

INFORME DE CALIFICACIÓN

09 de abril de 2021

[Informe de revisión completo](#)

CALIFICACIONES ACTUALES (*)

Calificación de emisor en moneda local (ML) A.ar/EST

Calificación de emisor en moneda extranjera (ME) A-.ar/EST

Calificación de deuda subordinada en moneda extranjera (ME) BBB+.ar/EST

Calificación de emisor en moneda local (ML) de corto plazo RET

CALIFICACIONES ANTERIORES (*)

Calificación de emisor en moneda local (ML) A.ar/EST

Calificación de emisor en moneda extranjera (ME) A-.ar/REV⁽¹⁾

Calificación de deuda subordinada en moneda extranjera (ME) BBB+.ar/REV⁽¹⁾

Calificación de emisor en moneda local (ML) de corto plazo ML A-1.ar

(1) Las calificaciones se encuentran en revisión a la baja

(*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Registro No. 3 de la Comisión Nacional de Valores.

Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección Información complementaria, al final de este reporte.

CONTACTOS

Pablo Artusso +54.11.5129.2656
Assistant Vice President Analyst
Pablo.artusso@moodys.com

Eliana Gomez Barreca +54.11.5129.2625
Associate Analyst
elianagomezbarreca@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Argentina / Uruguay +54.11.5129.2600

Compañía General de Combustibles S.A.

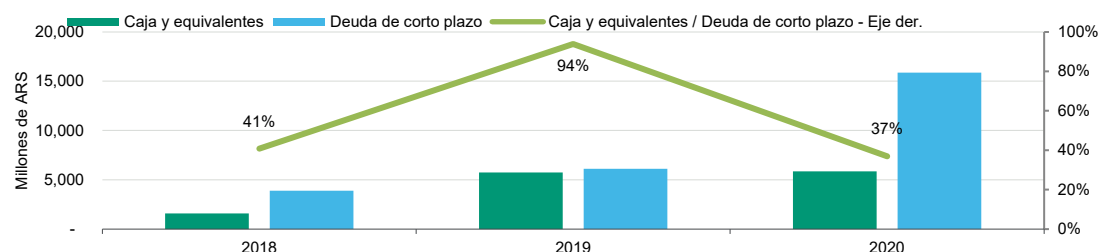
Principales Indicadores

	2020	2019	2018
Indicadores			
EBITDA ⁽¹⁾ / Ventas netas	60,9%	57,4%	49,2%
EBIT ⁽²⁾ / Ventas netas	30,4%	32,1%	28,6%
Deuda ⁽³⁾ / EBITDA ⁽¹⁾	1,9x	1,5x	1,9x
CFO ⁽⁴⁾ / Deuda ajustada ⁽³⁾	26,8%	55,6%	27,3%
EBITDA ⁽¹⁾ / Gastos financieros ⁽⁵⁾	4,8x	6,9x	5,7x
EBIT ⁽²⁾ / Gastos financieros ⁽⁵⁾	2,4x	3,8x	3,3x
Activo corriente / Pasivo corriente	99,8%	164,3%	145,5%
Millones de ARS			
Ventas netas	31.286	42.041	27.433
Deuda ajustada ⁽³⁾	36.517	36.814	26.025
CFO ⁽⁴⁾	9.771	20.114	7.106
Patrimonio neto	24.064	26.166	15.157

⁽¹⁾ EBITDA es la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización; ⁽²⁾ EBIT es la utilidad antes de intereses e impuestos; ⁽³⁾ Se considera la deuda ajustada; ⁽⁴⁾ CFO es el flujo de efectivo operativo; ⁽⁵⁾ Contempla gastos de intereses, se utiliza gastos financieros totales cuando la compañía no reporta el detalle.

Compañía General de Combustibles ("CGC") es una compañía de capital cerrado del grupo Corporación América, líder en el mercado energético argentino, dedicada al desarrollo, exploración y producción de gas y petróleo y, en menor medida, de gas licuado de petróleo. Las actividades de upstream de CGC se concentran en la Cuenca Austral y la Cuenca del Noroeste, mientras que la sociedad mantiene negocios en el segmento de midstream, principalmente a través de su participación en Transportadora de Gas del Norte S.A. ("TGN"), GasAndes Argentina, GasAndes Chile y Transportadora de Gas del Mercosur S.A. ("TGM"). CGC presenta una escala operativa mediana y una adecuada posición competitiva como el quinto productor de gas de la Argentina.

FIGURA 1: LIQUIDEZ



Fuente: Estados financieros de CGC.

Resumen

Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A. ("Moody's Local Argentina") afirma a Compañía General de Combustibles S.A. ("CGC") una calificación de emisor en moneda local en A.ar con perspectiva estable. Asimismo, afirma una calificación de emisor en moneda extranjera en A-.ar y una calificación de deuda subordinada en moneda extranjera de BBB+.ar y les asigna perspectiva estable.

La perspectiva estable de la calificación de emisor en moneda local refleja que no se esperan cambios significativos en los fundamentos crediticios de la compañía en el corto y mediano plazo. La confirmación de las calificaciones en moneda extranjera con perspectiva estable, refleja que, a pesar de las limitaciones al acceso al Mercado Único y Libre de Cambios (MULC) impuestas por el Banco Central de la República Argentina (BCRA), consideramos que la compañía no posee vencimientos de deuda afectados, y que el actual perfil de vencimientos de la compañía mitigan el riesgo de refinanciación en esa moneda en el corto plazo.

