

Buenos Aires, 18 de Diciembre de 2015

**ECIPSA HOLDING S.A.**

Hipólito Yrigoyen 146, Piso 16, Córdoba Capital, Provincia de Córdoba, República Argentina

INFORME TRIMESTRAL COMPLETO

**OBLIGACIONES NEGOCIABLES PYME**

Títulos Calificados	Monto	Calificación	Vencimiento
Obligaciones Negociables Serie I	V/N \$ 12.000.000	A	20-10-2016

Nota (1): Las definiciones de calificaciones se encuentran al final del dictamen.

**Fundamentos principales de la calificación:**

- La empresa presenta una adecuada cobertura de gastos financieros histórica.
- El grado de riesgo del sector de la Construcción se considera en nivel medio.
- Se considera que la empresa presenta un buen posicionamiento dentro del sector en el que opera.
- La compañía tiene un buen calce de plazos, indicadores de liquidez ajustados e indicadores de solvencia estables.
- Las características de la Administración y Propiedad son adecuadas.
- Las Obligaciones Negociables cuentan con garantías holgadas que permiten mejorar su calidad crediticia.

<b>Analista Responsable</b>	Matías Rebozov   matiasrebozov@evaluadora.com
<b>Consejo de Calificación</b>	Julieta Picorelli   Hernán Arguiz   Matías Rebozov
<b>Manual de Calificación</b>	Deuda o instrumentos de deuda emitidos por empresas
<b>Último Estado Contable</b>	Estados Contables anuales al 30 de Septiembre de 2015

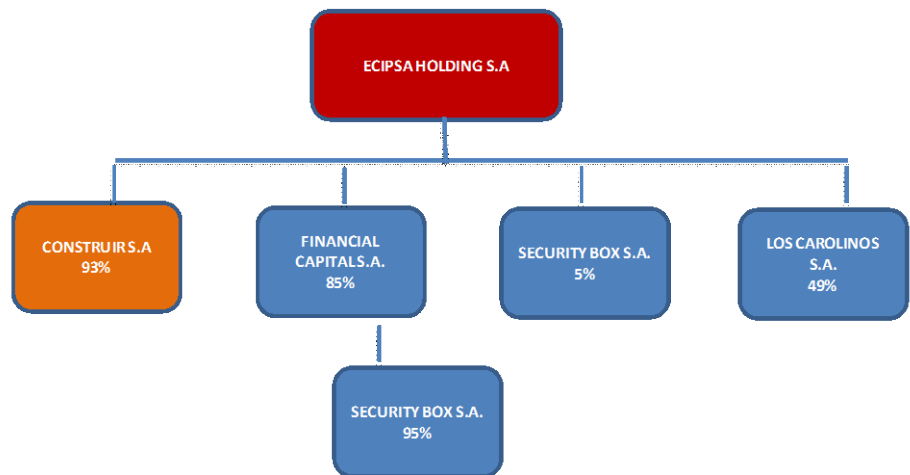
### ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA

Ecipsa Holding S.A. es una sociedad constituida en 1998. Sus orígenes se remontan a Empresa Constructora Inmobiliaria del Plata S.A. (ECIPSA), fundada en Argentina el 29 de Agosto de 1977.

El Grupo Ecipsa, hoy con actividades en varias provincias y en diversos rubros, reconoce su origen en el emprendimiento de su fundador, Marcos Garbarsky, quien desde 1949 desarrolló actividades comerciales que dieron lugar a la constitución de empresas en los rubros acometidos.

En los años 90, ya con actividades regulares en el rubro de la construcción, ECIPSA se dispersa geográficamente en la actividad. A su vez, se constituyen empresas controladas con participación decisiva en la gerencia y se diversifican los rubros de actividad comprendidos.

