

Empresas
BIOBAHIA S.A.

Emisor

BIOBAHIA S.A.

Calificación

ON PYME CNV
GARANTIZADA "Biobahía
Serie I" por hasta VN \$18
millones "A +(ong)" PE

Emisor BIOBAHIA S.A.: "A"

Calificación anterior

No corresponde

Tipo de informe

Preliminar

Metodología de Calificación

Se utilizó la Metodología de
Calificación de Riesgos para
títulos de deuda privada,
empresas y préstamos
bancarios aprobada por la
CNV bajo la Resolución CNV
17.313/14

Analistas

Juan Manuel Salvatierra
jmsalvatierra@untref.edu.ar

Walter Severino
wseverino@untref.edu.ar

Fecha de calificación

27 de marzo de 2018

Advertencia

El presente informe no
debe considerarse una
publicidad, propaganda,
difusión o recomendación
de la entidad para adquirir,
vender o negociar valores
negociables o del
instrumento de calificación.

Calificaciones

Títulos a emitir	Monto por hasta VN	Vencimiento	Calificación	Perspectiva
ON PYME CNV GARANTIZADA "Biobahía Serie I"	\$18 millones	36 meses de la emisión	"A + (ong)"	Estable

Emisor	Calificación	Perspectiva
BIOBAHIA S.A.	"A"	Estable

Nota: Debido a que los títulos bajo calificación no se han colocado en el mercado a la fecha del presente informe, el análisis realizado se basa en información provisorio y no se cuenta con la documentación definitiva. Cualquier modificación de la documentación recibida y/o de la estructura financiera propuesta podría resultar en una modificación de las calificaciones asignadas.

Fundamentos de la calificación

La calificación "A + (ong)" asignada a las Obligaciones Negociables PYME CNV GARANTIZADA "Biobahía Serie I" a ser emitidas por Biobahía S.A. se sustenta principalmente en:

Bajo nivel de deuda financiera y adecuados indicadores de cobertura: La deuda financiera informada al 18 de diciembre de 2017 alcanzó un poco más de \$ 3,77 millones. Dicha deuda a julio del 2017 sobre el capital propio representa el 10%, mostrando niveles adecuados de endeudamiento.

Resultado operativo y de rentabilidad acordes a la actividad: A pesar de ser una industria de margen reducido, el resultado operativo muestra buen desempeño, alcanzando a julio 2017 un monto de \$23,4 millones (5,6% del total de ingresos) y a diciembre 2016 tuvo un valor cercano a los \$72 millones (10,2% del total de ingresos). Se observa un sólido nivel de rentabilidad de la compañía (año 2016), detentando un ROE del 85% y un ROA del 31.3%, continuando con la buena performance de años previos.

Posición adecuada de liquidez: En julio 2017, la posición de caja y equivalentes cubría un 47% de la deuda financiera total.

Sector de la economía con riesgo de regulación y exposición a fluctuaciones macroeconómicas: La empresa es tomadora del precio de referencia del biodiesel y dependiente de las autorizaciones de los cupos de ventas al corte. El tipo de cambio y el precio del aceite de soja (principal insumo) son variables a considerar.

Garantías otorgadas por Sociedades de Garantías Recíprocas (SGR): Las obligaciones negociables estarán garantizadas por cuatro entidades de garantía. Las entidades intervinientes son SGR Cardinal (monto de la garantía \$7 MM, participación en la deuda garantizada del 38,89%), Argenpymes SGR (garantía de \$3 MM, un 16,67% del total), Crecer SGR (garantía de \$3 MM, un 16,67% del total) y Avals del Centro SGR (garantía de \$5 MM, un 27,78% del total). UNTREF ACR UP considera que este mecanismo genera una importante fortaleza a la estructura de la emisión.

