



## OBLIGACIONES NEGOCIABLES

### Sideco Americana Sociedad Anónima

Buenos Aires,  
9 de Octubre de 2014

**INFORME TRIMESTRAL  
COMPLETO**

**SIDECO AMERICANA S.A.**  
Av del Libertador 498 Piso 18  
Ciudad de Buenos Aires  
Argentina

**Analista responsable:**  
Julieta Picorelli  
[jpcorelli@evaluadora.com.ar](mailto:jpcorelli@evaluadora.com.ar)

**Consejo de Calificación:**  
Julieta Picorelli  
Murat Nakas  
Hernán Arguiz

**Manual de Calificación:**  
Metodología de Calificación  
de Deuda ó Instrumentos de  
Deuda Emitidos por  
Empresas

**Último Estado Contable:**  
Estados Contables al 30 de  
Junio de 2014

**Fecha de vencimiento del  
instrumento calificado:**  
10 de Diciembre de 2014

Títulos calificados	Monto	Calificación
Obligaciones Negociables sin Garantía	V/N U\$S 13.540.775	BB

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.
- Los indicadores de rentabilidad son favorables a la empresa. Se considera que los indicadores de liquidez, endeudamiento, calce de plazos y descalce de monedas se encuentran en un nivel de riesgo medio.
- El grado de riesgo del sector fue calificado en nivel medio.
- Se considera que la empresa presenta un buen posicionamiento dentro del sector que opera.
- Las características de la Administración y Propiedad son favorables.
- Se considera que el instrumento cuenta con los resguardos suficientes.

**ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA**

Sideco es una sociedad holding dedicada básicamente a la prestación de servicios públicos y al desarrollo de proyectos de infraestructura a través de sociedades controladas y vinculadas. Lleva adelante operaciones comerciales en Argentina, Brasil, Uruguay, Chile y Colombia. Se ha organizado como sociedad anónima bajo la ley argentina por un plazo de 99 años desde la fecha de inscripción el 15 de mayo de 1961.

Inició sus actividades en 1961 como una empresa constructora y de ingeniería especializada en obras de ingeniería civil y electromecánica y en la construcción de infraestructura de viviendas, plantas industriales y obras civiles. Durante más de 40 años ha desarrollado importantes actividades comerciales en Argentina y en otros países de América Latina. Una parte substancial de sus proyectos abarca la construcción y el desarrollo de infraestructura contratados por organismos nacionales y provinciales en Argentina y en Brasil. Hacia fines de la década de 1980, el sector público padeció una creciente inflación causada fundamentalmente por el incremento del déficit fiscal y la falta de confianza pública en las medidas económicas. Como resultado de éstas y otras dificultades económicas, los gobiernos provinciales y el gobierno federal incumplieron sus obligaciones de pago respecto de sus empresas y, asimismo, redujeron drásticamente los gastos en el sector de la construcción obligando a la empresa a explorar otros sectores de negocios y en otros mercados geográficos. En la década de 1990, focalizó su estrategia comercial en el proceso privatizador argentino, y hacia las áreas de servicios públicos e infraestructura. Por consiguiente, logró capitalizar su experiencia en materia de desregulación y privatización en Argentina y recurrió a sus alianzas estratégicas para expandir y fortalecer sus operaciones en dichos sectores en el mercado brasileño.

Además de los citados sectores, en el pasado, Sideco ha realizado operaciones comerciales e industriales en otras áreas en Brasil y Argentina, incluyendo la distribución y transporte de gas natural, la generación de electricidad, la prestación de servicios de tecnología de la información en la Argentina, y la manufactura y procesamiento de alimentos en Brasil. En los últimos años ha vendido estas unidades de negocios como parte de su estrategia de enajenación de activos no básicos para centrar el foco en obras de ingeniería, infraestructura y servicios públicos y ha aplicado el producto de la venta de ciertos activos a la reducción de su deuda.

Actualmente una parte importante de su capital, operaciones y clientes está situada en Argentina y en Uruguay. La situación financiera y el resultado de sus operaciones dependen fundamentalmente de las condiciones políticas y macroeconómicas prevalecientes en Argentina y en Uruguay. Una parte substancial de la deuda de Sideco se encuentra expresada en dólares estadounidenses, aunque también posee activos en moneda extranjera.

A continuación se describen las unidades de negocios que posee la compañía:

***Energía***

En la actualidad la empresa se encuentra desarrollando el proyecto de Virtual Gasnet International (VGI), continua la explotación de la empresa GNC Galileo y prosigue las operaciones de transmisión de energía a través de la empresa Litsa.

**Litsa** continúa con la explotación de la operación de transmisión de líneas de energía eléctrica. Durante el primer semestre del año 2014 Litsa S.A. continuó con la operación del Segundo Tramo del Sistema de Transmisión asociado a la Central Hidroeléctrica de Yacyretá. De la misma manera se ha cumplido satisfactoriamente con la operación y mantenimiento del Subtramo Norte del Tercer Tramo del Sistema de Transmisión de Yacyretá y el segundo año de operación y mantenimiento de la Interconexión NOA-NEA Subtramo Este.

El total de energía transportada en el año 2013 fue un 0,97% inferior al año anterior y durante el primer semestre de 2014 el total de energía transportada fue inferior en 214 GWh a igual período del año 2013. Esta energía transportada representa casi el 11% de la energía de todo el Sistema Argentino de Interconexión, en relación a las demandas netas de energía del SADI, que fueron según Cammesa durante el año 2013 del orden de los 128.033 GWh y durante el 1º semestre del año 2014 del orden de los 64.781 GWh. Los valores de energía transportada fueron afectados por las condiciones de despacho.

