

Petroagro S.A. (Petroagro)

Informe Integral

Calificaciones

ON Clase II por hasta USD 5 MM
 ampliable hasta USD 10 MM

BBB-(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Consolidado	28/02/2019*	31/05/2018
(\$ miles)	9 meses	Anual
Total Activos	846.079	622.099
Deuda Financiera	391.597	345.042
Ingresos	890.640	493.157
EBITDA	225.088	110.084
EBITDA (%)	25,3	22,3
Deuda Total / EBITDA	1,3	3,1
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	0,8	1,7
(Deuda Neta Total - IRR) / EBITDA	0,5	0,4
EBITDA / Intereses	13,7	6,3

Los resultados con () se encuentran ajustados por inflación y no son comparables con períodos anteriores.*

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

Nicolás 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 Minguillón
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Concentración de contrapartes: El negocio no-GMO se encuentra en pleno desarrollo, con mercados fuertemente regulados. Debido a la naturaleza del negocio y escala de la compañía, la misma presenta una concentración del 70% de las ventas en dos clientes (Perdue y Adams Grains). Su relación de más de 10 años con empresas líderes y contratos anuales de venta, así como su trayectoria de cumplimiento ha contribuido ampliamente a mantener sus relaciones comerciales.

Volatilidad de precios y riesgo climático: Para cubrir parcialmente el riesgo climático, la compañía cubre los precios mediante contratos de pre-venta de su producción estimada. Además, Petroagro produce el 70% de su producción total (15.000 ha aproximadamente) a través de asociaciones con productores y el 30% en campos propios transfiriéndole parte de los riesgos a los productores asociados.

Flujo de fondos libre negativo: El 90% de las ventas de la compañía se concentran en el primer semestre del año y por lo tanto las necesidades de financiar capital de trabajo son importantes. A feb'19, la compañía reportó un Flujo Generado por operaciones (FGO) positivo de USD 1,7 MM. Durante los 9 meses del ejercicio 2019, la compañía reportó un Flujo de Fondos Libres (FFL) levemente positivo, debido a una variación del capital de trabajo positiva por USD 0.36 MM e inversiones de capital por USD 1,8 MM.

Sensibilidad de la Calificación

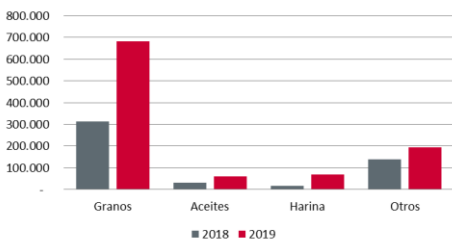
La calificación incorpora la expectativa de que Petroagro mantenga una fuerte posición de liquidez a la luz de su exposición a riesgo climático y concentración de contrapartes. La calificación podría verse presionada a la baja ante una estrategia de crecimiento agresiva, que implique fuertes necesidades de financiar capital de trabajo e inversiones apalancadas en niveles de deuda mayores a los esperados.

Liquidez y Estructura de Capital

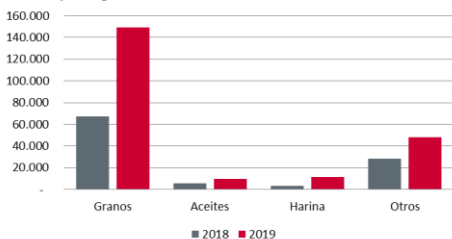
Elevada liquidez: A feb'19, la posición de caja e inversiones corrientes era de USD 2,3 MM que, junto a Inverentarios de Rápida Realización (IRR) por USD 3,8 MM, cubrían el 74% de la deuda de corto plazo que ascendía a USD 8,2 MM. FIX asume que Petroagro mantendrá una elevada posición de liquidez frente a la concentración de sus compromisos.

Menor apalancamiento: A feb'19 (9 meses), la deuda financiera alcanzó los USD 10 MM, 19% menor que al cierre del ejercicio fiscal 2018, concentrándose el 82% en el corto plazo con ratios de deuda/EBITDA de 1,4x y cobertura de intereses de 13,3. Aproximadamente el 80% de la deuda total se encontraba en moneda extranjera y estaba compuesta principalmente por Obligaciones Negociables en USD (69% del total). La compañía posee servicios de deuda en octubre 2018 y enero 2019 correspondientes a la ON Clase I por un total de aproximadamente USD 7 millones. La compañía planea emitir la ON Clase II por USD 5 MM ampliable a USD 10 MM, para financiar capital de trabajo y cancelación de pasivos.