La composición del Grupo es la siguiente:



Antecedentes del Grupo en cuanto a proyectos:

Natania (1987): Se desarrolla en la provincia de San Juan el primer plan de viviendas del país sin intervención estatal dirigido a sectores de clase media. Abarcando en total las provincias de San Juan, Río Negro, Neuquén, Córdoba y Mendoza. Desde el año 1991 Natania se realiza a través de la sociedad Construir S.A., actualmente controlada por Ecipsa Holding S.A.

Las Delicias (1991): El Grupo ECIPSA se expande a la provincia de Córdoba y desarrolla Las Delicias, el primer country para residencia permanente del interior del país. Este desarrollo se efectuó a través de la sociedad Los Carolinos S.A.

Lomas de la Carolina (1994): Se lanza el segundo country para viviendas permanentes de Córdoba: Lomas de la Carolina. También a través de la sociedad Los Carolinos S.A.

Valle Escondido (1998): El Grupo ECIPSA lanza Valle Escondido. Fue el primer Master Planned Community del país, en el que actualmente viven más de 2.000 familias. Emprendimiento reconocido con el Premio a la excelencia inmobiliaria, otorgado por la FIABCI. Se desarrolló mediante la sociedad Trust & Development S.A. con la coordinación de la gerencia del Grupo ECIPSA.

Ecipsa Tower (2000): Ecipsa Tower es el primer edificio inteligente del interior del país, desarrollado a través de un fideicomiso financiero inmobiliario (el primero de Argentina). El fiduciario fue un vehículo originado por el Grupo ECIPSA, con la coordinación de la propia administración.

Tierralta (2005): El Grupo ECIPSA lanza el emprendimientos TierrAlta-Ecopueblo, sobre una superficie de más de 400 hectáreas, en una zona privilegiada de las sierras de Córdoba. Este emprendimiento se desarrolló mediante un fideicomiso controlado por el Grupo ECIPSA.

Ecipsa Center (2006): ECIPSA Center es un complejo habitacional y comercial proyectado para 40.000 metros cuadrados cubiertos, ubicado estratégicamente en el barrio Nueva Córdoba. También desarrollado mediante un fideicomiso controlado por el Grupo ECIPSA.

Valle del Golf (2006): Se crea y lanza el emprendimiento Valle del Golf sobre un terreno de 350 hectáreas. Emprendimiento con más de 1.600 unidades para la comercialización. Se desarrolló mediante un fideicomiso controlado por el Grupo ECIPSA.

Valle Cercano (2010): Se crea Valle Cercano, sobre un importante inmueble de 105 hectáreas. Es el segundo Master Planned Community de Córdoba creado por el Grupo ECIPSA y diseñado especialmente para la clase media. Este emprendimiento es realizado directamente por la sociedad Ecipsa Holding S.A.

## **ANLISIS PREVIO PARA LA CALIFICACION DE TÍTULOS VALORES**

### **Prueba de Corte**

La Cobertura de Corte muestra un resultado de 2,3, por lo cual no corresponde calificar a la emisora en categoría D, pudiendo aplicarse los pasos previstos en los Procedimientos Normales de Calificación del citado Manual.

**PROCEDIMIENTOS NORMALES DE CALIFICACION DE INSTRUMENTOS DE DEUDA**

**a) Calificación Preliminar de la Capacidad de Pago.**

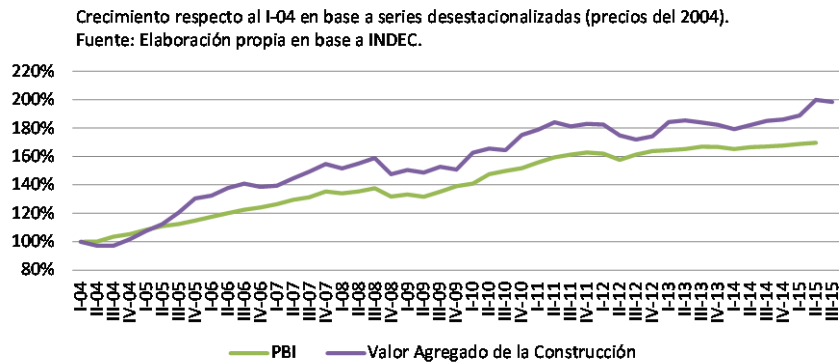
**a. 1. Cobertura de gastos financieros (CGF)**

La CGF arroja un resultado de 4,5, considerando los datos de los estados contables cerrados en diciembre de 2013, 2014 y trimestral a Septiembre de 2015. La rentabilidad promedio sobre activos para dicho período asciende a 7,6%.