**Galileo Technologies S.A.** (anterior **GNC Galileo S.A.**) es una sociedad compuesta por Comara en un 50% y Galileo Argentina S.A. en un 50%. Su principal actividad es la producción, fabricación, elaboración y transformación en todas sus formas, en todo lo concerniente con la industria mecánica y electromecánica de máquinas, equipos para la comprensión, expendio y regulación de gas, instrumental electrónico y electromecánico, su instalación, reparación y mantenimiento.

Las ventas de Galileo Technologies S.A. muestran un mínimo descenso del 1% respecto al período enero / junio del año 2013, alcanzando los US\$ 17,2 millones para el período enero / junio 2014. De dicho monto el 64% corresponde a ventas del mercado exterior siendo los principales destinos Perú, Georgia, Indonesia y Kazajstán.

**Virtual Gasnet International** (en adelante "VGI") detenta una participación en el 51% de GNC Energía Perú S.A. en sociedad con PETROPERU SA. GNC Energía Perú SA tiene como objetivo la comercialización de gas natural en Perú, procurando abastecer a clientes industriales y estaciones de servicio que despachen gas natural comprimido para uso vehicular. El año 2013 cerró con un volumen de venta de 6,1 millones de metros cúbicos.

En el año 2011 fue aceptada una oferta realizada por VGI para la provisión del servicio de generación y provisión de energía eléctrica a partir de GNC en un establecimiento minero ubicado en la provincia de Santa Cruz, República Argentina. Debido a que la operación presentó algunas dificultades no contempladas originalmente, el servicio se cumplió con alguna insatisfacción de las partes. Si bien se renegociaron ciertos términos del Contrato, persistieron algunas controversias sobre ciertos aspectos del servicio. Durante los primeros meses del año 2014 se estableció un período de negociación entre VGI y el Cliente, cuyo resultado fue infructuoso. Actualmente VGI se encuentra evaluando con sus asesores legales la estrategia legal más conveniente para el reclamo de los conceptos adeudados por el Cliente en virtud de la rescisión del Contrato y la pronta solución de las controversias existentes con el Cliente.

***Servicios ambientales***

La Sociedad participa en Conilair y en los Consorcio Ecotecno Maldonado y Consorcio Ecotecno, los cuales desarrollan sus actividades en la República Oriental del Uruguay. Desde el año 2009, Sideco logró penetrar dicho mercado en forma exitosa, valiéndose de una tecnología revolucionaria para Latinoamérica. Los consorcios operan contratos en los departamentos de Maldonado y Canelones, bajo la marca Ecotecno.

Los servicios prestados para el departamento de Canelones comprenden recolección automática y manual de residuos sólidos urbanos, transferencia de residuos, voluminosos, vegetales y basurales. La empresa es el principal operador privado en esta industria en el departamento, con actividad en las principales ciudades como Las Piedras y Pando. La innovación en este departamento se ha alcanzado con la construcción de la primera estación de transferencia de residuos del país y la incorporación del primer lavador automático para contenedores de recolección trasera.

En los departamentos de Maldonado y Punta del Este los servicios de recolección de residuos, barrido y mantenimiento de áreas verdes se mantienen como los mejores en el ranking de las encuestas realizadas por la intendencia sobre la evaluación de los vecinos sobre sus servicios. En ellos se han incorporado barredoras autopropulsadas de última generación de gran versatilidad para lugares de difícil acceso y alto tránsito de turistas.

En el área de gestión de residuos sólidos, la sociedad participa en Distiklos S.A., empresa que ha adquirido equipamiento de última generación para el tratamiento de residuos patológicos. El tratamiento garantiza la esterilización al triturar previamente los residuos para luego tratarlos automáticamente, sin generar ningún tipo de emisión al medio ambiente y a precios competitivos.

***Agrícola ganadero – Yuto S.A.***

Dentro de la estrategia de Yuto se destaca el impulso dado al cultivo de granada. Actualmente la superficie total plantada de granadas es de 300 hectáreas. Las temporadas estivales 2011/12 y 2012/13 fueron de intensa sequía en la región NOA y las temperaturas extremas afectaron el desarrollo del cultivo, retrasando la posibilidad de comercialización de frutas de Yuto S.A.. El inicio de la temporada 2013/14, encuentra a la plantación atravesando un período de stress posterior al problema anteriormente señalado, lo que compromete la calidad de la fruta de la temporada 2013/14.

**I. ANALISIS DE RIESGO****II. ANALISIS PREVIO****II.1 Calificación de la Información**

La Calificadora considera que la información suministrada por la Empresa es suficiente para realizar el procedimiento normal de calificación, por lo cual no corresponde por este motivo calificar a la empresa en Categoría E.

**II.2 Prueba de corte**

La Cobertura de Corte muestra un resultado de 4,7, por lo cual tampoco corresponde calificar a la empresa en categoría D, pudiendo aplicarse los pasos previstos en los Procedimientos Normales de Calificación del citado Manual.

### III. PROCEDIMIENTOS NORMALES DE CALIFICACION

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

##### 1) Cobertura histórica de gastos financieros (CGF)

La CGF arroja un resultado de 4,6, considerando los datos de los estados contables anuales cerrados en Diciembre 2011, 2012 y 2013 y los estados contables intermedios a Junio de 2014. La rentabilidad promedio sobre activos para dicho período fue de 11,1%.

#### *Otros indicadores relevantes seleccionados*

Indicador seleccionado	Valor/índice
Rentabilidad promedio de activos	11,12%
Coefficiente de variación de la rentabilidad	27,46%
Tendencia de la rentabilidad	Creciente
Calce de plazos (plazo para amort. deuda)	1,53
Liquidez acida	0,70
Liquidez proyectada	0,99
Endeudamiento	0,57
Descalce de monedas	-0,18

A Junio de 2014, el coeficiente de variación tomó un valor de 27,5% debido a un aumento de la rentabilidad durante los últimos ejercicios anuales, lo que resultó – tomando los tres últimos balances anuales y el último trimestral anualizado - en un desvío estándar de la rentabilidad de 3,0% y una rentabilidad promedio sobre activos de 11,1%.