Las calificaciones de CGC reflejan la exposición de la compañía a las políticas del sector energético en Argentina, así como su mediana escala operativa y su adecuada posición competitiva como el quinto productor de gas de la Argentina y principal operador de la Cuenca Austral. Las calificaciones incorporan, asimismo, el bajo riesgo de demanda en el mediano plazo dada la elevada concentración de la matriz energética argentina en combustibles fósiles, especialmente el gas natural, y el menor grado de incertidumbre en precios luego de la adjudicación del Plan Gas IV que establece un precio promedio de USD 3,5 por MMBTU hasta 2024, por encima del *breakeven* de la industria. Moody's Local Argentina considera que el perfil crediticio de CGC se encuentra parcialmente limitado por su elevada exposición a las débiles condiciones macroeconómicas en Argentina y su bajo nivel de vida de reservas probadas en relación a sus principales competidores.

Las calificaciones de deuda subordinada incorporan, adicionalmente, el mayor riesgo relativo respecto de la deuda senior no garantizada emitida por la compañía. Luego del canje por las ONs Clase 17, las Obligaciones Clase A presentan un menor grado de protección principalmente debido a la ausencia de cláusulas de incumplimiento cruzado con el resto de la deuda emitida, mientras que las Obligaciones Negociables Clase 10 no tienen recurso contra la compañía y su repago depende de los dividendos distribuidos por sus principales subsidiarias, Transportadora de Gas del Norte (TGN), GasAndes Argentina y GasAndes Chile. No obstante, Moody's Local considera que dado bajo nivel de capital vigente no amortizado por menos de USD 10 millones y la garantía de las acciones de Gasinvest S.A. en dichas subsidiarias, existe un bajo riesgo de repago adicional respecto de la deuda senior.

Para 2021, Moody's Local Argentina espera que la compañía presente una recuperación en su nivel de ventas en torno a USD 414 millones, con un EBITDA estimado en USD 218 millones. No obstante, luego de la finalización de la Resolución 46 y la entrada en vigencia para la compañía en el Plan Gas IV con un precio de USD 3,5 por MMBTU, esperamos que la generación de EBITDA se ubique en un promedio anual para el período 2022-2024 en torno a los USD 156 millones, consistente con un plan de inversiones promedio anual en torno a los USD 100 millones y un pago de intereses anual promedio en torno a los USD 29 millones.

Para el período 2021-2024, Moody's Local Argentina estima que CGC presentará ratios de endeudamiento en torno a 2,0x EBITDA, en línea con una menor generación de fondos, mitigada en gran medida por menores necesidades de inversión. Luego del reperfilamiento de su estructura de deuda en 2020, y dadas nuestras expectativas de una generación de fondos libres neutra a positiva, esperamos que la compañía reduzca gradualmente su endeudamiento neto a valores cercanos a 1,0x-1,2x EBITDA, por debajo del promedio de la industria.

Las calificaciones en moneda extranjera (ME) asignadas por Moody's Local Argentina contemplan el riesgo incremental que implica la exposición a las variaciones de tipo de cambio, las potenciales restricciones regulatorias para el acceso a la

adquisición de divisas para el pago de deudas y el contexto macroeconómico actual con las correspondientes expectativas en relación a la disponibilidad de divisas durante el plazo de vigencia de las obligaciones calificadas. Al analizar estos riesgos incrementales en relación a las calificaciones en moneda local (ML), también se ha contemplado la existencia de posibles mitigantes como la disponibilidad de recursos del emisor, niveles de cobertura a través de instrumentos derivados y/o por la naturaleza del tipo de ingresos y flujos de fondos que se correspondan con las obligaciones calificadas, como así también la existencia de cláusulas particulares y/o protecciones estructurales como garantías y fondos de reservas, emergentes de los documentos de cada instrumento de deuda en particular.

Descripción del emisor

Compañía General de Combustibles ("CGC") es una compañía capital de cerrado del grupo Corporación América, líder en el mercado energético argentino, dedicada al desarrollo, exploración y producción de gas y petróleo y, en menor medida, de gas licuado de petróleo. Las actividades de upstream de CGC se concentran en la Cuenca Austral y la Cuenca del Noroeste, mientras que la sociedad mantiene negocios en el segmento de midstream, principalmente a través de su participación del 28,23% en Transportadora de Gas del Norte S.A. ("TGN"), del 39,99% tanto en GasAndes Argentina como en GasAndes Chile (operadores del gasoducto GasAndes en Argentina y Chile respectivamente) y del 15,78% en Transportadora de Gas del Mercosur S.A. ("TGM"). CGC es el accionista co-controlante de la mayor red de transporte de gas del norte y centro-oeste del país, con conexión con Chile, Bolivia y Brasil, y es líder en la producción de gas en la Cuenca Austral argentina, con participaciones en yacimientos de petróleo y gas a lo largo de doce áreas que cubren un total de 7,6 millones de acres brutos y 5,5 millones de acres netos.

