

Buenos Aires, 31 de agosto de 2020

## **GANADERA LA PAZ S.A.**

Av. San Martín 1092 Piso 4 º Piso – Ciudad de Mendoza, Provincia de Mendoza, Argentina.

### **INFORME TRIMESTRAL COMPLETO**

#### **OBLIGACIONES NEGOCIABLES**

<b>Títulos Calificados</b>	<b>Monto</b>	<b>Calificación</b>	<b>Vencimiento</b>
Serie I de OBLIGACIONES NEGOCIABLES SIMPLES	V/N US\$ 1.250.000	BBB	23-06-2021

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

La Asamblea General Extraordinaria de Tenedores de Obligaciones Negociables Serie I procedió a aprobar la modificación del plazo de vencimiento de las Obligaciones Negociables Serie I, con vencimiento el 23 de junio de 2020 prorrogando su plazo de vencimiento al 23 de junio de 2021.

#### **Fundamentos principales de la calificación:**

- La compañía presenta un ajustado indicador de cobertura de gastos financieros históricos.
- La compañía presenta una elevada variabilidad en su rentabilidad operativa.
- La compañía presenta un ajustado calce de flujos de sus ingresos operativos con el vencimiento estimado de la deuda de largo plazo, y un ajustado nivel de liquidez.
- La compañía presenta significativo descalce de monedas.

<b>Analista Responsable</b>	Hernán Arguiz   <a href="mailto:harguiz@evaluadora.com">harguiz@evaluadora.com</a>
<b>Consejo de Calificación</b>	Julieta Picorelli   Hernán Arguiz   Murat Nakas
<b>Manual de Calificación</b>	Metodología de Calificación de deuda o instrumentos de deuda emitidos por empresas
<b>Último Estado Contable</b>	Estados Contables al 30 de junio de 2020

### **Antecedentes de la Compañía**

Ganadera La Paz SA es una empresa de capitales nacionales, orientada al desarrollo, producción y comercialización de productos agrícolas y forestales. La explotación forestal y frutícola se desarrolla en un inmueble está ubicado en Villa Antigua, Departamento La Paz, al este de la Provincia de Mendoza, con entrada sobre calle Amelia s/n.

Ganadera La Paz S.A. arrienda a Dast Forestal S.A., una superficie de 163 has. con derecho de riego de superficie y 2 pozos electrificados con derecho a la percepción de los frutos que la propiedad genere.

La propiedad se encuentra totalmente alambrada, nivelada, con sistematización de riegos y técnicamente apta en suelos y agua de riego para los cultivos realizados y en desarrollo. Cuenta con dos pozos electrificados para la obtención de agua para riego, como así también posee derecho de riego de superficie. Posee infraestructura y maquinarias suficientes para la realización de los cultivos implantados, como de una buena capacitación del personal encargado de la producción.

### **Antecedentes del Proyecto**

#### ***Sistema forestal***

Los álamos se conducen de manera de lograr madera con alta flexibilidad para la obtención de materia prima necesaria para la fabricación de bajalenguas. Estos elementos se utilizan en medicina para la auscultación de la garganta de las personas. Actualmente Argentina es neto importador de este producto, por lo que la producción final se orienta al mercado interno sustituyendo importaciones. Las variedades implantadas, tienen las características de flexibilidad y producción de pulgadas para poder obtener los utensillos.

#### ***Forestación en Cortinas***

La propiedad está forestada con álamos (*Populus sp*) variedad Conti 12, apta para las condiciones edafoclimáticas del departamento de La Paz, y en este caso en una disposición denominada en Cortinas, absolutamente necesario para desarrollar cualquier otro cultivo, para este caso Ciruelo y Álamo en Macizos para maderas de calidad para debobinado, sin la cual se produciría el fracaso de cualquier cultivo por ser una zona con fuerte incidencia de los vientos en cuanto a frecuencia y velocidades variables a lo largo de todo el año y de gran importancia la obtención de un microclima en lo que respecta a las temperaturas y humedad relativa en los distintos cuadros.