Para el calce de plazos, se calcula el plazo en el que la utilidad neta esperada amortiza la deuda no corriente. Dicho plazo es cercano a 2 años dado que la deuda a más de un año asciende a \$ 88,0 millones y la utilidad neta esperada es de \$ 57,8 millones.

La liquidez ácida presenta un coeficiente de 0,7, mientras que la Liquidez Proyectada a dos años arroja un coeficiente de 1,0.

El indicador de endeudamiento es del 57%, el cual surge de un pasivo de \$ 367,2 millones y un activo de \$ 641,1 millones.

El indicador de descalce de monedas es negativo debido a que los activos nominados en moneda extranjera superan a los pasivos en moneda extranjera.

Los indicadores de rentabilidad y liquidez proyectada son favorables a la empresa. Se considera que los indicadores de liquidez ácida y endeudamiento, el calce de plazos y el descalce de monedas se encuentran en un nivel de riesgo medio.

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

**La Calificadora ha realizado el análisis del grado de riesgo del sector considerando a la empresa en el de servicios ambientales debido a la participación que dicho segmento ocupa en sus ventas totales. En particular, debido a la participación de la Sociedad en Ecotecno y en los Consorcio Ecotecno Maldonado y Consorcio Ecotecno, el análisis del sector se focaliza en la recolección y tratamiento de residuos sólidos en Uruguay.**

**Por otra parte, la segunda unidad de negocios importante - en término de ventas totales - corresponde a la generación y transporte de energía por lo cual se analizó de manera complementaria las perspectivas de este sector.**

Se estima que ambos sectores presentan un nivel medio de riesgo.

### ***Servicios Ambientales - Residuos Sólidos en Uruguay***

Desde la década de los '80 la República Oriental del Uruguay ha iniciado un proceso de reflexión acerca la temática relacionada al medio ambiente, salud y desarrollo. En la actualidad, Uruguay es uno de los países con mayor cobertura de servicios de recolección de residuos sólidos, alcanzando prácticamente la cobertura universal.

En forma general, este tema ha tomado una gran importancia en toda la región latinoamericana durante los últimos años. Uno de los mayores cambios registrados en la región se relaciona con la evidente voluntad política de agencias nacionales del medio ambiente, gobiernos subnacionales y municipios de elaborar estrategias o planes de manejo de residuos sólidos municipales<sup>1</sup>. Una cantidad creciente de gobiernos de la región está tomando conciencia sobre los impactos negativos que una mala gestión de los residuos sólidos tiene sobre su población y el medio ambiente.

La creciente preocupación sobre el tratamiento de residuos sólidos está generando una mejora tecnológica en la recolección de residuos sólidos en términos de cobertura y calidad y un mayor interés por investigar las necesidades y problemáticas del sector.

Si bien todavía se necesita profundizar en diversas líneas de acción para alcanzar una gestión adecuada de los residuos sólidos, en la última década se registraron importantes avances en cuanto a políticas, normativa y cobertura de los servicios. En particular, el esfuerzo emprendido por los países para extender la cobertura de los servicios ha sido muy importante. La Evaluación realizada en 2010 conjuntamente por la OPS, la AIDIS, el BID y los gobiernos de la región Latinoamericana<sup>2</sup> indica que, entre 2002 y 2010:

<sup>1</sup> "Manejo de Residuos Sólidos. Lineamientos para un Servicio Integral, Sustentable e Inclusivo", Horacio Terraza, Banco Interamericano de Desarrollo, Año 2009, Nota Técnica No. IDB-TN-101.

<sup>2</sup> "Informe de la Evaluación Regional del Manejo de Residuos Sólidos Urbanos en LAC 2010.", trabajo conjunto de la Organización Panamericana de la Salud (OPS), la Asociación Interamericana de Ingeniería Sanitaria y Ambiental

- La cobertura total del servicio de barrido se incrementó en 10 pp (de 72% a 82,3%);
- La cobertura del servicio de recolección aumentó del 81% al 93,4%;
- La cobertura de disposición final a través de rellenos sanitarios creció 2,5 veces.

En resumen, la industria presenta perspectivas de desarrollo debido a la creciente preocupación sobre el tema y al hecho que el crecimiento económico y los altos niveles de consumo, sumado al crecimiento de la población (especialmente en áreas urbanas) generan un constante aumento en la generación de residuos. Esto implica que el sector debe innovar de manera permanente buscando mejores tecnologías de tratamiento de residuos y formas de disposición final sanitariamente seguras.

A niveles subnacionales, son los municipios quienes se encargan de contratar el servicio de recolección de residuos sólidos, cuya operación puede adoptar distintas modalidades (incluso puede ser el mismo municipio quien brinde el servicio). En los últimos años, el sector privado ha adquirido una mayor importancia, no sólo en la provisión de servicios sanitarios urbanos sino también en las inversiones sobre el sector de residuos sólidos.

El sector generalmente se encuentra regulado por un contrato estipulado y administrado por municipios, quienes muchas veces sufren de profundas carencias técnicas y serias limitaciones en su manejo financiero. En consecuencia, si bien la concesión del servicio suele durar varios años, es en última instancia el municipio quien elige al proveedor del servicio. Una de las mayores debilidades que presenta el sector a nivel sub-nacional tiene que ver con el marco regulatorio y con el papel de la municipalidad como regulador.