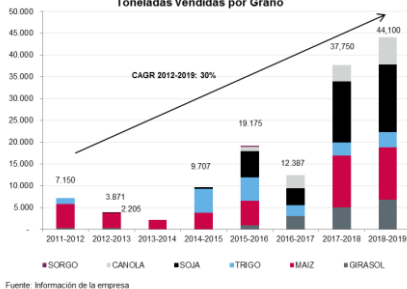
Ventas por segmentos ARS



EBITDA por segmentos ARS

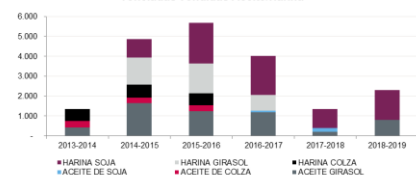


Toneladas Vendidas por Grano



Fuente: Información de la empresa

Toneladas Vendidas Aceite/Harina



Fuente: Información de la empresa

Perfil del Negocio

Petroagro es una de las empresas integrantes de Holding Areco, un grupo de empresas familiar establecida desde 1981 en Carmen de Areco. Holding Areco se compone de cuatro empresas: Petroagro, Areco Semillas, Special Grains y la SGR Aval Fertil (calificada por Fix Scr en “BBB+” perspectiva estable).

Petroagro S.A. se dedica a la producción y comercialización de alimentos no modificados genéticamente (GMO) y sus principales contrapartes son Perdue y Adams Grains con las que establecen contratos de venta por campaña. Dicho mercado presenta ciertas barreras de entrada; relacionadas a la elección de tierras libres de cultivos GMO, control de contaminación cruzada y agroquímicos, y a las certificaciones internacionales que avalan a la compañía.

Producción a campo de cultivos certificados no-GMO (Genetically Modified Organisms):

La compañía sembró aproximadamente 18.000 hectáreas para la campaña 2018/2019. El 70% de la producción se realiza bajo convenios con productores, donde estos últimos se comprometen a sembrar la superficie bajo un protocolo de producción impuesto y monitoreado por Petroagro. A la cosecha, el productor entrega el 100% de lo producido a Petroagro. El 30% de la producción restante se realiza en campos propios y arrendados. Bajo este esquema de producción, la compañía logra reducir riesgos y diversificarse geográficamente.

Petroagro posee un contrato de licencias de largo plazo con la compañía americana Schillinger Genetics Inc, la cual le provee la semilla libre de GMO.

La compañía evidenció un crecimiento anual compuesto (CAGR) de las toneladas vendidas de grano de 2012 a 2019 del 30%.

Los principales clientes son:

- Perdue: relación comercial superior a 5 años. Petroagro representa el 5% de la compra de grano de Perdue a nivel mundial.
- Adams Grains(vegetables y Oils): relación comercial superior a 15 años. Petroagro representa el 15% de la compra de Adams a nivel mundial.

La condición de venta para los granos es CAD (Cash Against Documents) y cuenta con condiciones de cancelación o incumplimiento por calidad de semilla, humedad, presencia de semillas GMO, etc.

Para llevar adelante la producción Petroagro posee plantas certificadas y destinadas solo para el ingreso de granos con trazabilidad que tiene una Aduana en planta que permite reducir costos. La capacidad de acopio es de 40.000 tn, de las cuales 10.000 tn se concentran en dos plantas propias y las demás en arrendadas.

Molienda de granos para producción de aceite y harinas:

Petroagro cuenta con una planta de producción de aceite con una capacidad productiva de 5.000 tn. La compañía actualmente solo produce 1.500 tn de aceite. La producción de aceite tiene como subproducto la harina.

Se exporta aceite y harina de canola, girasol y soja principalmente a Estados Unidos bajo contratos anuales.

De 2014 a 2019 la compañía tuvo un CAGR de 13%, sin embargo en 2018 hubo una caída del en las toneladas, recuperándose para el ejercicio 2019.

Feed lot:

La superficie total es de 22 has. y posee un promedio anual de 3.500 cabezas permanentes, con capacidad hasta 4.000. El stock permanente se rota 3 veces al año por lo que siempre se proyecta un volumen de compra-venta y engorde que alcanzaría las 10.500 cabezas anuales.

Las ventas se realizan en el mercado local y la condición de venta típica es el pago a 15 días una vez entregada la mercadería. Los principales clientes son dos frigoríficos: Ganadera San Roque S.A. y Frigorífico Runfo S.A.

Estructura de costos

Petroagro es una empresa integrada. Los costos asociados a las semillas son aproximadamente el 60% de los costos totales. Son importantes también los costos asociados a la exportación, 10% del total de costos. La compañía posee una aduana en planta que le permite reducir el costo de exportación. Los costos fijos son los asociados a personal y la estructura, los demás costos depende del nivel de producción.

