

## 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

Negativa

#### Resumen Financiero

	NIIF <sup>1</sup> 31/08/17	NIIF <sup>1</sup> 31/05/17
	3m	12m
Total Activos (\$ millones)	9.622	7.920
Deuda Financiera (\$ millones)	5.648	4.404
Ingresos (\$ millones)	2.929	10.689
EBITDA (\$ millones)	194	940
EBITDA (%)	6.6	8.5
Deuda/ EBITDA	7.2x	4.9x
Deuda Neta/EBITDA	6.9x	4.6x
EBITDA/ intereses	1.3x	1.5x

<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

**Baja de calificación:** La baja a A-(arg) desde A(arg) refleja la debilitada situación crediticia de Ledesma explicada por el sostenido declino de márgenes y el elevado nivel de apalancamiento. Al último cierre fiscal (mayo'17) el margen EBITDA declinó a 8.5 % desde 13.1% en 2014. A la misma fecha el recupero del sector azúcar y alcohol, impulsado por el fuerte recupero de los precios internacionales del azúcar y el incremento del 2% del bioetanol en el corte de naftas, no fueron suficientes para compensar las pérdidas en el segmento jugos y frutas y los reducidos márgenes en el segmento de papel. El Flujo de Caja Operativo (FCO) continuó mostrando una tendencia negativa denotando un desbalance en materia patrimonial y de flujos, con métricas que exceden los compromisos inicialmente asumidos en los principales contratos de deuda.

**Perspectiva negativa:** Ledesma exhibe una estructura de capital agresiva dada la volatilidad del negocio y los escasos beneficios derivados de la integración vertical de sus activos. A agosto'17 (3 meses) el margen EBITDA fue de 6.6 % y el ratio deuda a EBITDA fue de 7.2x que comparan negativamente contra 8.4 % y 5.4x respectivamente al mismo periodo del ejercicio precedente, las coberturas de intereses se ubican en torno a 1x. En diversos escenarios Fix estima un FCO que continuará negativo y necesidades de deuda incrementales, incluso asumiendo un contexto de precios favorable.

**Sólida posición competitiva en sector volátil:** El perfil operativo está determinado por un fuerte reconocimiento de marca con una extensa trayectoria y la integración vertical de todas las empresas del grupo cuyas actividades incluyen todos los eslabones de la cadena de valor agregado de la caña de azúcar. La rentabilidad de la compañía proviene principalmente de los segmentos Azúcar y Alcohol, fuertemente influenciados por factores exógenos inherentes a la industria y al país, volatilidad de precios y factores climáticos, que presionan sobre el flujo de la compañía.

#### Sensibilidad de la Calificación

La calificación podría bajar ante la continuidad de métricas crediticias débiles y con ello la generación de fondos en un contexto de deuda incremental. No se espera una suba de calificación en el corto plazo.

#### Liquidez y Estructura de Capital

**Limitada posición de liquidez:** A agosto'17(3 meses) la deuda total de Ledesma ascendió a \$ 5.648 MM, compuesta principalmente por deuda en moneda extranjera (40%), prefinanciación de exportaciones (20%) y obligaciones negociables (15%), la proporción restante son adelantos en cuenta corriente y deuda en moneda local. El 54% de la deuda total es deuda corriente. La posición de caja a dicha fecha fue de \$ 258 MM y cubre solo el 8 % de la deuda corriente. Del total de la deuda la mayor cantidad de vencimientos están concentrados en el año 2019.

## 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. Los ratios a ago'17 fueron estimados anualizando los resultados del trimestre.