La densidad de las cortinas, se plantea formando líneas dobles o triples de álamos separados a una distancia de 1 (un) metro entre si, y en la mayoría de los casos bordeando los cortafuegos y caminos internos de la propiedad, en una cantidad aproximada de 20.000 árboles de distintas edades, con un buen desarrollo y manejo técnicamente para conseguir objetivos de protección primero y la utilización de la madera producida.

#### ***Forestación en Macizos***

La forestación en Macizos, con Álamos para obtención de madera para debobinado, dispuestos en una densidad desde 500 a 1200 árboles por hectárea, (5 metros entre hileras y 2,5 a 4 metros entre plantas) de acuerdo a las condiciones edáficas, en cuarteles de superficies variables que suman un total de 80 hectáreas y de distintas edades, con buen desarrollo vegetativo y un buen manejo técnico para su destino maderable.

#### ***Producción de fruta para deshidratado***

El proyecto de la explotación de ciruelas se orienta a la producción, deshidratación, empaque y venta al exterior. Actualmente la producción obtenida se vende a acopiadores en el mercado interno, que posteriormente venden la producción al exterior.

La producción de ciruelas en Argentina se comercializa en el mercado externo, existe un escaso consumo del producto en el país. Los principales compradores son Brasil, Francia, Inglaterra y Estados Unidos y una serie de países de menor capacidad de compra. Se orientó a la obtención de productos demandados en el exterior, por ello se seleccionó la variedad de ciruela en función de aquel mercado.

#### ***Cultivo del ciruelo***

En la superficie implantada, se ha utilizado la variedad D Ente (ex D Agen), con el objetivo de obtener un rendimiento promedio de 30.000 kgrs. de fruta por hectárea para deshidratado. Cultivo de buen desarrollo y estado vegetativo extendido en un sistema combinado de espaldero con eje central. La fruta obtenida posee un buen contenido de azúcar, tamaño y color para el secado.

#### **Análisis Previo para la Calificación de Títulos Valores**

##### **Prueba de corte**

La Cobertura de Corte muestra un resultado de 2.78 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 Calificación**

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

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

La CGF arroja un resultado de 2.60. La rentabilidad histórica promedio sobre activos para dicho período fue de 20%.

###### **a.2) Grado de Riesgo de la Industria**

Fase en que se halla la industria. En Argentina se cultivan aproximadamente 12.000 ha de ciruela cuyo destino es el secado, de las cuales la mayor parte está en Mendoza, lo que la hace un área excluyente dentro de la producción nacional. Las principales zonas de producción son los departamentos del sur

y este de la Provincia. Tal conjunción de elementos incentiva la realización de capacitaciones que pongan a tono a los productores locales con el pulso de los distintos mercados mundiales. El trabajo a nivel nacional se orienta a organizar el sector ciruelas, de manera de podrían homogeneizar las cosechas a través de los años, evitando la alternancia de la producción, lo que mejoraría definitivamente la calidad de sus productos. La producción asciende a más de 130.000 toneladas. El rendimiento del cultivo se encuentra en 8.100 kilos por hectárea.

La provincia de Mendoza es la principal productora de ciruela para desecado dentro de la República Argentina, por esto es la conocida importancia de la región. Por sus características particulares la ciruela desecada es un commodity con un fuerte componente en el mercado de exportación, siendo un sector sumamente importante para la economía mendocina. Además a nivel productivo, es el segundo cultivo frutal, después del durazno para industria, en superficie cultivada de la provincia.

Sensibilidad de la industria. Las fluctuaciones en los precios de mercado de los productos agrícola forestales pueden afectar negativamente el negocio, y las condiciones financieras y económicas del sector.

Los precios de las ciruelas y de los productos derivados de la forestación y la madera pueden fluctuar significativamente. Las condiciones financieras y los resultados de operación pueden verse afectados significativamente si el precio de la ciruela en el mercado nacional y en el exterior, o de los productos derivados de la forestación o madera decrezcan significativamente en comparación con los niveles actuales.