Análisis de sensibilidad

Para proyectar los ratios de cobertura de deuda financiera y de intereses, se evaluaron los flujos fondos futuros teóricos de acuerdo a las proyecciones brindadas por la empresa y la capacidad de pago de la compañía ante distintos escenarios de estrés:

- Flujo teórico de ingresos: se evaluaron escenarios con variaciones en los niveles de ventas producto de los cupos autorizados a vender en el mercado interno, como así la incidencia del precio del biodiesel.
- Variable tipo de cambio: fue analizada específicamente por su incidencia en la determinación el precio del biodiesel y en el precio del aceite de soja que es el principal insumo afectando al costo de la producción.
- Deuda Financiera, obligaciones negociables: el estrés sobre el flujo de fondos se asumió que las obligaciones negociables a emitir devengarán una tasa máxima del 35% nominal anual durante su vigencia de 36 meses.
- Variable inflación y tasa de interés: se analizaron escenarios con variaciones en las variables mencionadas para determinar su incidencia en los costos operativos y financieros ya que puede afectar su perfil crediticio.

UNTREF ACR UP considera que los niveles de cobertura que presenta la estructura son consistentes con la calificación asignada.

Perfil del emisor, la dirección y su organización.

Biobahía S.A. es una empresa dedicada a la producción de biodiesel y glicerina a partir de aceite crudo de soja.

La empresa se constituyó en julio del año 2011 y desde el año 2014 se encuentra en plena actividad. La sede social se encuentra en la ciudad de Bahía Blanca en la Provincia de Buenos Aires, República Argentina. Por su parte, la planta de producción se encuentra en el Parque Industrial de dicha ciudad.

La misión de Biobahía S.A. es ser una empresa comprometida con la producción de biodiesel de máxima calidad, desarrollando sus procesos de forma sustentable y priorizando la seguridad de las personas.

Se encuentra inscripta con el N° 312 en el Registro de Empresas Elaboradoras de Biocombustibles (Res. 419/98) del Ministerio de Energía y Minería de la República Argentina, con la competencia de elaboración de biocombustibles y sus mezclas con gasoil y/o naftas.

La estructura de la composición del capital social de la sociedad es la siguiente:

Tabla 1 – Composición accionaria

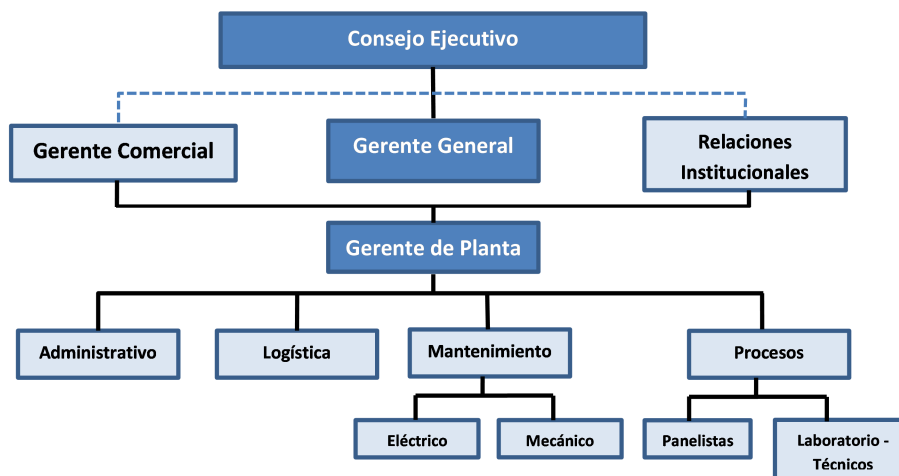
Accionista	Tenencia Accionaria
EL SOSTÉN S.A.	93%
LEONARDO J. CONDITI VIÑES	7%

Actualmente, la empresa se encuentra en su capacidad máxima de producción. Biobahía posee una capacidad de producción de 50.000 Toneladas/año, y cuenta con una planta de última tecnología, eficiente en la producción de residuos, contando la misma con una planta de tratamiento de efluentes líquidos.

La empresa tiene una política explícita de calidad, orientada al permanente logro y superación de las necesidades y satisfacción de los clientes, adecuada para el desarrollo de las mejores operaciones sobre biodiesel agregando valor a las partes interesadas.