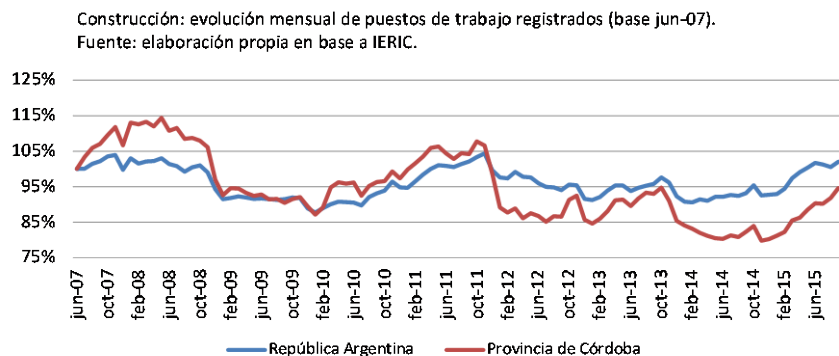
El flujo histórico depurado de utilidades le otorga una adecuada cobertura a los servicios de intereses de la deuda.

**a. 2. Grado de riesgo de la industria**

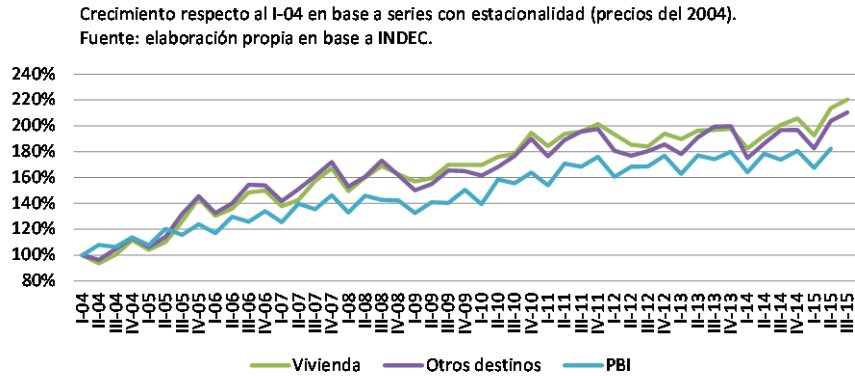
A partir de 2012, se observa cierto estancamiento en el nivel de actividad del Sector de la Construcción, considerando series desestacionalizadas a precios del 2004. Sin embargo, se observa también un repunte parcial de la industria a partir del 2015. El siguiente gráfico también refleja la prociclicidad que presenta el Sector de la Construcción y el nivel de actividad general.



Los puestos de trabajo registrados en el rubro también dan cuenta del nivel de actividad en el sector mencionado. Se puede observar la volatilidad y aparente recuperación de los mismos en especial a partir de 2015.