Son varias las debilidades del marco regulatorio:

- (i) La legislación existente es sumamente dispersa, inconsistente y muy poco específica, además de que presenta superposiciones jurisdiccionales e institucionales. Esta situación hace aún más compleja la tarea del control, monitoreo ambiental y de salud pública, que también posee limitaciones naturales debido a las restricciones presupuestarias de las agencias responsables. Por lo general, es difícil establecer claramente si la aplicación normativa es responsabilidad municipal, regional o nacional, y si la agencia competente corresponde al sector salud o al de medio ambiente.
- (ii) Como se señaló, el sector se encuentra regulado por municipios que sufren de profundas carencias técnicas y serias limitaciones en su manejo financiero. En consecuencia, dos de los aspectos fundamentales de un sistema regulatorio --precio y calidad del servicio-- no son entendidos adecuadamente por el municipio. Esto no sólo impide su debido control sino que también contribuye a crear una sensación generalizada de exceso, o de falta de transparencia, en los precios que éste paga por el servicio.
- (iii) Quizás uno de los problemas más serios es el conflicto de intereses generado en el municipio, en la medida en que éste opera simultáneamente como proveedor del servicio y regulador.

Las falencias antes mencionadas, aunadas a la falta de un verdadero organismo regulador ó de una institución a nivel nacional que pueda orientar a los municipios en la

---

(AIDIS), el Banco Interamericano de Desarrollo (BID) y los gobiernos de los países intervinientes de América Latina y el Caribe, Publicación No. IDB-MG-115.

formulación de los contratos, derivan en la falta de correlación entre el servicio deseado y el monto pagado. Se suelen dar dos situaciones: (1) se ejecutan contratos en donde se paga menos de lo necesario para proveer un servicio adecuado y el operador ofrece un servicio técnico deficiente que el municipio no está en condiciones de detectar; ó (2) se paga en exceso y el municipio tampoco está en condiciones de evaluar este sobreprecio. En general esta situación no contribuye a la transparencia en la prestación del servicio.

### ***Generación y Transporte de Energía***

La generación neta de energía eléctrica del Sistema Interconectado Nacional alcanzó en el mes de Junio de 2014 los 11.291 Gwh, registrando una suba del 5,7% respecto de igual mes de 2013; mientras que en el acumulado de los doce meses del año 2013 respecto de igual período del año anterior observa un incremento del 3,2%.

En Junio de 2014, la demanda de energía eléctrica del Mercado Eléctrico Mayorista tuvo una variación positiva del 5,2% respecto al mismo período del año anterior; mientras que la demanda del sistema ha crecido el 4,3% durante el año móvil acumulado.

En virtud de la importancia de las temperaturas en la demanda de electricidad, merece señalarse que en el referido mes de Junio de 2014 la temperatura media fue de 12,4º C, mientras que en igual período del año pasado el promedio había alcanzado los 12,8º C y la histórica del mes registró un promedio de 11,6º C.

Es oportuno señalar que la Comisión Técnica Mixta de Salto Grande operó con aportes hidráulicos muy superiores a los registrados como históricos del mes, mientras que en Yacyretá las observaciones efectuadas también verifican niveles que superan a los del pasado; por su parte en Futaleufú se registraron caudales levemente inferiores a los observados históricamente. En la cuenca del Comahue los aportes de los ríos Limay, Neuquén y Collón Curá fueron inferiores a los registrados en el pasado.

Consultadas acerca de sus expectativas para el tercer trimestre de 2014, la mayoría de las empresas coincidió en afirmar que aumentará la demanda interna, realizará nuevas inversiones y continuará con otras que tendrán como destino prioritario: mejorar la calidad del servicio, aumentar la producción y reducir otros costos no laborales.

De acuerdo con datos del Indicador Sintético de Energía (ISE), la producción de las formas secundarias de energía seleccionadas para el cálculo del Índice registró variaciones positivas del 1,7% entre el acumulado del primer semestre de 2014 e igual período de 2013 en la serie con estacionalidad y del 1,6% en la serie desestacionalizada.

Cabe aclarar que en el corto plazo (dentro del año) la rentabilidad de la industria puede verse afectada por variaciones hacia arriba o hacia abajo en los costos de producción. La evolución temporal de la demanda depende del grado de desarrollo de la economía.

La aplicación de la normativa que rige al Mercado Eléctrico Mayorista se vio fuertemente afectada luego del cambio normativo y regulatorio a principios de 2002. Los cambios en el marco regulatorio restringieron la inversión necesaria para satisfacer por completo la demanda interna -y externa- dado que la proporción de la producción destinada a la



demanda local aumenta y la capacidad de exportar depende de la demanda interna.

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

La empresa mantiene una buena posición en el sector de residuos sólidos. En Uruguay, Ecotecno tiene un importante market share dentro del grupo de prestadores privados, y es el principal operador privado de la industria en el departamento de Canelones.

El servicio de recolección de residuos sólidos se realiza bajo la modalidad de licitación por lo cual es de difícil sustitución a corto y mediano plazo. Los contratos de Ecotecno con las localidades de Las Piedras, Pando y Maldonado duran entre tres y siete años con posibilidades futuras de renovación. Por ejemplo, en el caso de Maldonado, con la renovación del contrato, el servicio continuaría hasta el año 2023.

El estudio de Gestión Municipal ordenado por la intendencia de la Municipalidad de Maldonado y realizada por el estudio Factum reveló que el servicio de recolección de residuos es el servicio mejor valorado de todos los servicios municipales con el nivel de aprobación del orden del 90%. Asimismo, la empresa no ha recibido ninguna multa desde el comienzo de sus operaciones.

Las ventas acumuladas en el período enero/junio del presente año alcanzaron los U\$S 4,3 millones. Al 30 de junio de 2014, 275 personas, 120 equipos, incluyendo camiones compactadores, equipos lavadores y barredoras automáticas y otros equipos, brindan un servicio de buena calidad, según el mencionado Estudio de Gestión Municipal ordenado por la intendencia de la Municipalidad de Maldonado y las opiniones de los turistas que visitan las ciudades antedichas.