Biobahía S.A. presenta una adecuada estructura organizacional, de acuerdo a las funciones y responsabilidades que se desarrollan en las distintas unidades funcionales.

Figura 1 – Organigrama de Biobahía S.A.



El Equipo Directivo de Biobahía S.A. se compromete a liderar, fomentar y establecer una cultura basada en potenciar el conocimiento, las competencias de las personas, las responsabilidades individuales de todo el personal y cumplir con los requisitos de Gestión de la Calidad, de la mejora continua y la eficacia del sistema, incluyendo el análisis de los riesgos asociados.

El Sistema de Gestión de Calidad tiene el compromiso de todos los integrantes de Biobahía S.A quienes se manifiestan responsables de que nadie quede excluido del mismo.

Perfil del negocio y del sector

El mercado en que se desarrolla la empresa está sujeto a reglamentaciones y regulaciones de parte del estado nacional, bajo la órbita del Ministerio de Energía y Minería de la Nación.

Argentina cuenta con ventajas comparativas en la producción agrícola y agroindustrial, entendiéndose que resultaba oportuno en el marco de desarrollo industrial tan necesario para nuestro país, diversificar la matriz energética, generando las condiciones para el impulso de los biocombustibles, de otras fuentes renovables y de la energía nuclear, de manera de sustituir importaciones de energía, fomentar el empleo local y mejorar el balance de divisas. Principalmente, la producción y ventas de biocombustible se realizan en la Provincia de Santa Fe (específicamente en el Gran Rosario donde funciona el complejo oleaginoso más importante a nivel mundial por el grado de concentración geográfica de la estructura industrial) y en la Provincia de Buenos Aires.

La industria del biodiesel argentino registró un importante crecimiento desde el año 2007. Desde la reglamentación de la Ley 26.093, Argentina se ha posicionado como uno de los tres principales productores de biodiesel en el mundo y uno de los dos primeros exportadores mundiales.

Por el lado del mercado interno, la mezcla obligatoria de gasoil con biodiesel fue la que impulsó el desarrollo de esta industria, gracias al Programa Nacional de Biocombustibles que implementó el Gobierno Argentino a partir del año 2010 (mandato de corte surge del artículo N° 7 de la Ley 26.093, reglamentada por Decreto 109/07). En la actualidad, el porcentaje de mezcla obligatoria se encuentra en el 10%. En términos relativos, Argentina rápidamente posicionó su mercado interno como uno de los que más biocombustibles utiliza en el mundo, diversificando su matriz energética, sustituyendo importaciones, abriendo nuevas posibilidades para mayor cantidad de empleos sustentables, mejorando el balance de divisas, diversificando el destino de nuestras exportaciones, todo ello mientras contribuye activamente en el cumplimiento de las metas de ahorro de gases efecto invernadero, en el marco de los compromisos internacionales asumidos por nuestro país.

Por el lado del mercado externo, el Gobierno sostuvo un tratamiento diferencial en materia de derechos de exportación de la cadena de valor de la soja, a favor de los productos derivados de mayor valor agregado, que obró como espejo a los aranceles de importación crecientes, políticas de subsidios agrícolas y otros incentivos existentes en la Unión Europea (UE) y EE.UU., coadyuvando a la fluidez del comercio internacional.

Las ventas realizadas al mercado externo, se vieron perjudicadas en años anteriores por prohibiciones y aranceles adicionales recibidos por parte de la Unión Europea (en 2013 se aplicó al biocombustible argentino, un derecho de importación antidumping –competencia desleal– por lo que tuvo que intervenir la Organización Mundial del Comercio –OMC–). En el año 2017, la UE bajó los aranceles al biodiesel argentino y levantó la mencionada restricción después de que la OMC diera la razón a la Argentina en el litigio. En estos días, la UE removió sus aranceles contra las importaciones de biodiesel para 13 productores de Argentina tras el fin de los procedimientos legales en el Tribunal Europeo de Justicia.