Los precios que se pueden obtener de la producción de la ciruela y en menor medida de los productos derivados de la forestación y la madera dependen de:

- Mantenimiento de los precios mundiales, los cuales históricamente han sido significativamente fluctuantes en períodos de tiempo relativamente cortos dependiendo en la demanda mundial;
- La capacidad de producción mundial, en especial en el mercado de la ciruela;
- Las estrategias de negocios adoptados por la mayoría de los productores de ciruelas en la región.

Por otra parte, las operaciones también se encuentran sujetas a distintos riesgos que podrían afectar las instalaciones forestales y productivas, incluyendo enfermedades y el fuego. A pesar de que en el pasado las pestes o enfermedades que afectaron plantaciones en otras partes del mundo no afectaron de manera significativa la industria forestal y frutícola en la Argentina, dichas pestes o enfermedades podrían aparecer en el futuro.

Por ende, la actividad está, en general, sujeta a diversos riesgos, incluyendo, condiciones climáticas, incendios, enfermedades forestales y frutícolas, pestes, accidentes industriales, cambios en el entorno legal y regulatorio aplicable, y de otra índole.

Análisis de la naturaleza e intensidad de la competencia. El mercado de producción de ciruelas y álamos se encuentra atomizado.

Existencia de mercados potenciales. El producto bajalengua (derivado del álamo) es muy valorado en países como Chile, Uruguay, Paraguay y México, dado que se fabrica con madera de álamo. Esta madera reúne las condiciones de calidad requeridas, dado que permite obtener un producto uniforme, blanco y sin sabor, a diferencia de otras maderas utilizadas para la fabricación como la araucaria o las de pinos, ricas en resinas que trasladan al gusto.

En tanto, que los países que lideran el mercado mundial de ciruela para industria están siguiendo de cerca a la Argentina. Dos razones los mueven a este creciente interés: el país se ha posicionado como el cuarto productor de ciruela desecada y, a la vez, ha ascendido al tercer lugar como exportador en dicho rubro, evidenciando un crecimiento y mayor participación en los mercados internacionales.

Características institucionales. Se considera que el marco normativo vigente no imposibilita un desarrollo sostenido de la industria. La operatoria del sector no se encuentra sujeta a regulaciones y reglamentaciones gubernamentales. A pesar de ello, en el futuro la actividad puede verse afectada por la interpretación y aplicación de la ley o por el dictado de nuevas normas o por nuevas interpretaciones jurisprudenciales todo lo cual puede afectar la rentabilidad de la industria forestal o de la ciruela.

### **a.3) Posición de la Empresa en su Industria**

Grado de riesgo de sustitución. El mercado de bajalenguas es un mercado con alta elasticidad de la demanda. Baja competencia de productores domésticos. Existencia de importadores y distribuidores, debido fundamentalmente a la oferta asiática y la baja producción nacional. La competencia se circunscribe a pocas empresas integradas y a los importadores.

Identificación de las principales empresas. El sector de consumo del producto bajalenguas (derivado de álamo) se nutre en parte en el mercado interno con alguna producción nacional y parte con productos importados, especialmente de origen de otros países como China, Italia, Alemania.

El producto bajo análisis está dirigido al sector de la salud, quien es el consumidor del mismo.

Análisis de los proveedores. No existe dependencia de proveedores. La principal materia prima para la comercialización de los productos finales es autoabastecida a través del desarrollo del monte forestal y agrícola. Existen otros elementos como insumos para empaques que no representan un riesgo para la actividad.

Concentración de compradores. Los demandantes finales se encuentran atomizados. Entre los principales clientes se destacan: Mayoristas distribuidores mercado interno y externo, Venta directa a sanatorios,

hospitales, etc. y venta directa a aserraderos, carpinterías y productores de cajones para fruta.

Liderazgo. La empresa planifica la estrategia comercial y de producción en función de sus objetivos con el fin de alcanzar un liderazgo en el mercado.