Estacionalidad del negocio

La estacionalidad del negocio depende del ciclo de los cultivos. Sin embargo, Petroagro pre- vende el 80% de la futura cosecha durante los meses de julio a septiembre, esta proporción es tal debido a la incertidumbre inherente al sector en cuanto a rendimiento.

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 y son afectados por las condiciones climáticas de cada región, la estacionalidad de las producciones y el nivel de inventarios.

Petroagro opera con productores asociados, reduciendo la exposición a los mencionados riesgos. Las condiciones climáticas pueden afectar los rindes y la calidad del grano sembrado. Para reducir el riesgo de rinde, Petroagro solo acuerda la preventa del 80% de su producción estimada, dándole flexibilidad para cumplir con sus contratos.

En años anteriores, la inflación y el retraso cambiario, acompañados de condiciones climáticas desfavorables, repercutieron de forma negativa en la producción agrícola. Para los próximos ejercicios, en cambio, se esperan niveles de producción normalizados aunque aún son inciertas las consecuencias que tendrán los efectos climáticos y variables fuera del control de la compañía.

Posición competitiva

En el mundo existe una cultura muy fuerte de consumo de productos no-GMO, en Argentina solo 0.5% del área total sembrada es no transgénica, principalmente por el elevado conocimiento requerido para la producción y comercialización de este tipo de cultivos. Las normas de trazabilidad a lo largo del ciclo y en las tapas posteriores a la cosecha deben garantizar un producto sin contaminación. Actualmente Petroagro y Special Grains una participación importante en el mercado de exportación de este tipo de granos y compiten con otras empresas como Kumagro y Rivara.

Los commodities transgénicos son los principales competidores, aunque, si bien los cultivos no transgénicos suelen tener un rinde menor, la prima de precio es superior.

Estrategia

Hacia el próximo cierre, la compañía cuenta con todas las ventas consolidadas y hacia adelante la estrategia operativa, no es tanto incrementar el área sembrada sino continuar integrando el negocio verticalmente agregando valor a las materias primas. Las principales inversiones del grupo actualmente están orientadas a la expansión de la capacidad de acopio y procesamiento de granos para la exportación. Petroagro se encuentra trabajando en la apertura de nuevos mercados en Europa y Asia.

Administración y calidad de los accionistas

Petroagro es una compañía familiar de capitales nacionales. Históricamente, ha sido administrada en forma conservadora, con inversiones realizadas con el flujo generado por el negocio. Sus accionistas son Roberto Coronel (63%) y su esposa Velia Ines Garcia (37%).

Los balances son auditados por Deloitte S.A. bajo Normas Contables Profesionales argentinas.

Factores de Riesgo

- Negocio agropecuario sujeto a la volatilidad en los precios de los granos y a factores climáticos que determinan los rindes de cada campaña.
- Negocio de alimentos no-GMO en pleno desarrollo.
- Concentración de contrapartes.
- Estacionalidad de las ventas. Las ventas del sector agropecuario se encuentran concentradas post cosecha, lo que le demanda elevadas necesidades de financiar capital de trabajo.
- Baja diversificación del área geográfica. La totalidad de la producción de Petroagro se encuentra en la zona núcleo del país, no obstante parte de este riesgo se lo transfiere a sus productores asociados.
- Políticas gubernamentales. El sector agropecuario se encuentra expuesto a la inestabilidad política argentina a través de la interferencia gubernamental como las retenciones o la limitación del cupo exportador.

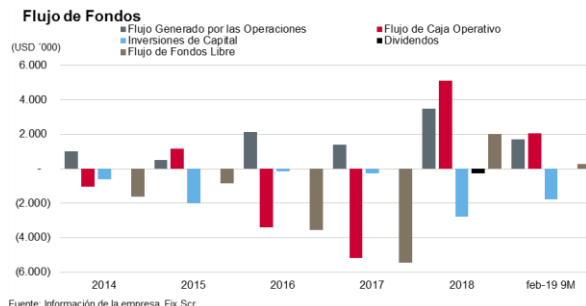
Perfil Financiero

Rentabilidad

La rentabilidad de la compañía proviene principalmente de los segmentos de grano a granel no-GMO. En el ejercicio 2018, la compañía detentó ventas y EBITDA por USD 26 MM y USD 6 MM respectivamente, que compara contra USD 22 MM y USD 3 MM respectivamente. A feb-19, la compañía tuvo ventas y EBITDA por USD 24 MM y USD 6 MM, debido a un aumento en las toneladas vendidas en promedio del 17% en la venta de granos e importante aumento en las toneladas vendidas en la venta de aceite. FIX espera que los precios de los granos se mantengan estables y los volúmenes de la compañía aumenten en promedio 15%, con EBITDA normalizado de la compañía que se ubique en torno a USD 6 MM.