### **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 y que la misma posee estructuras organizacionales acordes a los requerimientos de sus actividades y adecuados sistemas de planificación y control.

El actual capital social es de \$ 183.016.999. El mismo está representado por las acciones Clase A en circulación, cada una con valor nominal un peso (\$ 1,00) y cinco votos por acción. La siguiente tabla muestra la distribución de las acciones:

<b>Accionista</b>	<b>Porcentaje</b>
Socma Americana S.A.	59,61%
Inversid S.A.	40,00%
Finanz E.A.G. Holding	0,39%

Socma es una sociedad de negocios altamente diversificada. A través de sus sociedades controladas y vinculadas en la Argentina y Brasil, Socma opera en empresas de servicios públicos, construcción e ingeniería, desarrollos inmobiliarios, servicios de información, y soluciones de pago.

Con fecha 24 de enero de 2011, Socma Americana S.A. aportó acciones ordinarias escriturales Clase A, representativas del 40% del capital social de Sideco, a Inversid S.A., sociedad con domicilio en la Ciudad Autónoma de Buenos Aires. El aporte realizado incluye la totalidad de los derechos políticos y económicos correspondientes a dichas acciones, como así también las obligaciones derivadas de la calidad de accionistas de la Sociedad y que el mismo no afecta la estructura de control preexistente de ésta última, por cuanto el capital social mayoritario de Inversid S.A. está en poder de Socma Americana S.A., respondiendo esta modificación a una reorganización societaria dentro del mismo grupo empresario.

Finanz E.A.G. Holding S.A. es un holding italiano que anteriormente tenía una participación del 15% en la empresa.

En base a los puntos 1), 2), 3) y 4) precedentes se califica la capacidad de pago esperada de la empresa en **Categoría B**.

#### **5) Análisis de Sensibilidad**

Se consideraron dos escenarios adversos para el período 2014-2016 a efectos de recalificar la Capacidad de Pago Esperada.

**Cabe destacar, que los compromisos financieros de la compañía se encuentran totalmente calzados con créditos a cobrar provenientes de las ventas de los negocios de IECSA y Creaurban. De esta manera, el repago de la deuda está relacionado con la cobranza de los créditos, y en menor medida con la generación de caja de las unidades de negocios de la compañía.**

#### **ESCENARIO BASE**

El escenario base mantiene a grandes rasgos la tendencia de crecimiento de la empresa y los aumentos de costos observados en los últimos ejercicios anuales. Las ventas en pesos aumentan un 40% y los costos aumentan de manera que se mantiene constante la relación con los ingresos observada en el ejercicio anual de 2013. Los costos de administración y comercialización aumentan en un porcentaje similar al último ejercicio anual, las amortizaciones aumentan un 20% y la tasa pasiva aumenta en 100 puntos básicos sobre la tasa actual.

#### **ESCENARIO 1**

El primer escenario consiste en un aumento de ventas menor al estimado en el escenario base -con una diferencia de 5 puntos porcentuales- y un aumento de la relación costos de mercadería vendida/ingresos y de los costos de administración y comercialización 3% mayor a la del escenario base. La tasa pasiva es 200 puntos básicos superior a la actual.

#### **ESCENARIO 2**

El segundo escenario presenta una situación aún más desfavorable, con mayor caída de ingresos ventas (10% menor que en el escenario base) y un aumento de la proporción de costos con dichos ingresos y de los gastos de administración y comercialización del 5% y una tasa pasiva 300 puntos básicos mayor, todo en relación al escenario actual.

	2014	2015	2016
<b>Escenario Base</b>			
Margen Bruto	19,6%	19,6%	19,6%
Margen EBITDA	8,6%	9,3%	9,9%
Margen EBIT	5,8%	6,9%	8,0%
CGF Proyectada	8,5	10,1	12,5
<b>Escenario I</b>			
Margen Bruto	16,6%	16,6%	16,6%
Margen EBITDA	4,8%	4,8%	4,9%
Margen EBIT	2,0%	2,3%	2,6%
CGF Proyectada	4,9	5,4	6,0
<b>Escenario II</b>			
Margen Bruto	14,7%	14,7%	14,7%
Margen EBITDA	2,2%	1,4%	0,7%
Margen EBIT	-0,8%	-1,3%	-1,8%
CGF Proyectada	2,8	2,5	2,1

La calificación preliminar de la empresa se mantiene en **Categoría B**.

**b) Características del Instrumento**

*Cabe destacar que los términos y condiciones de las Obligaciones Negociables deben leerse conjuntamente con el Suplemento de Emisión.*

**Compromisos**

A continuación se detallan ciertos compromisos asumidos por la Sociedad en función de los contratos de emisión de las Obligación Negociables no Garantizadas:

- Pago de Capital e Intereses: La Sociedad se obliga a pagar en forma debida y puntual el capital e intereses y cualquier Suma Adicional emergente de las Nuevas Obligaciones Negociables.
- Mantenimiento de Seguros: La Sociedad se obliga y hará que cada una de sus Subsidiarias se obligue, al mantener seguros con compañías de seguros financieramente sanas, responsables y respetables.
- Conservación de la existencia societaria: La Sociedad se obliga y hará que cada una de sus Subsidiarias se obliguen a mantener en vigencia su existencia societaria y todas las inscripciones necesarias a tal fin.
- Cumplimiento de leyes: La Sociedad cumplirá y hará que cada una de sus Subsidiarias cumpla con todas las leyes, normas, reglamentos, órdenes y resoluciones aplicables emitidas por cada organismo del estado que tenga competencia sobre los negocios de la Sociedad o los de sus Subsidiarias.