CGC forma parte de Corporación América desde el año 2013 luego de que el holding adquiriera el 70% de la compañía a través de la sociedad española Latin Exploration S.L.U. Corporación América es un holding que posee inversiones tanto en Latinoamérica como en Europa en sectores como aeropuertos, agroindustria, energía, infraestructura, servicios y tecnología.

El directorio de la sociedad está compuesto por nueve directores titulares y seis suplentes, de los cuales uno reviste el carácter de independiente. La sociedad cuenta, adicionalmente, con una comisión fiscalizadora compuesta por tres síndicos titulares.

Fortalezas crediticias

- » Bajo riesgo de demanda en el mediano plazo: la matriz energética argentina se encuentra concentrada y es dependiente de combustibles fósiles, principalmente del gas natural
- » Mediana escala y adecuada posición competitiva: CGC se encuentra entre los cinco mayores productores de gas de la Argentina y es el principal operador, con actividades de exploración y explotación, de la Cuenca Austral
- » Perfil de vencimientos adecuado luego de la refinanciación del préstamo sindicado y del canje de sus Obligaciones Clase A

Debilidades crediticias

- » Elevada exposición a las débiles condiciones macroeconómicas en Argentina y al marco regulatorio local
- » Bajo nivel de vida de reservas probadas en relación a sus principales competidores
- » Producción concentrada en el yacimiento Campo Indio Este-El Cerrito, en la Cuenca Austral

Análisis de los factores estándares de calificación

Estabilidad del sector

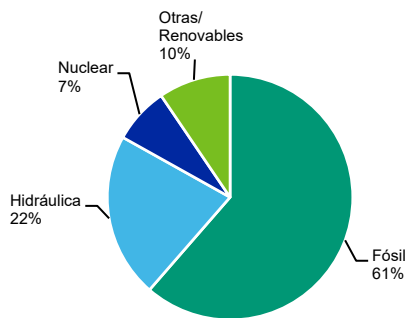
CGC desarrolla sus actividades en la industria de petróleo y gas, que tienen naturaleza volátil. Moody's Local Argentina considera que cambios en las condiciones económicas, políticas y regulatorias del país tienen y seguirán teniendo un impacto significativo en la generación de ingresos y en los planes de inversión de la compañía. Históricamente, el gobierno argentino ha intervenido en el sector energético local con controles de precios del petróleo en boca de pozo, impuestos y restricciones a la exportación y requerimientos regulatorios para abastecer el mercado interno.

El sector de petróleo y gas en Argentina se encuentra regulado y expuesto a los efectos del coronavirus. La cuarentena obligatoria produjo una fuerte caída en el nivel de actividad que impactó negativamente en la demanda de combustibles y, consecuentemente, en los precios locales. Las compañías de upstream se encuentran expuestas a la volatilidad de los precios internacionales del petróleo y del gas en el caso de sus exportaciones, mientras que en el mercado local presentan exposición al marco regulatorio respecto de los precios locales del barril y a los planes de incentivos de producción de gas.

Moody's Local Argentina considera que la adjudicación del Plan Gas IV generará una mayor estabilidad y previsibilidad en la generación de fondos de las compañías productoras de gas durante el período 2021-2024, aunque a un precio promedio de USD 3,5 por millón de BTU, menor al promedio vigente por la resolución 46 que finaliza en diciembre de 2021.

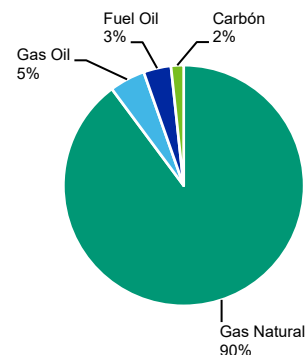
Adicionalmente, consideramos que el riesgo de demanda se encuentra en gran medida acotado por la elevada dependencia de la matriz energética argentina hacia combustibles fósiles, especialmente hacia el gas natural.

FIGURA 2: Generación neta del Mercado Eléctrico Mayorista - 2020



Fuente: CNEA

FIGURA 3: Consumo de combustibles fósiles - 2020



Fuente: CNEA.

Para los próximos 12-18 meses, esperamos que las empresas del sector reduzcan su plan de inversiones. Las actividades de perforación se vieron fuertemente reducidas desde agosto de 2019 y han comenzado a recuperarse gradualmente desde junio de 2020 luego de la flexibilización de la cuarentena y el comienzo del rebote en el nivel de actividad de algunos sectores esenciales y no esenciales.

Los precios en el mercado local son establecidos mediante negociaciones entre los productores, los refinadores y el gobierno nacional. En mayo de 2020, el gobierno declaró un precio de referencia de 45 dólares por barril de petróleo, por encima del *breakeven* de la industria. Hacia adelante, esperamos un precio normalizado de entre 55 y 60 dólares por barril.

Escala

Moody's Local Argentina considera que CGC tiene una mediana escala operativa en el segmento de upstream local y una adecuada posición competitiva en el segmento de midstream, principalmente a través de su participación en Transportadora de Gas del Norte, GasAndes Argentina y GasAndes Chile.