Flujo de fondos

A feb-19, Petroagro obtuvo un Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo de USD 0.2 MM, con Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de USD 1.7 MM, debido a la revalorización de inventarios, a feb'19, la variación del capital de trabajo de Petroagro fue positiva. A su vez, la compañía financió inversiones de capital por \$ 1.8 MM. Las fluctuaciones que exhibe el flujo de fondos se explican principalmente por las altas necesidades de capital de trabajo. FIX prevé que la compañía continúe arrojando FFL negativo presionado por las fuertes necesidades de capital de trabajo.



Liquidez y estructura de capital

A feb-19, Petroagro exhibió un nivel de deuda financiera que se ubicó en USD 10 MM y detentaba una relación deuda total/EBITDA de 1.3x. Tomando en cuenta la existencia de Inventarios de Rápida Realización por USD 4 MM y una caja e inversiones corrientes por USD 2 MM, la relación deuda neta de caja y de inventarios sobre EBITDA fue de 1,0x. Asimismo, el hecho de que gran parte de la deuda se encontraba nominada en USD, y ante una tasa promedio de 5,5%, la buena cobertura de intereses fue de 13,7x. A feb-19 la deuda, estaba compuesta principalmente por la Obligación negociable (69%), préstamos bancarios (13%) y deudas por adquisición de activos (17%). El 82% de la deuda total es deuda corriente.

No obstante, Petroagro cuenta con IRR que le brindan soporte a la deuda, por lo tanto esperamos que la deuda neta de IRR medida por EBITDA se ubique por debajo de 0,8x.

Los accionistas no tienen una política de distribución de dividendos. Fix estima que no haya una distribución de dividendos en los próximos ejercicios. Históricamente los resultados del ejercicio se capitalizaron.

A feb-19, Petroagro contaba con caja y equivalentes por USD 2 MM e IRR por USD 4 MM mientras que la deuda de corto plazo se ubicaba en USD 8 MM, los IRR le dan soporte a una liquidez adecuada. Asimismo, la empresa contaba con cuentas a cobrar por \$ 4 MM, que dada la calidad crediticia de sus contrapartes, presentan una baja probabilidad de incobrabilidad.

Fondeo y flexibilidad financiera

Petroagro cuenta con un acceso adecuado al mercado de crédito. La compañía cuenta con líneas de crédito aprobadas con bancos en el mercado local. Adicionalmente, la compañía ha obtenido fondos a través del descuento de cheques. La emisión de la ON Serie le permitirá refinanciar deuda de corto plazo y mejorar el perfil de la deuda.

Anexo I. Resumen Financiero

Los resultados con (*) se encuentran ajustados por inflación y no son comparables con períodos anteriores.

Resumen Financiero - Petroagro S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Mayo)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

	NIIF 9 meses	NIIF 12 meses	NIIF 12 meses	NIIF 12 meses	NIIF 12 meses	NIIF 12 meses	NIIF 12 meses
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	39,00	24,95	16,14	14,01	8,99	8,08	5,28
Tipo de Cambio Promedio	39,00	18,62	15,29	11,57	8,53	6,58	4,85
Período	feb-19*	2018	2017	2016	2015	2014	2013

Rentabilidad							
EBITDA Operativo	225.088	110.084	50.171	51.887	14.189	10.981	4.750
Margen de EBITDA	25,3	22,3	15,2	15,4	6,1	8,6	5,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,7	17,4	11,7	20,4	14,5	24,7	13,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,2	7,7	(25,2)	(12,3)	(3,1)	(8,5)	(3,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	16,1	48,9	39,3	64,1	19,7	17,4	

Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,0	4,7	2,7	4,8	1,9	2,8	2,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	13,7	6,3	3,9	8,0	3,2	3,0	2,7
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	13,7	6,3	3,9	8,0	3,2	3,0	2,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,7	0,8	0,2	0,5	0,6	0,7	0,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,7	0,8	0,2	0,5	0,6	0,7	0,4
FGO / Cargos Fijos	5,0	4,7	2,7	4,8	1,9	2,8	2,3
FFL / Servicio de Deuda	0,1	0,4	(0,3)	(0,4)	(0,1)	(0,5)	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,4	1,4	(0,3)	(0,2)	0,0	(0,4)	0,3
FCO / Inversiones de Capital	1,2	1,8	(20,4)	(20,7)	0,6	(1,7)	(0,9)

Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	3,6	4,2	6,2	3,2	3,7	1,8	2,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,3	3,1	4,2	1,9	2,2	1,7	2,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	1,9	3,8	1,6	2,0	1,5	1,2
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	1,3	3,1	4,2	1,9	2,2	1,7	2,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	1,0	1,9	3,8	1,6	2,0	1,5	1,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,5	8,2	8,2	10,1	17,9	25,0	
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	82,2	36,1	92,0	89,8	63,4	65,4	87,0

Balance							
Total Activos	846.079	622.099	475.325	280.602	106.223	59.319	46.958
Caja e Inversiones Corrientes	88.690	136.913	18.423	14.457	2.833	1.529	5.116
Deuda Corto Plazo	322.086	124.568	194.223	88.221	19.907	11.913	9.579
Deuda Largo Plazo	69.511	220.474	16.990	10.005	11.493	6.300	1.429
Deuda Total	391.597	345.042	211.213	98.226	31.400	18.213	11.007
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	391.597	345.042	211.213	98.226	31.400	18.213	11.007
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	391.597	345.042	211.213	98.226	31.400	18.213	11.007
Total Patrimonio	260.135	128.951	79.107	53.514	27.843	23.111	19.412
Total Capital Ajustado	651.732	473.993	290.320	151.740	59.243	41.324	30.419

Flujo de Caja							
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	66.123	65.047	21.290	24.500	4.162	6.539	2.314
Variación del Capital de Trabajo	14.255	29.660	(100.521)	(63.856)	5.863	(13.360)	(3.761)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	80.378	94.707	(79.231)	(39.356)	10.025	(6.822)	(1.447)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(69.469)	(51.911)	(3.884)	(1.900)	(17.237)	(3.971)	(1.579)
Dividendos	0	(5.000)	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	10.909	37.796	(83.116)	(41.256)	(7.212)	(10.793)	(3.026)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	10.135	(49.938)	(27.287)	(16.035)	0	0	0
Variación Neta de Deuda	(69.267)	131.132	114.868	69.316	8.816	7.206	6.226
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	(500)	(500)	(400)	(300)	0	(100)
Variación de Caja	(48.223)	118.490	3.966	11.625	1.303	(3.587)	3.100

Estado de Resultados							
Ventas Netas	890.640	493.157	329.520	336.624	233.394	127.522	86.378
Variación de Ventas (%)	NA	21,7	(2,1)	44,2	83,0	47,6	
EBIT Operativo	215.400	100.961	47.414	49.272	12.127	9.646	3.919
Intereses Financieros Brutos	16.392	17.471	12.720	6.514	4.439	3.651	1.746
Resultado Neto	26.794	58.040	26.093	26.071	5.031	3.699	2.177

Otros Indicadores							
IRR	148.423	161.398	137.369	69.457	22.678	18.459	15.371
Deuda Total Neta de IRR	243.174	183.644	73.844	28.769	8.722	(246)	(4.364)
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	0,8	1,7	1,5	0,6	0,6	(0,0)	(0,9)
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	0,5	0,4	1,1	0,3	0,4	(0,2)	(2,0)
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	73,6	239,5	80,2	95,1	128,1	167,8	213,9
Deuda Corto Plazo / IRR	2,2	0,8	1,4	1,3	0,9	0,6	0,6

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

La compañía planea la emisión de la siguiente Obligación Negociable:

Obligación Negociable Clase II

Monto Autorizado:	USD 5 millones ampliable a USD 10 millones
Monto Emisión:	A emitir
Moneda de Emisión:	Dólar Americano
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	A los 18 meses de la fecha de emisión
Amortización de Capital:	2 cuotas. 50% 15 meses desde la fecha de emisión y 50% al vencimiento.
Intereses:	A licitar
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración Capital de Trabajo y/o cancelación de deuda.
Garantías:	Areco Semillas S.A. y Specials Grains S.A.
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

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 julio de 2019**, asignó en la **Categoría BBB-(arg)** a la calificación de Obligaciones Negociables Clase II por hasta USD 5 MM ampliable hasta USD 10 MM a emitir por Petroagro S.A..

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.

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado:

- Balances hasta el 28/02/2019 (trimestral).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte S.C.
- Información de gestión provista por la compañía.
- Suplemento de Prospecto borrador de emisión de Obligaciones Negociables Clase II.

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 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.