Estos eventos permiten compensar la caída en las ventas destinadas hacia EE.UU, por las trabas impuestas por dicho país. Recientemente, el mencionado país confirmó las sanciones contra el biodiesel argentino y estableció los aranceles en el rango 60,44-86,41%. Dicho mercado es uno de los principales destinos de exportación.

En términos generales, y de acuerdo a los últimos años, se puede decir que en promedio el 56% de la producción se destina a la exportación y un 44% al mercado interno principalmente a las ventas al corte.

Las ventas totales al mercado interno fueron superiores a 1 millón de toneladas en el año 2016 (39% del total) y las exportaciones del orden de 1,6 millones de toneladas (61% del total). Y en el período enero/octubre de 2017, se exportaron 1,3 millones de toneladas y 965 mil toneladas (Ver Tabla 2).

Tabla 2 – Producción, Ventas al mercado interno y Exportaciones de Biodiesel de Argentina (Toneladas)

Período	Producción (Tn)	Ventas al corte (I)		Otras ventas mercado interno (II)		Exportaciones (III)		Totales (I + II + III)
		Tn	%	Tn	%	Tn	%	
2013	1.997.809	884.358	43,47%	618	0,03%	1.149.259	56,50%	2.034.235
2014	2.584.290	969.456	37,68%	685	0,03%	1.602.695	62,29%	2.572.836
2015	1.810.659	1.012.958	56,19%	1.403	0,08%	788.226	43,73%	1.802.587
2016 (*)	2.659.275	1.033.331	38,81%	3.069	0,12%	1.626.264	61,08%	2.662.664
ene-oct 2017 (*)	2.303.361	965.261	42,72%	152	0,01%	1.294.328	57,28%	2.259.742

Fuente: Elaboración propia en base a Estadísticas de Biocombustibles del Ministerio de Energía y Minería de la Nación. (*) Datos Provisorios.

Las cantidades entregadas de la producción realizada (cupos autorizados) para el corte, son determinadas por la autoridad de aplicación mencionada anteriormente, la cual mensualmente define e informa las cantidades de biodiesel a ser entregadas durante el próximo mes.

Durante el año 2017, el cupo asignado por la autoridad a Biobahía S.A. fue de 4.166 toneladas mensuales, valor que se viene manteniendo estable durante los últimos años. La empresa tiene una reserva de mercado interno relacionada con el nivel de su capacidad de producción. Por lo que la empresa utiliza para sus proyecciones de flujos de fondos un valor promedio de 4.100 toneladas mensuales.

El precio del biodiesel a noviembre 2017 (\$/Tn), publicado por el Ministerio de Energía y Minería de la Nación, muestra un precio base \$15.106,00 (Ver evolución en Figura 3).

A continuación, se expone en la Figura 2 el detalle de cupos, la producción y ventas al mercado interno realizada por la empresa Biobahía desde enero 2015 hasta septiembre 2017.

Figura 2 – Cupos, Producción y Ventas al mercado interno (Toneladas) de Biobahía S.A.

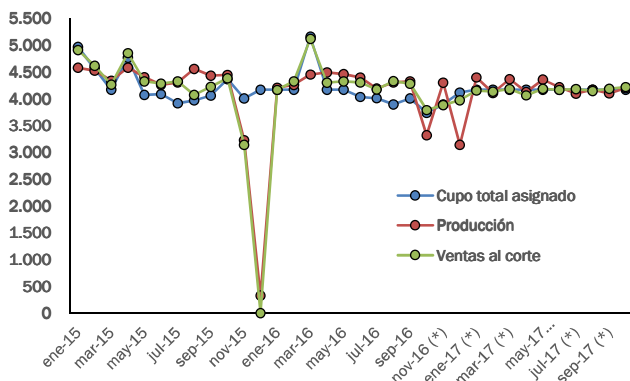
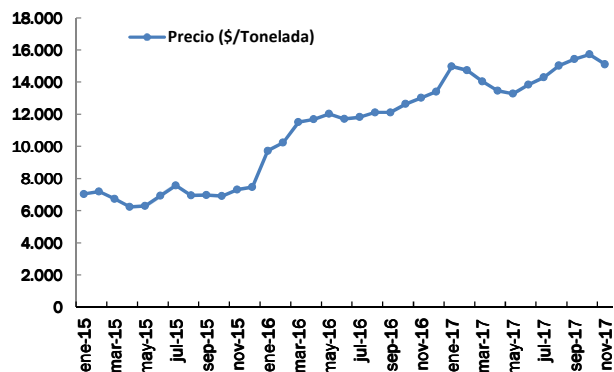