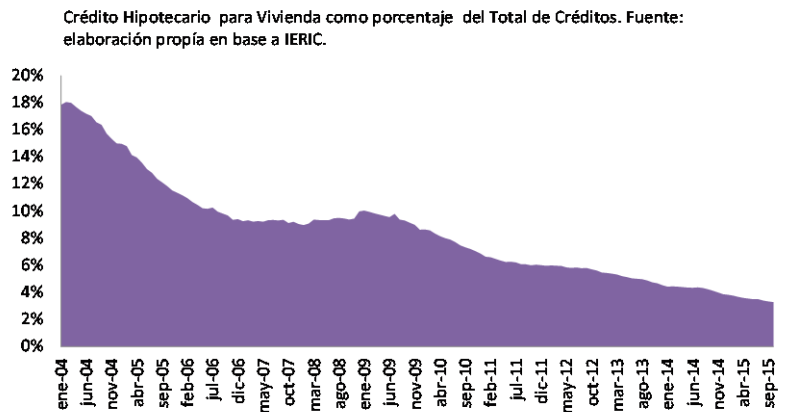


El sector de la Construcción se compone por el agregado de cinco bloques: edificios para vivienda, edificios para otros destinos, obras viales, construcciones petroleras y otras obras de infraestructura. El siguiente gráfico muestra la relación del primer bloque con el PBI:



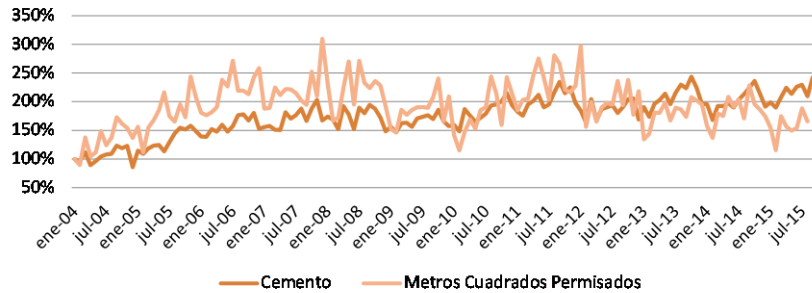
La apertura de nuevos mercados está sujeta a la mayor disponibilidad de créditos o a condiciones coyunturales favorables para realizar inversiones en inmuebles. En el largo plazo, el primero de los factores mencionados es muy importante para ampliar el mercado. Además, el sector también es sensible a la reputación de las instituciones financieras y la tasa de interés real, ya que la inversión en inmuebles es un sustituto directo de las colocaciones financieras con destino a ahorro.

El siguiente gráfico refleja la evolución en el tiempo de la relación entre los Créditos Hipotecarios y el Total de los Créditos:



Por último, los datos con respecto a los insumos representativos del sector de la construcción y los permisos de edificación también dan cuenta de la evolución del mismo:

Evolución mensual del consumo de cemento en toneladas y de metros cuadrados permisados (ene-04 año base).  
Fuente: elaboración propia en base a AFCP e INDEC.



En base a lo expuesto, se estima que el riesgo del sector es Medio.

#### a. 3. Posición de la empresa en su industria

Respecto a la posición de Ecipsa Holding S.A. en la industria de la construcción, no existe un mercado específico y consolidado en la zona.

Las empresas constructoras representan la principal competencia de esta compañía. A su vez, los proveedores se encuentran diversificados. El mercado de los mismos es competitivo en los distintos rubros, a excepción de la industria cementera que pertenece a un mercado oligopólico. Por otro lado, los clientes son compradores individuales (en algunos casos inversores), por lo cual no existe dependencia en relación a los mismos. Por último, la empresa tiene una reconocida capacidad de ventas, manteniendo un nivel competitivo en los precios conjuntamente con una adecuada rentabilidad. En el rubro de barrios para el sector privado son líderes en la zona.

Se considera adecuada la posición relativa de la empresa en su industria.

#### a. 4. Características de la Administración y Propiedad

Se considera satisfactoria la preparación de los profesionales, directores y ejecutivos involucrados en el manejo de la empresa. El Directorio es el órgano encargado de la administración de la Sociedad para el cumplimiento del objeto social. Los Directores permanecen tres ejercicios económicos en sus cargos y pueden ser reelegidos indefinidamente.

Se considera que la empresa posee una estructura organizacional adecuada a los requerimientos de la actividad. Sin incumplimiento de las obligaciones con la autoridad fiscal.

A su vez, la Sociedad gestiona activamente los siguientes procesos: i) planificación y análisis financiero, ii) planes de financiación, iii) adquisición de tierras, iv) estructuración legal, v) diseño del producto y vi) construcción.