- Cumplimiento de otras obligaciones: La Sociedad cumplirá y hará que cada una de sus Subsidiarias cumpla con todas las obligaciones impuestas a la Sociedad y a sus Subsidiarias, de acuerdo con los Contratos de Emisión de las Nuevas Obligaciones Negociables y los Documentos de la Garantía.
- Notificación de incumplimiento: La Sociedad notificará al Fiduciario sin demora (y, en todo caso, dentro del plazo de 10 días hábiles) luego de que una Persona Responsable tome Conocimiento (o que razonablemente debiera haber tomado Conocimiento) del acaecimiento de cualquier Incumplimiento, Supuesto de Incumplimiento o Incumplimiento Especificado.
- Mantenimiento de Libros y Registros: La Sociedad se obliga y hará que cada una de sus Subsidiarias se obligue a mantener sus libros y registros contables de conformidad con los PCGA Argentinos o, en el caso de las Subsidiarias constituidas bajo las leyes de una jurisdicción distinta de la Argentina, se aplicarán los principios de contabilidad generalmente aceptados en tal jurisdicción, incluyendo los PCGA Brasileños.
- Otras acciones: La Sociedad tomará cualquier medida, dará cumplimiento a cualquier condición o llevará a cabo cualquier otra acción (incluyendo la obtención o gestión de cualquier consentimiento necesario, aprobación, autorización, excepción, presentación, licencia, orden, inscripción o registro) en cualquier momento en que sea razonablemente requerido, a juicio del Fiduciario y/o del Fiduciario de la Garantía, según sea el caso, lo que se llevará a cabo, cumplirá o realizará con el objeto de (i) permitirle que en forma legal celebre, ejerza sus derechos y cumpla con sus obligaciones de conformidad con las Nuevas Obligaciones Negociables y el respectivo Contrato de Emisión de Nuevas Obligaciones y los Documentos de Garantía, según sea el caso; (ii) asegurar que tales obligaciones sean legalmente contraídas y legalmente exigibles; (iii) lograr que las Nuevas Obligaciones Negociables, el respectivo Contrato de Emisión de Nuevas Obligaciones y los Documentos de la Garantía sean considerados admisibles como prueba ante los tribunales de Argentina, Brasil y/o el Estado de Nueva York, según sea el caso; y (iv) permitir que el Fiduciario y el Fiduciario de la Garantía ejerzan y exijan sus respectivos derechos de conformidad con el respectivo Contrato de Emisión de Nuevas Obligaciones Negociables y los Documentos de la Garantía y llevar a cabo los términos, disposiciones y objeto de los mismos.
- Informes al Fiduciario: La Sociedad proveerá al Fiduciario
  - (i) tan pronto como se encuentre disponible, pero en todo caso, dentro del plazo de 120 días desde la finalización de cada ejercicio económico de la sociedad y de cada Subsidiaria Restringida, una copia del balance general consolidado y no consolidado auditado de la Sociedad y de cada una de las Subsidiarias Restringidas;
  - (ii) tan pronto como se encuentre disponible, pero en todo caso (A) dentro del plazo de 75 días contados desde la finalización de cada uno de los primeros tres trimestres fiscales del Emisor, y (B) dentro del plazo de 90 días desde la finalización de cada uno de los tres primeros trimestres

- fiscales de cada una de las Subsidiarias Restringidas, una copia del balance consolidado y no consolidado no auditado de la Sociedad y de cada una de las Subsidiarias Restringidas; y
- (iii) en forma simultánea con la entrega de los estados contables referidos en los párrafos (i) y (ii) anteriores, un certificado de una Persona Responsable indicando que tales estados contables presentan razonablemente la situación patrimonial y los resultados de las operaciones de la Sociedad y de sus Subsidiarias (sujeto a los habituales ajustes de auditoría de fin de año).
- Operaciones con Personas Relacionadas. La Sociedad no celebrará ni consentirá, directa o indirectamente, ni permitirá que ninguna de sus Subsidiarias, en forma directa o indirecta, celebren ni consientan la existencia de ninguna operación o serie de operaciones (incluyendo, sin carácter limitativo, la compra, venta, locación o permuta de activos, bienes o servicios) junto con o a favor de cualquier Afiliada, salvo que tal operación o serie de operaciones sea realizada en términos no menos favorables para la Sociedad o para dicha Subsidiaria, según sea el caso, de lo que se obtendría en una operación comparable entre partes independientes (con la excepción de que lo anterior no podrá limitar los pagos adeudados a la Sociedad por sus Subsidiarias y Afiliadas en concepto de servicios financieros, de administración y de otro tipo prestados por la Sociedad).

A continuación se detallan los supuestos de incumplimiento:

- a. el incumplimiento por parte del Emisor de la obligación de pagar capital o intereses (o Sumas Adicionales, si las hubiera) de cualquier Nueva Obligación Negociable cuando de acuerdo con los términos de la misma dichas sumas se tornaran exigibles y pagaderas (ya sea al vencimiento, por caducidad anticipada de plazos, rescate, cancelación anticipada obligatoria u otro motivo) y, con respecto a los intereses, dicho incumplimiento subsistiera durante un ejercicio de 30 días; o
- b. el incumplimiento por parte del Emisor (i) en la debida observancia o cumplimiento de cualquier otro compromiso, acuerdo u obligación con respecto a las Nuevas Obligaciones Negociables o la Garantía, establecidos en las Nuevas Obligaciones Negociables, en el respectivo Contrato de Emisión de Nuevas Obligaciones Negociables o en los Documentos de la Garantía, si dicho incumplimiento subsistiera durante un período de 30 días luego de notificación escrita cursada al Emisor por el Fiduciario en tal sentido, el Fiduciario de la Garantía o tenedores de un mínimo del 25% del monto de capital total de las Obligaciones Negociables Garantizadas; o (ii) si se produjera un Supuesto Especificado; o
- c. el incumplimiento por parte del Emisor o cualquier Subsidiaria Restringida de (i) la obligación de pagar cuando fuera exigible (ya sea al vencimiento, por caducidad anticipada de plazos, rescate, cancelación anticipada obligatoria u otro motivo) cualquier suma en concepto de capital, prima o cargo por cancelación anticipada (si lo hubiera) o intereses respecto de cualquier Endeudamiento (existente en la actualidad o incurrido más adelante) del Emisor o de tal Subsidiaria Restringida cuyo