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

Preparación de profesionales, directores y ejecutivos. Se considera satisfactoria la preparación de los profesionales, directores y ejecutivos involucrados en el manejo de la empresa. El actual Directorio se encuentra compuesto de tres Directores Titulares y un Director Suplente.

Condiciones y calidad de operaciones con personas relacionadas. Las operaciones con personas relacionadas alcanzan una magnitud significativa.

Actitud ante el fiscalizador y las normas. Se consideró normal la actitud frente los órganos fiscalizadores.

Solvencia del Grupo Propietario. Se considera adecuada la solvencia del grupo propietario. El capital social se encuentra representado por 38.790 acciones de valor nominal \$100 cada una, nominativas no endosables, que otorgan derecho a 5 votos por acción. La sociedad cuenta con tres socios, encontrándose el capital social compuesto de la siguiente forma:

- Triunfo Cooperativa de Seguros LTDA. Es titular de 38.729 acciones que representan el 99,8427 % del capital social con derecho a voto.
- Ganadera Chañar Viejo S.A. Es titular de 60 acciones que representan el 0,1546% del capital social con derecho a voto. Sociedad Anónima constituida en la ciudad de Mendoza el 25 de junio de 1999. Inscripta en el legajo N° 4828 , fs. 1 del Registro de Sociedades Anónimas de la Dirección de Registros Públicos y Archivo Judicial, Comercio y Mandato de Mendoza. Domicilio social: Patricias Mendocinas 1221, 1º piso, Oficina 6, de la ciudad de Mendoza.
- Asesora S.A. Es titular de 01 acciones que representan el 0,0027% del capital social con derecho a voto. Sociedad Anónima constituida en fecha 11 de noviembre de 1975, e inscripta en el legajo N° 324, fs1, del Registro de Sociedades Anónimas de la Dirección de Registros Públicos y Archivo Judicial, Comercio y Mandato de Mendoza. Modificaciones inscriptas: (i) cambio de denominación social y aumento de capital e inscripto en el legajo nº 324, fs.8; (ii) modificación del objeto social (artículo 4º), inscripto en el Legajo 324, fs. 29. Domicilio social: Espejo N° 144, 6º piso, oficina 18 de la ciudad de Mendoza.

Estructura Organizacional. Se considera que la empresa posee una estructura organizacional adecuada a los requerimientos de la actividad.

Sistemas de Planificación y Control. Se considera que la Empresa cuenta con una adecuada capacidad de planificación y control.

#### **Indicadores Económicos y Financieros**

La compañía tiene una alta variabilidad de la rentabilidad. Presenta un coeficiente de variación del 111%, resultante de un desvío estándar de la rentabilidad de 22% y una rentabilidad promedio sobre activos de 20%. La rentabilidad muestra una tendencia irregular en los últimos ejercicios.

La compañía no tiene deuda de largo plazo.

Es desfavorable la liquidez que presenta la compañía, resultante de una liquidez ácida (no se consideraron los bienes de cambio) con un coeficiente de 0.1 y una Liquidez Proyectada con un coeficiente de 0.3. Eso se debe al vencimiento de la Obligación Negociable.

El coeficiente de endeudamiento se ubicó al 30 de junio de 2020 en 0.81, resultante del cociente entre un pasivo total de \$ 94 millones y un activo total de \$ 115 millones. El índice de endeudamiento se cayó un 6% respecto al ejercicio anterior.

El patrimonio se encuentra expuesto a una devaluación, de acuerdo al cierre de balance al 30 de junio de 2020. Las operaciones comerciales con empresas relacionadas alcanzan una magnitud significativa.

#### **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. Se consideran adecuados los indicadores de cobertura proyectados para la compañía.

En función del análisis de los puntos anteriores y de los indicadores que presenta la empresa se asigna una calificación de la capacidad 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.

#### **c) Calificación Final**

**Se mantiene la CALIFICACION FINAL en CATEGORIA BBB de las OBLIGACIONES NEGOCIABLES emitidas por Ganadera la Paz S.A.**

## CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

Emisor: GANADERA LA PAZ S.A.