Indicadores de la Compañía:

La compañía presenta indicadores de liquidez ajustados, resultante de una liquidez ácida (no se consideran los bienes de cambio) de 0,6 y una liquidez proyectada con un coeficiente de 0,4. No obstante, la misma posee una liquidez corriente cercana a 1.

Se considera favorable el calce de plazos de la compañía. El plazo para amortizar la deuda superior a un año es menor a 2,2 meses, dado que la deuda no corriente asciende a \$ 4,3 millones, y la utilidad neta esperada a \$ 23,4 millones.

El coeficiente de endeudamiento se ubicó al 30 de Septiembre de 2015 en 0,7, resultante del cociente entre un pasivo total de \$ 255,4 millones y un activo total de \$ 344,4 millones. El mismo se considera estable respecto a años anteriores.

La rentabilidad de la compañía presenta un coeficiente de variación de 52,8%, resultante del cociente entre el desvío estándar de la rentabilidad de 4% y una rentabilidad promedio sobre activos de 7,6%.

**a. 5. Análisis de sensibilidad**

La CGF proyectada se define como el cociente entre el flujo de utilidades esperadas antes de impuestos e intereses y los gastos financieros. El flujo de fondos de la compañía resiste escenarios más adversos, indicando que la misma podría enfrentar un deterioro en las variables sin afectar el cumplimiento de sus obligaciones financieras.

En función del análisis de los puntos anteriores (1) a (5), se asigna una calificación de pago esperada en Categoría BBB. Se mantiene la categoría luego del análisis de sensibilidad debido a que no se estima un deterioro en la capacidad de pago esperada ante los eventos desfavorables considerados.

**b) Características del instrumento**

Monto y moneda: el monto total de la emisión de las Obligaciones Negociables Pyme Serie I es de V/N \$ 12.000.000 (Pesos doce millones), suscriptas y pagaderas en pesos.

Vencimiento: 20 de Octubre de 2016.

Tasa de Interés: las ON devengan una tasa nominal anual variable equivalente a la Tasa BADLAR más 550 puntos básicos. Dicha tasa, durante todo el tiempo de vigencia de las ON, nunca será inferior al 19% nominal anual ni superior al 27% nominal anual.

Amortización: se efectúa en 35 cuotas mensuales y consecutivas equivalente al 2,777% del capital cada una y una última equivalente al 2,805% del capital.

Obligaciones de la Emisora: mientras existan importes adeudados bajo las ON, la emisora se obliga a mantener la existencia, poner a disposición de los obligacionistas sus estados contables, mantener las coberturas de riesgos aseguradas y sus premios pagos, mantener al día sus impuestos y aportes previsionales, no modificar su actual estructura jurídica y no cambiar sus estatutos sociales.

#### **Resguardos**

Se consideran adecuados los resguardos que presenta el instrumento Obligaciones Negociables Pyme Serie I.

Para mayor detalle leer el respectivo prospecto de emisión.

#### **Garantías**

La serie cuenta con garantías holgadas que permiten mejorar su calidad crediticia. Además de la garantía general que representa el patrimonio de la Emisora, el instrumento está garantizado a través de un fideicomiso de garantía, entre cuyos bienes fideicomitidos pertenece un inmueble (libre de deuda o gravámenes) valuado en \$18.807.800 a lo que se suma el Fondo de Reserva correspondiente a cuatro servicios de capital.

Para mayor detalle leer el respectivo Contrato de Fideicomiso de Garantía, anexo al Prospecto de Emisión.

#### **c) Calificación Final**

Considerando que la capacidad de pago esperada se ubica en Categoría BBB y que se consideran holgados los resguardos y garantías sobre el instrumento, se decide mantener la Calificación Final de las Obligaciones Negociables Pyme Serie I, emitidas por Ecipsa Holding S.A., en A.