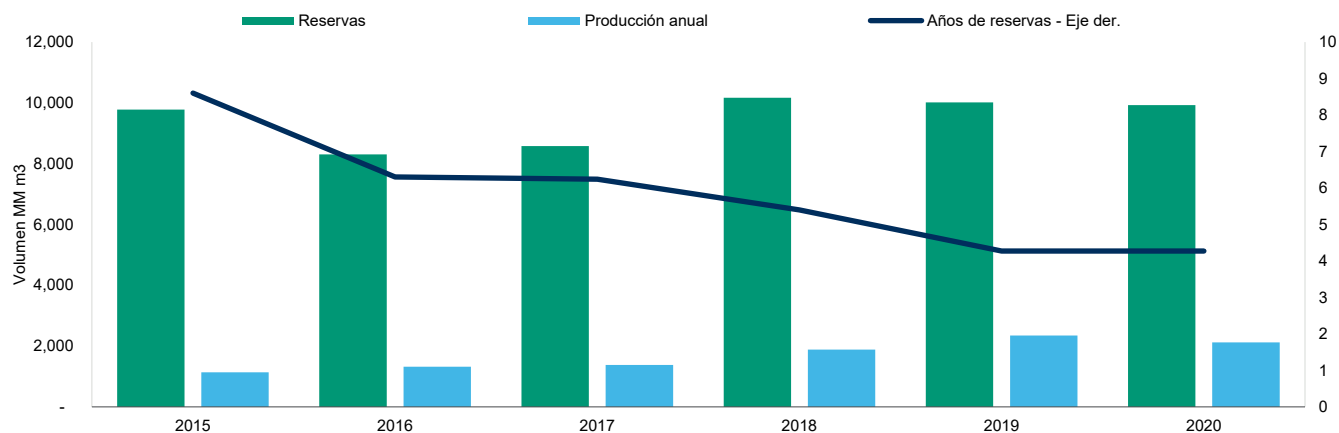
En el año 2020, las reservas probadas de CGC disminuyeron un 0,9%, a 9.921 MMm3 desde 10.013 MMm3. El 87% de las reservas probadas corresponden a reservas de gas, con un índice de reemplazo del 104%, mientras que el 13% restantes son de petróleo y líquidos, con una tasa de reemplazo de sólo 74%. Las reservas de CGC están concentradas en la Cuenca Austral, en la que es el principal operador con 26 concesiones de explotación y 3 permisos de exploración.

El 68% de las reservas de CGC provienen de recursos no convencionales lo que ofrece a la compañía una fuente de crecimiento a mediano plazo. Sin embargo, el desarrollo de los recursos no convencionales en Argentina es capital intensivo y requiere del conocimiento de las técnicas de perforación horizontal y de fractura hidráulica, y de un adecuado acceso al financiamiento.

En 2020, las inversiones de la compañía alcanzaron un total de USD 88 millones, un 68% inferiores a las inversiones realizadas durante el ejercicio de 2019, mientras que para el ejercicio cerrado en 2021 esperamos un nivel de inversión en torno a los USD 170 millones, mayor a 2020 pero menor al promedio de años anteriores, en línea con una menor capacidad de generación de caja, especialmente a partir de 2022 y captación de fondos externos dado el contexto económico

desafiante de Argentina, resultado de la recesión económica, y el limitado acceso al financiamiento proveniente de instituciones financieras locales e internacionales, y a un mercado de capitales internacional virtualmente cerrado.

FIGURA 4: Evolución del stock y años de reserva



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información de CGC.

Perfil de negocios

En los últimos años, los ingresos de CGC se han concentrado en la venta de gas, con una participación de alrededor del 85% sobre el total consolidado. Luego de la compra de los activos de Petrobrás Argentina y de las inversiones en exploración, la compañía ha logrado más que duplicar la producción diaria de gas a 36,5 Mboe diarios al cuarto trimestre de 2019 desde los 17,8 Mboe al tercer trimestre de 2017.

FIGURA 5: Ingresos por mercado – 2020

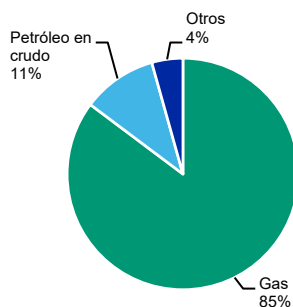
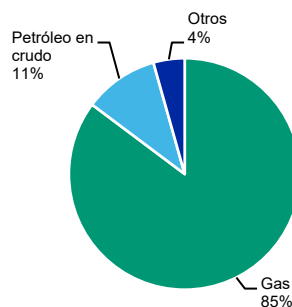


FIGURA 6: Ingresos por segmento - 2020



Fuente: Moody's Local Argentina en base a los estados financieros de CGC.

Actualmente, la mayor parte de la producción y reservas de hidrocarburos de CGC se concentra en la Cuenca Austral. Dicha cuenca cubre parte de las provincias de Santa Cruz y Tierra del Fuego, el estrecho de Magallanes y la región sudoeste de Chile. La Cuenca Austral está compuesta de alrededor de 230.000 km², 85% de los cuales se encuentran en la Argentina.

La compañía cuenta con una participación del 5% en el área de Aguarañe mediante un acuerdo conjunto con YPF, Tecpetrol, Petrobras Argentina y Ledesma. Según lo dispuesto en el acuerdo, Tecpetrol lleva a cabo todas las operaciones del bloque.

Las concesiones de explotación relacionadas con este bloque están a cargo de YPF. La concesión tiene vigencia hasta 2027. Bajo esta concesión de explotación, en la actualidad, los acuerdos conjuntos abonan regalías a las autoridades provinciales sobre la base del precio de venta del petróleo y gas producido en boca de pozo.