Títulos de Deuda: OBLIGACIONES NEGOCIABLES SIMPLES, NO SUBORDINADAS NI CONVERTIBLES EN ACCIONES, NOMINATIVAS, con garantía fiduciaria, emitidas bajo el régimen de la Ley Nro 23.576.

Monto y Moneda: El monto total de la emisión de la Primera Serie (Serie I) de Obligaciones Negociables Simples (no convertibles en acciones), con garantía fiduciaria, aprobado por Acta de Directorio N° 50 de fecha 12 de junio de 2009 es de u\$s 1.250.000 (dólares estadounidenses Un Millón Doscientos Cincuenta Mil) de valor nominal cien dólar estadounidense (USD 100) cada una.

Plazo: cuatro años a partir del último día del período de integración.

Amortización: Las Obligaciones Negociables se amortizarán en un solo pago a los Cuatro años contados a partir del último día del periodo de integración.

La Asamblea General Extraordinaria de Tenedores de Obligaciones Negociables Serie I procedió a aprobar la modificación del plazo de vencimiento de las Obligaciones Negociables Serie I, con vencimiento el 23 de Junio de 2020 prorrogando su plazo de vencimiento al 23 de Junio de 2021.

Tasa de Interés: La tasa de interés compensatorio será del 9,50% Fijo Nominal Anual. Se calcularán en función de los días efectivamente transcurridos, utilizando como base un año de 365 días. Comenzarán a devengarse a partir del último día del período de integración.

Pago de Interés: Los intereses correspondientes a la presente emisión de Obligaciones Negociables serán pagaderos en forma anual, contados a partir de último día de la fecha de integración utilizando como base un año de 365 días. El último pago de intereses se realizará en forma conjunta con la amortización de capital.

Intereses Moratorios: Los intereses moratorios se devengarán desde la fecha de cada pago de amortización y servicio de intereses, respecto de la amortización y servicio impago. Los mismos ascenderán a una y media vez el interés compensatorio. Los intereses compensatorios no cancelados a su vencimiento serán capitalizados, devengándose el interés moratorio sobre el nuevo capital.

Rescate anticipado: La emisora podrá rescatar parcial o totalmente en forma anticipada sus obligaciones negociables en las siguientes condiciones: Parcialmente: en cualquier momento después de ciento ochenta días contados a partir de la finalización del periodo de integración y hasta el 90% del monto total de la emisión. Totalmente: En cualquier momento a partir de la finalización del primer año contado a partir de la finalización del periodo de integración. El o los rescates anticipados deberán efectuarse al cien por cien de su valor nominal residual, más los intereses efectivamente devengados hasta la fecha de rescate, debiendo el emisor dar aviso a los Obligacionistas mediante publicación por tres días en el Boletín diario de la Bolsa de Comercio de Mendoza, con una anticipación mínima de 30 días corridos a la fecha del inicio del rescate en la que se pondrán a disposición de los obligacionistas los importes correspondientes al capital y renta devengada hasta la fecha de rescate.



Moneda de denominación y pago: las Obligaciones Negociables estarán denominadas en Dólares Estadounidenses, con sujeción al cumplimiento de todos los requisitos legales y regulatorios aplicables. Todos los pagos referidos a la amortización y rentas se efectuarán exclusivamente en dólares estadounidenses.

Cotización: Las Obligaciones Negociables cotizarán en la Bolsa de Comercio Mendoza bajo el régimen de Obligaciones Negociables Régimen General, de acuerdo al Reglamento de Cotización de la Bolsa de Comercio de Mendoza; aprobado por Asamblea General Extraordinaria celebrada el día 26 de noviembre de 1993 y por la Comisión Nacional de Valores por Resolución General N° 10.511, del 19 de mayo de 1994.

Destino de los fondos: Los recursos provenientes de la emisión de esta Serie I de Obligaciones Negociables garantizadas, se destinarán a integración del Capital de Trabajo en el país y a la ejecución de inversiones para ampliar las instalaciones actuales en la planta de producción que la empresa explota en la localidad de La Paz, provincia de Mendoza.