### Resumen Financiero - Ledesma

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

Cifras consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Periodo

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	<u>ago-17</u>	<u>2017</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>
	3 Meses				
<b>Rentabilidad</b>					
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>194.815</b>	<b>904.975</b>	<b>739.763</b>	<b>735.218</b>	<b>613.124</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>6,6</b>	<b>8,5</b>	<b>9,8</b>	<b>12,7</b>	<b>13,1</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	25,6	6,1	24,5	11,6	15,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(39,6)	(13,3)	(12,9)	(15,9)	(5,8)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(57,2)	(8,4)	0,3	5,5	10,2
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,9	0,6	1,1	0,9	1,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,3	1,5	1,0	1,3	2,3
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,3	0,3	0,5	0,4
FGO / Cargos Fijos	2,9	0,6	1,1	0,9	1,8
FFL / Servicio de Deuda	(1,1)	(0,3)	(0,1)	(0,3)	(0,0)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,0)	(0,2)	0,0	0,3	0,3
FCO / Inversiones de Capital	(6,6)	(2,5)	(2,9)	(2,7)	(0,5)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,2	12,6	3,6	5,2	2,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,2	4,9	3,9	3,5	2,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	6,9	4,6	3,6	2,3	1,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,8	16,8	28,0	28,2	24,1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,54	0,47	0,48	0,34	0,9
<b>Balance</b>					
Total Activos	9.622.664	7.920.521	6.110.102	5.406.544	3.988.778
Caja e Inversiones Corrientes	258.577	263.331	273.232	854.255	456.312
Deuda Corto Plazo	3.068.705	2.065.193	1.402.627	867.960	1.191.467
Deuda Largo Plazo	2.579.679	2.339.084	1.505.793	1.677.868	182.536
<b>Deuda Total</b>	<b>5.648.384</b>	<b>4.404.277</b>	<b>2.908.420</b>	<b>2.545.828</b>	<b>1.374.003</b>
Deuda asimilable al Patrimonio					
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>5.648.384</b>	<b>4.404.277</b>	<b>2.908.420</b>	<b>2.545.828</b>	<b>1.374.003</b>
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>5.648.384</b>	<b>4.404.277</b>	<b>2.908.420</b>	<b>2.545.828</b>	<b>1.374.003</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>1.187.106</b>	<b>1.369.923</b>	<b>1.537.230</b>	<b>1.661.610</b>	<b>1.700.945</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>6.835.490</b>	<b>5.774.200</b>	<b>4.445.650</b>	<b>4.207.438</b>	<b>3.074.948</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	288.472	(262.231)	54.049	(66.300)	215.199
Variación del Capital de Trabajo	(1.293.839)	(760.568)	(698.294)	(504.888)	(277.321)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(1.005.367)	(1.022.799)	(644.245)	(571.188)	(62.122)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(153.406)	(401.429)	(223.421)	(208.307)	(121.724)
Dividendos	0	0	(102.949)	(143.215)	(88.878)
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(1.158.773)</b>	<b>(1.424.228)</b>	<b>(970.615)</b>	<b>(922.710)</b>	<b>(272.724)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	15.334	118.228	176.257	0
Otras Inversiones, Neto	(6.891)	(20.977)	(36.214)	(16.943)	(15.994)
Variación Neta de Deuda	1.160.910	1.419.970	307.578	1.162.434	310.921
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>(4.754)</b>	<b>(9.901)</b>	<b>(581.023)</b>	<b>399.038</b>	<b>22.203</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
<b>Ventas Netas</b>	<b>2.929.827</b>	<b>10.689.358</b>	<b>7.546.631</b>	<b>5.809.142</b>	<b>4.666.392</b>
Variación de Ventas (%)	38,5%	41,6%	29,9%	24,5%	15,3%
<b>EBIT Operativo</b>	<b>107.385</b>	<b>725.741</b>	<b>589.406</b>	<b>578.430</b>	<b>449.033</b>
Intereses Financieros Brutos	148.864	612.518	762.829	553.410	265.959
<b>Resultado Neto</b>	<b>(182.817)</b>	<b>(122.301)</b>	<b>4.149</b>	<b>92.323</b>	<b>166.785</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 noviembre de 2017** bajó hasta la **Categoría A-(arg)** desde la Categoría A(arg) la calificación del **Emisor** y de las Obligaciones Negociables emitidas por Ledesma S.A.A.I:

- 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 **Negativa**.

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 31/08/17, 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.