POSICIÓN COMPETITIVA

Moody's Local Argentina considera que CGC presenta una adecuada posición competitiva. La compañía se encuentra entre los seis mayores productores de gas de la Argentina con una participación sobre el total de la producción del 4% a 2020, y es el principal operador, con actividades de exploración y explotación, de la Cuenca Austral.

FIGURA 7: Producción de Gas – Dic-20

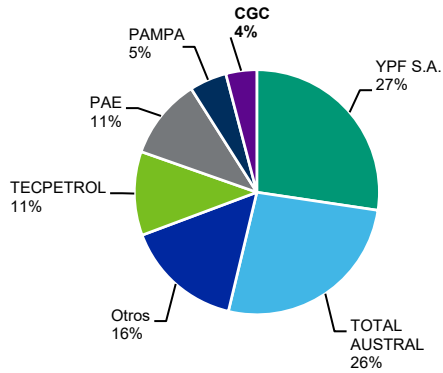
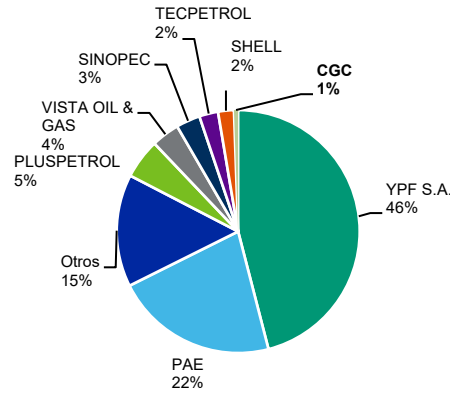


FIGURA 8: Producción de Petróleo – Dic-20

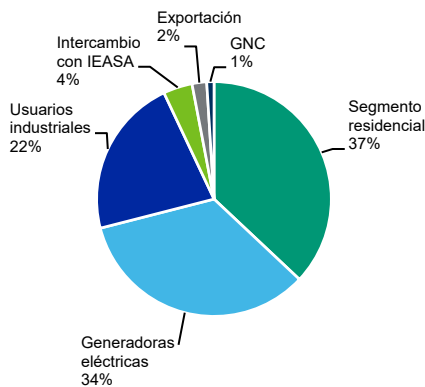


Fuente: Instituto Argentino del Petróleo y del Gas

DIVERSIFICACIÓN DE NEGOCIOS

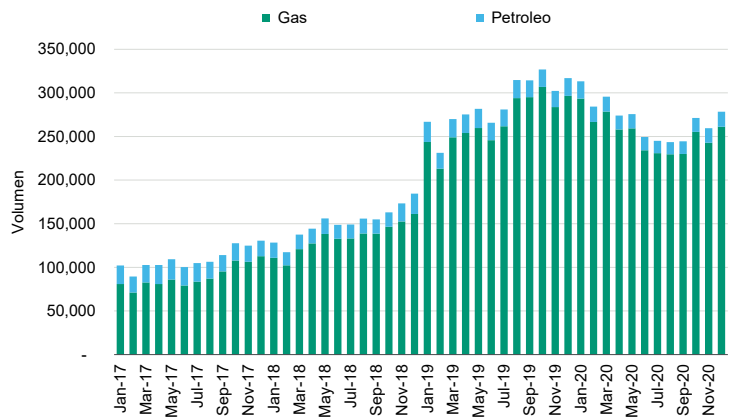
Moody's Local Argentina considera que CGC presenta una mayor concentración relativa de sus negocios respecto al promedio de las compañías calificadas y de otras compañías del sector. Durante 2020, su generación de ingresos se ha concentrado mayoritariamente en gas, los cuales, en gran medida provienen del yacimiento Campo Indio Este-El Cerrito, en la Cuenca Austral. No obstante, la demanda por tipo de cliente se encuentra adecuadamente diversificada entre residencial (37% del total de ventas a dic-20), generadoras eléctricas (34%), usuarios industriales (22%) y otros (7%).

FIGURA 9: Ingresos por cliente – Dic-20



Fuente: Memoria 2020 de CGC

FIGURA 10: Evolución de la producción por tipo de producto



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información de la Secretaría de Energía