Causas de Incumplimiento: Son aplicables a la Emisora todos los supuestos de incumplimiento detallados en la sección “Causas de Incumplimiento en las Condiciones Generales del Programa” del Prospecto.

Compromiso y jurisdicción: Las Obligaciones Negociables se registrarán e interpretarán en conformidad con las Leyes de la República Argentina.

## **GARANTIAS DEL INSTRUMENTO**

Las Obligaciones Negociables Serie I estarán garantizadas mediante la Transferencia Fiduciaria de las utilidades de Ganadera La Paz S.A., correspondiente a cada ejercicio social, y hasta alcanzar el total de la emisión de la Serie I.

A los fines de garantizar el pago de la amortización de capital e intereses de las Obligaciones Negociables en sus respectivos vencimientos, Ganadera La Paz ha celebrado un Contrato de Fideicomiso de Administración y Garantía con Inversora Medrano S.A. Conforme el contrato celebrado, los bienes transferidos en propiedad fiduciaria se denominan “Derecho a las utilidades”. Se entiende por tales, los derechos a la percepción de los fondos provenientes de utilidades líquidas y realizadas provenientes de la actividad desarrollada por Ganadera La Paz S.A., en cada ejercicio económico. De tal forma, las utilidades que se transfieren son las que resultan de los estados contables aprobados anualmente dentro de los plazos establecidos por las normas de la CNV.

Respecto del monto de la garantía, el contrato dispone que el Fiduciario recibirá en propiedad fiduciaria en forma anual, y una vez aprobado el balance anual, las utilidades líquidas y exigibles hasta cubrir: (i) el total de los Servicios, con más los intereses, gastos, impuestos y honorarios correspondientes al vencimiento anual y correspondiente a la totalidad de los Servicios pendientes de pagar y correspondiente a la Emisión de Obligaciones Negociables Serie I; (ii) honorarios del Fiduciario; (iii) impuestos y gastos del fideicomiso. Toda suma remanente que resulte una vez cancelado las obligaciones enunciadas, continuarán en propiedad fiduciaria, y el Fiduciario deberá administrarlas.

En función de lo descrito respecto del funcionamiento de las garantías, las mismas actúan como un mecanismo de pago, reteniendo el resultado de las inversiones realizadas a los fines de hacer frente al pago de los servicios de la emisión de la Serie I. De esta manera, se asegura que la utilidad que se genere por la explotación agrícola se canalice hacia el pago de los servicios de deuda, y gastos. Por otra parte, en la medida que los resultados del emprendimiento excedan los compromisos de los servicios y gastos, la cesión de dichos derechos permitirá al fiduciario la constitución de un fondo, que se acumulará en la cuenta fiduciaria durante los ejercicios económicos que le permitirá contar con fondos para el repago del capital a su vencimiento. De otra manera, estos fondos quedarían en la empresa. A pesar de lo expuesto, está claro que dichas garantías son dependientes del proyecto, y están vinculadas estrechamente con el éxito económico del mismo.

Es por ello, que la calificación se basa en el análisis y características de los flujos de la explotación agrícola, y por ende, en su capacidad para generar los recursos para afrontar los compromisos de la emisión. La calificación no incluye una mejora por las características de las garantías instrumentadas.

## DEFINICION DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

**CALIFICACION OTORGADA: BBB.** Corresponde a aquellos instrumentos con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero susceptible de ser afectada ante eventuales cambios en el emisor, en la industria a que éste pertenece o en la economía y que presentan, además, a juicio del Consejo de Calificación, una muy buena combinación de las variables indicativas de riesgo.

## INFORMACIÓN UTILIZADA

- Estados Contables al 30 de junio de 2020 | [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

A la fecha, la Calificadora no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económica - financiera de Ganadera La Paz S.A. y que, por lo tanto, generan un aumento del riesgo para los acreedores actuales o futuros de la empresa.

La información cuantitativa y cualitativa suministrada por Ganadera La Paz S.A. se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose la Calificadora 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.