.445.650</b>	<b>4.207.438</b>	<b>3.074.948</b>	<b>2.682.273</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(262.231)	54.049	(66.300)	215.199	221.106
Variación del Capital de Trabajo	(760.568)	(698.294)	(504.888)	(277.321)	(145.568)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(1.022.799)	(644.245)	(571.188)	(62.122)	75.538
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(401.429)	(223.421)	(208.307)	(121.724)	(215.216)
Dividendos	0	(102.949)	(143.215)	(88.878)	(108.000)
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(1.424.228)</b>	<b>(970.615)</b>	<b>(922.710)</b>	<b>(272.724)</b>	<b>(247.678)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	15.334	118.228	176.257	0	0
Otras Inversiones, Neto	(20.977)	(36.214)	(16.943)	(15.994)	(9.620)
Variación Neta de Deuda	1.419.970	307.578	1.162.434	310.921	223.187
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>(9.901)</b>	<b>(581.023)</b>	<b>399.038</b>	<b>22.203</b>	<b>(34.111)</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
<b>Ventas Netas</b>	<b>10.689.358</b>	<b>7.546.631</b>	<b>5.809.142</b>	<b>4.666.392</b>	<b>4.048.918</b>
Variación de Ventas (%)	41,6%	29,9%	24,5%	15,3%	11,2%
<b>EBIT Operativo</b>	<b>725.741</b>	<b>589.406</b>	<b>578.430</b>	<b>449.033</b>	<b>370.061</b>
Intereses Financieros Brutos	612.518	762.829	553.410	265.959	202.490
<b>Resultado Neto</b>	<b>(122.301)</b>	<b>4.149</b>	<b>92.323</b>	<b>166.785</b>	<b>161.750</b>

El cálculo EBITDA realizado por la compañía difiere del cálculo realizado por FixScr en las Participaciones en los resultados netos de asociadas.

## 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 5 por hasta \$100 MM, ampliables hasta \$400 MM:**

- Monto: \$ 400.000.000.
- Moneda: Pesos
- Fecha de Emisión y Liquidación: 25 de julio de 2016.
- Vencimiento: 25 de julio 2019.
- Amortización: el capital de las Obligaciones Negociables se amortizará totalmente en un solo pago al vencimiento.
- Tasa de Interés: Las Obligaciones Negociables Clase 5 devengarán un interés trimestral a una tasa Badlar + 3.74%

### **Obligaciones Negociables Clase 7 por hasta \$100 MM, ampliables hasta \$600 MM:**

- Monto: \$ 350.000.000.
- Moneda: Pesos
- Fecha de Emisión y Liquidación: 24 de mayo de 2017.
- Vencimiento: 24 de mayo de 2020.
- Amortización: el capital de las Obligaciones Negociables se amortizará en totalmente en efectivo en un solo pago en la Fecha de Vencimiento.
- Tasa de interés: las Obligaciones Negociables Clase 7 devengarán un interés trimestral a una tasa Badlar + 4.09%.

- **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 **9 de octubre de 2017** confirmó en **categoría A(arg)** la calificación del Emisor y de las Obligaciones Negociables emitidas:

- Obligaciones Negociables Clase 5 por hasta \$ 150 MM, ampliable hasta \$ 400 MM.
- Obligaciones Negociables Clase 7 por hasta \$ 100 MM, ampliable hasta \$ 600 MM.

La perspectiva es **Estable**.

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías

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 agregará "(arg)".

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

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 23 de marzo 2017, disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) y 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.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

## Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público.

- Balances consolidados auditados hasta el 31/05/17, disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Informe del auditor externo a la fecha del último balance: Gladys Meich, n° mat 1776.
- Suplemento de precio de las ON Clase 5, 13/07/2016, disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Suplemento de precio de las ON Clase 6 y 7, 11/05/2017, disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

**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.