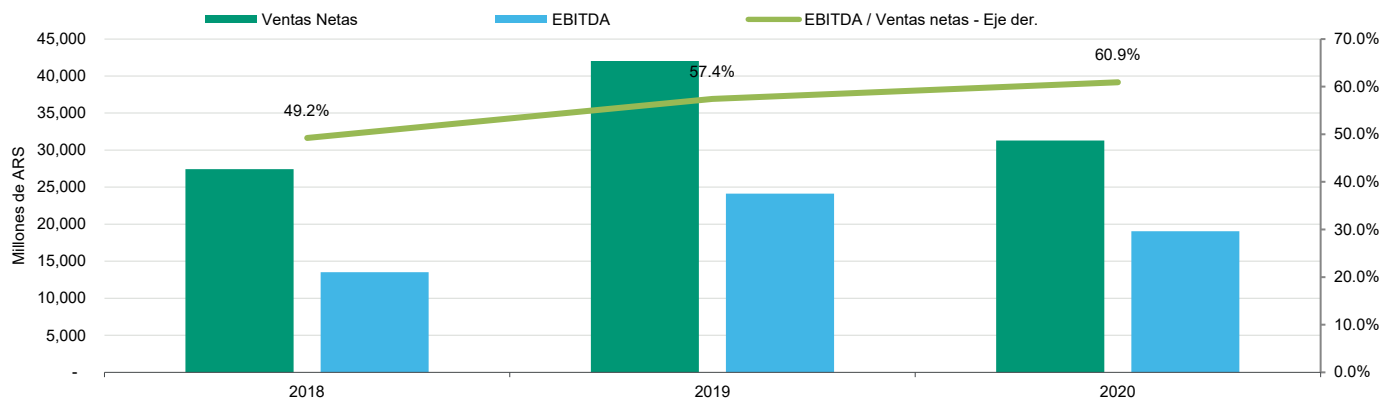
Rentabilidad y eficiencia

En los últimos años, CGC ha presentado márgenes de rentabilidad crecientes, en línea con la expansión de su producción con un promedio de margen EBITDA y EBIT para el período 2018-2019 de 53,0% y 30,0% respectivamente. La rentabilidad de la compañía depende de los precios de petróleo y gas en el segmento de exportaciones de gas a Chile y otros países

límites y de los ajustes de precio en el mercado local, particularmente del gas, atados en parte al marco regulatorio vigente (Resolución 46 hasta diciembre de 2021 y Plan Gas IV para el período 2022-2024).

El resultado operativo medido por EBIT ajustado del ejercicio 2020 fue de USD 123 millones, un 50,8% inferior al reportado el año anterior. Las ventas de CGC fueron de USD 404 millones, inferiores al año anterior, debido principalmente a la reducción de la producción en los meses mayormente impactados por la pandemia entre abril y junio de 2020, mientras que el EBITDA se redujo a USD 246 millones desde USD 446 y el margen de EBITDA aumentó a 60,9% desde 57,4%.

FIGURA 11: Margen EBITDA



Fuente: Moody's Local Argentina en base a los estados financieros de CGC.

Para 2021, Moody's Local Argentina espera que la compañía presente una recuperación en su nivel de ventas en torno a USD 414 millones, con un EBITDA estimado en USD 218 millones. No obstante, luego de la finalización de la Resolución 46 y la entrada en vigencia para la compañía en el Plan Gas IV con un precio de USD 3,5 por MMBTU, esperamos que la generación de EBITDA se ubique en un promedio anual para el período 2022-2024 en torno a los USD 156 millones, consistente con un plan de inversiones promedio anual en torno a los USD 100 millones y un pago de intereses anual promedio en torno a los USD 29 millones.

Apalancamiento y cobertura

A diciembre de 2020, tras la refinanciación del préstamo sindicado y de las Obligaciones Clase A, CGC presentaba una deuda financiera total por USD 398 millones (deuda neta de USD 328), compuesta principalmente por USD 193 millones de sus ONs Clase 17 denominadas en dólares y amortizables hasta 2025.

Figura 12: Composición de la deuda financiera por moneda

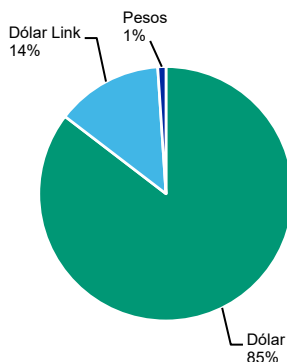
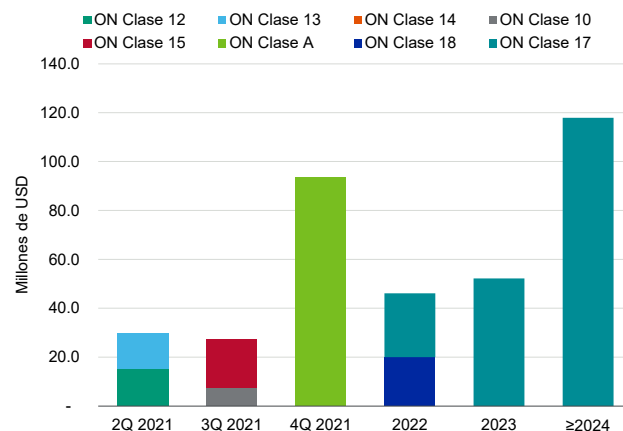


Figura 13: Perfil de Vencimientos de Obligaciones Negociables



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información publicada por CGC

En línea con la mayor generación de EBITDA, la compañía ha logrado mantener saludables ratios de endeudamiento por debajo de 2,0x y holgadas coberturas de intereses con EBIT y EBITDA en torno a los 3,5x y 5,0x respectivamente. Para el período 2021-2024, Moody's Local Argentina estima que CGC presentará ratios de endeudamiento en torno a 2,0x EBITDA, en línea con una menor generación de fondos, mitigada en gran medida por menores necesidades de inversión. Luego del reperfilamiento de su estructura de deuda en 2020, y dadas nuestras expectativas de una generación de fondos libres neutra a positiva, esperamos que la compañía reduzca gradualmente su endeudamiento neto a valores cercanos a 1,0x-1,2x EBITDA, por debajo del promedio de la industria.