**ANEXO ESTADOS CONTABLES**

Fecha Meses	sep-15 9	dic-14 12	dic-13 12
<b>ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL</b>			
En Pesos			
<b>Disponibilidades</b>	13.634.731	2.817.120	1.485.308
<b>Inversiones</b>	402.466	4.066.225	3.078.904
<b>Deudores por Ventas</b>	21.807.667	19.769.644	16.801.174
<b>Documentos a Cobrar</b>	0	0	0
<b>Bienes de Cambio (BC)</b>	24.800.198	70.335.929	71.727.235
<b>Otros Activos Corrientes</b>	0	0	0
<b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES (AC)</b>	60.645.062	96.988.918	93.092.621
<b>Bienes de Uso</b>	2.293.579	533.533	4.226.542
<b>Inversiones</b>	74.444.507	69.784.586	56.262.311
<b>Otros Créditos a Largo Plazo</b>	118.179.454	58.998.524	6.205.227
<b>Cargos Diferidos e Intangibles</b>	0	0	0
<b>Otros</b>	88.825.727	39.245.855	40.022.172
<b>TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	283.743.267	168.562.498	106.716.252
<b>TOTAL ACTIVOS (AT)</b>	344.388.329	265.551.416	199.808.873
<b>Obligaciones Financeras</b>	24.102.181	23.386.914	17.526.065
<b>Cuentas a Pagar + Proveedores</b>	12.532.897	16.819.243	14.742.097
<b>Provisiones</b>	0	0	0
<b>Sueldos a Pagar</b>	328.295	79.244	296.624
<b>Impuesto a Pagar</b>	565.094	1.167.450	1.661.166
<b>Otros Pasivos Corrientes</b>	21.684.213	35.461.860	42.637.205
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES (PC)</b>	59.212.680	76.914.711	76.863.157
<b>Obligaciones Financeras</b>	2.729.122	6.041.315	8.744.144
<b>Otras Cuentas a Pagar</b>	0	0	0
<b>Provisiones</b>	1.598.553	1.598.553	1.264.914
<b>Otros Pasivos Corrientes</b>	191.909.471	90.930.017	33.610.793
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>	196.237.146	98.569.885	43.619.851
<b>TOTAL PASIVOS</b>	255.449.826	175.484.596	120.483.008
<b>PATRIMONIO NETO (PN)</b>	88.938.503	90.066.820	79.325.865
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>			
En Pesos			
<b>Ingresos de Explotacion</b>	15.992.457	44.179.715	21.848.534
<b>Costos de Explotacion</b>	-14.950.618	-40.854.876	-21.487.221
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	1.041.839	3.324.839	361.313
<b>Otros Ingresos</b>	4.693.638	17.294.332	14.211.210
<b>Gastos de Adm. y Comerc.</b>	-1.696.471	1.366.783	5.908.217
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	-654.632	21.985.954	20.480.740
<b>Gastos Financieros (GF)</b>	-4.736.472	-9.524.046	-6.766.713
<b>Otros Egresos No Operativos</b>	-3.652.882	-1.610.346	-1.346.945
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	-4.350.348	10.851.562	12.367.082
<b>Impuesto a las Ganancias</b>	3.222.031	-110.607	-1.096.983
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	-1.128.317	10.740.955	11.270.099
<b>Amortizaciones</b>	79.451	165.082	154.083
<b>RESULTADO EBITDA</b>	-575.181	22.151.036	20.634.823