monto de capital total pendiente de pago ascienda como mínimo a U\$S 3.000 (o la suma que en ese momento sea el equivalente de tal monto en otra moneda) (y si tal incumplimiento subsiste después de transcurrido el período de gracia aplicable, si lo hubiera); o (ii) si se produjera cualquier otro supuesto o existiera una condición (y no se hubiera dispensado expresamente dicho supuesto o condición de acuerdo con los términos del mismo) en virtud de cualquier acuerdo o instrumento en relación con dicho Endeudamiento por un monto de capital total mínimo de U\$S 3.000 (o la suma que en ese momento sea el equivalente de tal monto en otra moneda) como consecuencia de lo cual dicho Endeudamiento se tornara exigible (por una causa que no fuera la opción de cancelación anticipada o rescate) con anterioridad a su vencimiento establecido; o

- d. que el Fiduciario de la Garantía y/o el Fiduciario deje en cualquier momento de contar con (i) derechos reales de garantía de primer grado de privilegio, o (ii) cesiones fiduciarias, según sea el caso, plenamente exigibles y perfeccionadas respecto de la totalidad de la Garantía, conforme a lo que se dispone en los Documentos de la Garantía y el respectivo Contrato de Emisión de Nuevas Obligaciones Negociables y en virtud de las respectivas leyes aplicables; o
- e. la declaración por parte de la República Argentina de una cesación general de pagos o de una moratoria en el pago de la deuda del Emisor (que no excluya expresamente las Nuevas Obligaciones Negociables) o de una emergencia pública, o la imposición de controles cambiarios u otras restricciones cuyo efecto sea prohibir o restringir la capacidad del Emisor para efectuar puntualmente el pago del capital o los intereses (o las Sumas Adicionales, si las hubiera) en virtud de las Nuevas Obligaciones Negociables, y como consecuencia de lo cual el Emisor incurriera en incumplimiento en el pago de los intereses y/o el capital cuando fuera exigible (incluyendo cualquier período de gracia aplicable a los mismos); o
- f. que el Emisor o cualquier Subsidiaria Restringida (i) solicite o preste su consentimiento para la designación de un administrador judicial, síndico, liquidador o funcionario similar para la totalidad o una parte sustancial de los activos y bienes del Emisor o de dicha Subsidiaria Restringida; (ii) se encuentre incapacitado o admita por escrito su incapacidad para hacer frente al pago de sus deudas al vencimiento; (iii) realice una cesión general a favor de los acreedores del Emisor o los de dicha Subsidiaria Restringida; (iv) sea declarado en quiebra o cesación de pagos mediante sentencia definitiva y firme; (v) solicite su propia quiebra, inicie un procedimiento concursal o solicite un acuerdo preventivo con sus acreedores (incluido un concurso preventivo o un acuerdo preventivo extrajudicial) o procure acogerse a cualquier ley aplicable en materia concursal (exceptuando (x) los pedidos de quiebra presentados contra el Emisor con anterioridad a la fecha de emisión de las Nuevas Obligaciones Negociables en tanto no se dicte sentencia definitiva y firme de su declaración de quiebra en relación con ellas (conforme se identifican en un anexo al correspondiente Contrato de Emisión de Nuevas Obligaciones Negociables), e (y) el acuerdo preventivo extrajudicial presentado por el Emisor el 6 de junio de 2003, y toda modificación del mismo con anterioridad a la Fecha de Emisión; o (vi) adopte una resolución societaria (incluyendo la contratación de asesores en relación con negociaciones actuales o potenciales con los acreedores) para dar efecto a cualquiera de los actos antes expuestos o su equivalente conforme a las leyes