FIGURA 16: Apalancamiento

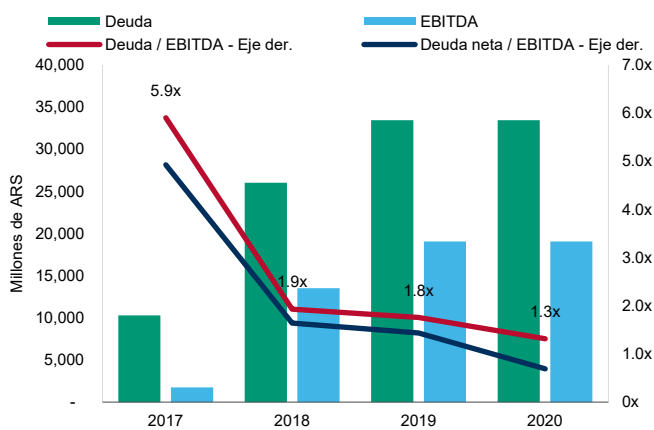
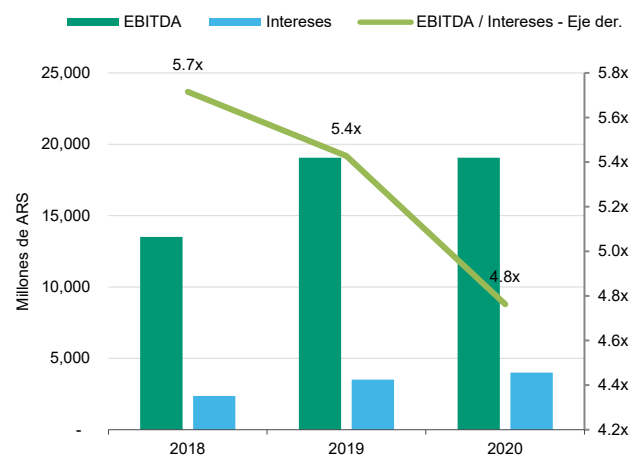


FIGURA 17: Cobertura de intereses



Nota: indicadores anualizados al tercer trimestre de 2020.

Fuente: Moody's Local Argentina en base a los estados financieros de CGC.

Política Financiera

Liquidez

Moody's Local Argentina considera que CGC tiene un perfil de liquidez adecuado. Sin embargo, la misma se ha visto deteriorada en 2020 debido principalmente al alto grado de exposición a los efectos generados por las medidas de aislamiento obligatorio que provocaron una fuerte caída en los niveles de actividad local y de la industria durante el segundo trimestre de 2020. Al 31 de diciembre de 2020, el ratio de liquidez corriente era de 99,8%, inferior al 164,3% registrado en 2019. En el mismo sentido, el ratio de caja y equivalentes sobre la deuda de corto plazo descendió al 36,9% desde 93,9% un año atrás. La posición de caja y equivalentes al cierre de 2020 era de USD 70 millones, inferior a los USD 96 millones reportados en 2019.

Política de dividendos

CGC no posee una política de dividendos definida y ha demostrado conservadores niveles de distribución, en línea con las elevadas necesidades de reinversión de la industria y el difícil acceso a financiamiento de largo plazo en Argentina.

Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo

Sociales

A pesar de la tendencia hacia políticas más estrictas y la creciente presión social dirigida a reducir las emisiones de carbono, esperamos que la demanda mundial de petróleo continúe creciendo hasta al menos 2035 y que la demanda de gas natural crezca más allá de eso. Debido a las condiciones, a menudo peligrosas en las que operan sus empleados, las compañías petroleras tienen una alta exposición a las regulaciones de salud y seguridad en el lugar de trabajo. La industria también se enfrenta a numerosos problemas de relaciones con la comunidad y del país anfitrión, pero como un importante generador de ingresos y empleador para muchas de las jurisdicciones en las que operan, las compañías internacionales de petróleo generalmente pueden equilibrar los deseos de la comunidad con las necesidades operativas.

Las actividades de CGC ayudan, de diferentes maneras, a impulsar las economías nacionales y provinciales de Argentina. Esto incluye la generación de empleo de calidad, la adquisición de bienes y servicios, el pago de impuestos, regalías y dividendos, la inversión en ciencia y tecnología y la capacitación de recursos humanos.

Ambientales

Las compañías petroleras de upstream enfrentan una combinación de riesgos operativos y regulatorios aguas arriba (exploración y producción). Sin embargo, a diferencia de la mayoría de los emisores en otros subsectores de petróleo y gas, las compañías de tamaño mediano y grande de petróleo y gas generalmente tienen mayores beneficios de escala, diversificación e integración para gestionar riesgos operativos complejos, apoyar y absorber el gasto regulatorio y resistir desastres naturales.

CGC cuenta con un código de conducta que regula no sólo a sus propios recursos humanos, sino también a sus socios y contrapartes para, entre otras cuestiones, buscar soluciones e implementar medidas para minimizar los riesgos para las personas, las instalaciones y el medio ambiente.

Gobierno corporativo

CGC tiene que cumplir con las regulaciones locales (Comisión Nacional de Valores) e internacionales (Securities and Exchange Commission) en términos de cumplimiento e informes. La compañía se encuentra preparando un Código de Gobierno Corporativo, a fin de implementar las mejores prácticas de gestión corporativa, que se basan en estrictas normas sobre transparencia, eficiencia, ética, protección y tratamiento igualitario de los inversores.