**ANEXO INDICADORES**

Fecha Meses	sep-15 9	dic-14 12	dic-13 12
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>			
<b>Indicadores de Liquidez</b>			
Liquidez Corriente (AC/PC)	1,0	1,3	1,2
Liquidez Acida [(AC-BC)/PC]	0,6	0,3	0,3
Días Bienes de Cambio (1)	425	581	1.198
Días Deudores por Venta (2)	373	163	281
Días Cuentas a Pagar (3)	215	139	246
Duración Ciclo de Caja (1+2+3)	583	605	1.233
% Capital de Trabajo [(AC-PC)/AT]	0,4%	7,6%	8,1%
<b>Indicadores de Solvencia</b>			
Activo Fijo/Activo Total	0,7%	0,2%	2,1%
(Pasivo No Corriente + PN)/AT	82,8%	71,0%	61,5%
Pasivo Total/Activo Total	74,2%	66,1%	60,3%
Pasivo Corriente/Pasivo Total	23,2%	43,8%	63,8%
Deuda ByF/Pasivo Total	10,5%	16,8%	21,8%
Deuda ByF PC/Deuda ByF	89,8%	79,5%	66,7%
<b>Indicadores de Cobertura</b>			
EBITDA/GF	-0,1	2,3	3,0
Deuda ByF/EBITDA	-35,0	1,3	1,3
Pasivo Total/(Ventas/365)	4.373	1.450	2.013
Deuda ByF Total/(Ventas/365)	459	243	439
CFI (GF/Deudas ByF)	24%	32%	26%
<b>Indicadores de Margenes</b>			
Margen Bruto (Utilidad Bruta/Ingresos)	6,5%	7,5%	1,7%
Margen EBITDA (EBITDA/Ingresos)	-3,6%	50,1%	94,4%
Margen EBIT (EBIT/Ingresos)	-4,1%	49,8%	93,7%
Margen EBT (EBT/Ingresos)	-27,2%	24,6%	56,6%
Margen Final (Utilidad Final/Ingresos)	-7,1%	24,3%	51,6%
<b>Indicadores de Rentabilidad</b>			
ROA Bruto (EBIT/AT)	-0,3%	8,3%	10,3%
ROA Neto (Utilidad Final/AT)	-0,3%	4,0%	5,6%
ROE Neto (Utilidad Final/PN)	-1,7%	15,9%	18,9%
<b>Indicadores de Eficiencia</b>			
Rotación de Activos Fijos	9,3	82,8	5,2
Rotación de Activos Totales	0,1	0,2	0,1

**Referencias:**

CFI: Costo Financiero Implícito

ByF: Bancarias y Financieras

EBITDA: Resultado Operativo+Amortizaciones

EBIT: Resultado Operativo

EBT: Resultado antes de Impuestos

Rotación de Activos Fijos: Ingresos de Explotación sobre Bienes de Uso

Rotación de Activos Totales: Ingresos de Explotación sobre AT

#### **DEFINICION DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA**

**A:** corresponde a aquellos fondos cuyos haberes presentan una muy buena capacidad de pago de las cuotas o participaciones en los términos y plazos pactados y cuya calificación se encuentra en el rango inferior de la Categoría A.

#### **INFORMACIÓN UTILIZADA**

- Estados Contables anuales al 31 de Diciembre de 2013 y 2014.
- Estados Contables trimestrales al 30 de Septiembre de 2015.
- Prospectos de Emisión de las Obligaciones Negociables.
- [www.afcp.org.ar](http://www.afcp.org.ar) | Asociación de Fabricantes de Cemento Portland.
- [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar) | Comisión Nacional de Valores.
- [www.ieric.org.ar](http://www.ieric.org.ar) | Instituto de Estadística y Registro de la Industria de la Construcción).
- [www.indec.mecon.ar](http://www.indec.mecon.ar) | Instituto Nacional de Estadísticas y Censos.

A la fecha, el Agente de Calificación de Riesgo no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económica financiera de ECIPSA HOLDING S.A. y que, por lo tanto, generen un aumento del riesgo para los acreedores actuales o futuros de la empresa.

La información suministrada por ECIPSA HOLDING S.A. se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose el Agente de Calificación de Riesgo de los errores posibles que esta información pudiera contener.

Este Dictamen de Calificación no debe considerarse una recomendación para adquirir, negociar o vender los Títulos emitidos o a ser emitidos por la empresa, sino como una información adicional a ser tenida en cuenta por los acreedores presentes o futuros de la empresa.