- argentinas o cualesquiera otras que resulten aplicables; o
- g. que sin haber sido solicitado por el Emisor o cualquier Subsidiaria Restringida y sin su aprobación o consentimiento, se inicie contra ellos un proceso ante un tribunal competente en procura de su declaración de quiebra, reorganización, disolución o liquidación, una quita u otro acuerdo con sus acreedores, un reajuste de deuda, la designación de un síndico, administrador judicial, liquidador o funcionario similar respecto del Emisor o dicha Subsidiaria Restringida u otro recurso similar conforme a cualquier ley concursal aplicable; y que (i) tal proceso siga adelante sin ser desestimado por un período de 120 días consecutivos; o bien (ii) un tribunal competente dicte una orden, resolución o sentencia firme otorgando la principal reparación pretendida mediante tal procedimiento de quiebra, reorganización, disolución, liquidación, quita o acuerdo con los acreedores; o
  - h. que una resolución o sentencia firme dictada contra el Emisor o cualquier Subsidiaria Restringida (o cualquiera de sus respectivos bienes) ordene el pago de una suma de dinero que en cualquier fecha determinada exceda un monto de U\$S 3.000 (o el monto que en ese momento sea el equivalente de tal suma en otra moneda), si tal sentencia no fuera revocada, y que (i) un acreedor instituya un procedimiento de ejecución de dicha sentencia o resolución, o bien (ii) transcurra un período de 60 días desde el dictado de la sentencia o resolución durante los cuales la misma no sea revocada, no se dispense su cumplimiento o no se suspenda su ejecución; o
  - i. que cualquier autorización gubernamental necesaria para el cumplimiento de una obligación significativa del Emisor en virtud de las Nuevas Obligaciones Negociables, el respectivo Contrato de Emisión de Nuevas Obligaciones Negociables o los Documentos de Garantía no se obtuviera o dejara de estar en plena vigencia y efecto o de tener validez y existencia, o que fuera o se tornara ilícito para el Emisor cumplir con una o más de sus obligaciones en virtud de las Nuevas Obligaciones Negociables, el respectivo Contrato de Emisión de Nuevas Obligaciones Negociables o los Documentos de la Garantía; o
  - j. que un Organismo Gubernamental (i) nacionalice, confisque o de otro modo expropie la totalidad o una parte sustancial de los activos del Emisor o cualquiera de sus Subsidiarias Restringidas o de las Acciones Ordinarias del Emisor o de dichas Subsidiarias Restringidas, o (ii) asuma el Control de las actividades y operaciones del Emisor o de cualquiera de sus Subsidiarias Restringidas; o
  - k. que el Directorio o los accionistas del Emisor o de cualquiera de sus Subsidiarias Restringidas adopte una resolución, o que un tribunal competente dicte una resolución firme e inapelable en virtud de la cual el Emisor o cualquiera de sus Subsidiarias Restringidas deba disolverse, salvo con el propósito o en el contexto de una fusión por consolidación o por absorción u otra operación expresamente permitida en virtud del respectivo Contrato de Emisión de Nuevas Obligaciones Negociables y los Documentos de la Garantía; o

- I. cualquier hecho que de acuerdo con las leyes de la jurisdicción pertinente tuviera un efecto análogo a los supuestos mencionados precedentemente en los párrafos (f) y (g);

Si alguno de los Supuestos de Incumplimiento enunciados se produjera y subsistiera (A) a más tardar 30 (treinta) días después de que una Persona Responsable del Fiduciario tuviera Conocimiento de dicho Supuesto de Incumplimiento, el Fiduciario notificará tal circunstancia a los tenedores de las Nuevas Obligaciones Negociables de la manera estipulada en el respectivo Contrato de Emisión de Nuevas Obligaciones Negociables, notificación que se publicará durante 5 (cinco) días corridos en cada lugar de publicación, y (B) los Tenedores de un 25%, como mínimo, del monto de capital total de todas las Obligaciones Negociables Garantizadas que se hallen en Circulación en cualquier momento podrán declarar inmediatamente exigibles y pagaderas las Obligaciones Negociables Garantizadas.

Se considera que el instrumento cuenta con los resguardos suficientes.

#### **c) CALIFICACION FINAL**

**La calificación final de las Obligaciones Negociables emitidas por Sideco Americana S.A. se mantiene en CATEGORIA BB.**

**ANEXO: INDICADORES - ULTIMOS BALANCES ANUALES DE SIDECO AMERICANA S.A.**



Fecha Meses	Dic 13 12	Dic 12 12	Dic 11 12
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>			
<b>Indicadores de Liquidez</b>			
Liquidez Corriente	1,2	1,4	1,8
Liquidez Acida	0,7	1,1	1,5
Días Bienes de Cambio	58	45	177
Días Deudores por Venta	42	77	216
Días Cuentas a Pagar	61	70	261
Duración Ciclo de Caja	38	52	132
Capital de Trabajo / Activo Total	7,5%	11,8%	19,6%
<b>Indicadores de Solvencia</b>			
Activo Fijo / Activo Total	24,1%	31,0%	27,5%
Pasivo No Corriente + PN / Activo Total	61,8%	71,6%	72,9%
Pasivo Total / Activo Total	58,1%	52,5%	50,7%
Pasivo Corriente / Pasivo Total	65,8%	54,0%	50,6%
Deuda ByF / Pasivo Total	54,1%	60,7%	50,5%
Deuda ByF CP / Deuda ByF Total	52,3%	36,6%	28,4%
<b>Indicadores de Cobertura</b>			
CGF (EBITDA)	10,4	6,1	5,5
Deuda ByF Total / EBITDA	2,5	3,5	2,8
Pasivo Total / (Ventas/365)	195	273	1.113
Deuda ByF Total / (Ventas/365)	105	166	562
Costo Financiero Implícito	4%	5%	7%
<b>Indicadores de Margenes</b>			
Margen Bruto	19,6%	18,7%	39,4%
Margen EBITDA	11,7%	13,1%	55,8%
Margen EBIT	8,5%	9,6%	39,7%
Margen EBT	2,7%	2,9%	-3,2%
Margen Final	-0,1%	2,7%	-8,9%
<b>Indicadores de Rentabilidad</b>			
ROA	9,3%	6,7%	6,6%
ROE	-0,3%	4,0%	-3,1%
<b>Indicadores de Eficiencia</b>			
Rotación de Activos Fijos	4,5	2,3	0,6
Rotación de Activos Totales	1,1	0,7	0,2

**DEFINICIÓN DE LA CALIFICACION OTORGADA**

**Categoría BB:** Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y del capital.

**INFORMACIÓN UTILIZADA:**

- Estados Contables Anuales al 31 de Diciembre de 2011, 2012 y 2013 - [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Estados Contables Intermedios al 30 de Junio de 2014 - [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Prospecto de Emisión de Obligaciones Negociables y Suplemento de Emisión Resumido
- Reseña Informativa de la empresa incluida en los Estados Contables
- Indicador Sintético de Energía – Informe de Prensa Publicado por el INDEC en Agosto 2014, con datos referidos a Junio 2014 – [www.indec.com.ar](http://www.indec.com.ar)

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

La información suministrada por SIDECO 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.