Información contable e indicadores operativos y financieros*,**

	2020	2019	2018
INDICADORES			
EBITDA / Ventas netas	60.9%	57.4%	49.2%
EBIT / Ventas netas	30.4%	32.1%	28.6%
Deuda ajustada / EBITDA	1.9x	1.5x	1.9x
Deuda ajustada neta / EBITDA	26.8%	54.6%	1.8x
CFO / Deuda ajustada	4.8x	6.9x	27.3%
EBITDA / Gastos financieros	2.4x	3.8x	5.7x
EBIT / Gastos financieros	99.8%	164.3%	3.3x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	36.9%	93.9%	145.5%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	60.9%	57.4%	40.8%
En millones de ARS			
ESTADO DE RESULTADOS**			
Ventas netas	31,286	42,041	27,433
Resultado bruto	21,776	27,278	15,911
EBITDA	19,059	24,134	13,508
EBIT	9,503	13,503	7,853
Intereses	4,001	3,511	2,363
Resultado neto	41	6,393	731
FLUJO DE CAJA			
Flujo generado por las operaciones	7,412	16,470	8,767
CFO	9,771	20,114	7,106
Dividendos	(349)	(325)	(234)
CAPEX	(6,837)	(14,928)	(9,115)
Flujo de fondos libres	2,586	4,861	(2,243)
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL			
Caja y equivalentes	5,853	5,738	1,590
Activos corrientes	20,581	21,142	15,032
Bienes de uso	29,300	32,732	21,035
Intangibles	-	-	-
Total activos	71,144	75,831	50,508
Deuda corto plazo	15,868	6,113	3,895
Deuda largo plazo	17,583	29,224	22,130
Deuda total	33,451	35,337	26,025
Deuda ajustada	36,517	36,814	26,025
Total pasivo	47,079	49,665	35,352
Patrimonio neto	24,064	26,166	15,157

* Los valores correspondientes al 2020 y 2019 no son comparables con el 2018 ya que este último no fue re expresados en la unidad de medida corriente al 31 de diciembre de 2020 conforme a lo establecido por la NIC 29.

** El EBIT, EBITDA y resultado neto han sido ajustados con el fin de excluir la ganancia por revaluación de propiedades de inversión y los ingresos por ventas de propiedades, planta y equipo.

Nota: Los valores presentados contienen ajustes realizados por Moody's Local Argentina y pueden diferir de los reportados por la empresa en sus estados contables.

Información complementaria

Detalle de las calificaciones asignadas

Instrumento	Actual		Anterior	
	Calificación	Perspectiva	Calificación	Perspectiva
Calificación de emisor en moneda local	A.ar	Estable	A.ar	Estable
Obligaciones Negociables Clase 13 por hasta USD 20 millones ampliable hasta USD 60 millones	A.ar	Estable	A.ar	Estable
Obligaciones Negociables Clase 15 por hasta USD 5 millones ampliables hasta USD 60 millones	A.ar	Estable	A.ar	Estable
Obligaciones Negociables Clase 18 por hasta USD 12 millones ampliables hasta USD 20 millones	A.ar	Estable	A.ar	Estable
Calificación de emisor en moneda extranjera	A-.ar	Estable	A-.ar	En revisión a la baja
Obligaciones Negociables Clase 12 por hasta USD 20 millones ampliable hasta USD 60 millones	A-.ar	Estable	A-.ar	En revisión a la baja
Obligaciones Negociables Clase 17 por hasta USD 285 millones	A-.ar	Estable	A-.ar	En revisión a la baja
Calificación de deuda subordinada en moneda extranjera	BBB+.ar	Estable	BBB+.ar	En revisión a la baja
Obligaciones Negociables Clase A por hasta USD 300 millones	BBB+.ar	Estable	BBB+.ar	En revisión a la baja
Obligaciones Negociables Clase 10 por hasta USD 120 millones	BBB+.ar	Estable	BBB+.ar	En revisión a la baja
Calificación de emisor en moneda local de corto plazo	RET⁽¹⁾	---	ML A-1.ar	---
Obligaciones Negociables Clase 14 por hasta USD 20 millones ampliables a USD 60 millones	RET ⁽¹⁾	---	ML A-1.ar	---

⁽¹⁾Calificación retirada

Información considerada para la calificación

- » Memoria y Estados Contables Anuales auditados correspondientes al ejercicio económico cerrado el 31/12/2020 y anteriores, disponibles en www.cnv.gob.ar
- » Prospecto del Programa de Obligaciones Negociables disponible en www.cnv.gob.ar
- » Prospecto de oferta de canje, solicitud de consentimiento y suplementos de precio, disponibles en www.cnv.gob.ar

Definición de las calificaciones asignadas

- » **A.ar:** Emisores o emisiones calificados en A.ar con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores locales.
- » **BBB.ar:** Emisores o emisiones calificados en BBB.ar con una calidad crediticia promedio en comparación a otros emisores locales.

Moody's Local Argentina agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC. El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica.

Metodología utilizada

- » Metodología de calificación de empresas no financieras, disponible en www.cnv.gob.ar.

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objetos de calificación.

© 2021 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las Publicaciones.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657 AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.