Figura 3 – Precio del biodiesel para empresas medianas



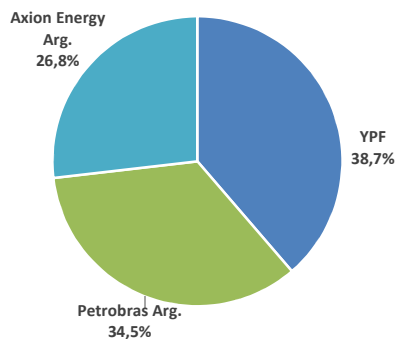
Fuente: Elaboración propia en base a Estadísticas de Biocombustibles del Ministerio de Energía y Minería de la Nación. (*) Datos Provisorios.

El mercado destinado a ventas internas presenta una importante diversificación de competidores, dado que actualmente, hay 53 empresas registradas en el mismo registro que Biobahía como elaboradoras de biocombustibles y sus mezclas con gasoil. La empresa, en la clasificación como tomadora de precio del biodiesel de referencia se encuadra en la categoría de mediana junto a otras 16 empresas. Luego se categorizan 8 firmas pequeñas, 8 grandes y 3 grandes no integradas.

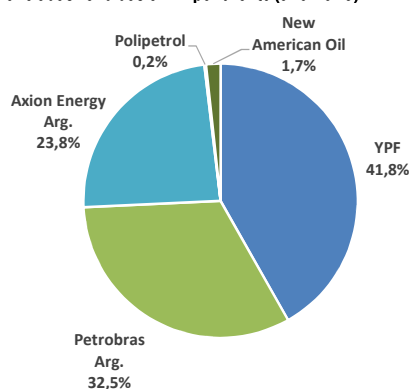
Los principales clientes para las ventas al corte que realiza la empresa son YPF S.A., Petrobras Argentina S.A. y Axion Energy Argentina S.A. (Ver Figura 4). También durante el período 2016 fueron compradores de la producción New American Oil S.A. y Polipetrol S.A en cantidades menores. Lo antedicho, demuestra una concentración muy importante en los compradores de la producción. Los potenciales clientes de la empresa pueden ser Shell Argentina C.A.P.S.A., Oil Combustibles S.A., entre otros.

Figura 4 – Compradores de la producción de Biobahía S.A en toneladas (en %)

Toneladas vendidas en % por cliente (ene-oct 2017)



Toneladas vendidas en % por cliente (año 2016)



Fuente: Elaboración propia en base a Estadísticas de Biocombustibles del Ministerio de Energía y Minería de la Nación.

Asimismo, por la actividad realizada por la empresa, se obtienen subproductos que luego se comercializan en el área de refinería y en la reacción de biodiesel, como la glicerina cruda (ampliamente utilizada en la industria cosmética, la alimenticia, y para preparación de aditivos industriales), borras de neutralización (el destino es como materia prima para la fabricación de Oleínas y Lecitina) y ácidos grasos (se usan principalmente en la industria oleoquímica y como materia prima para la fabricación de biocombustibles).

Los principales proveedores son los que proveen el aceite de soja, que es el principal insumo, que se compra directo a las empresas aceiteras como Cargill o Bunge. Representa aproximadamente el 80% del costo de mercadería de

venta. Para las proyecciones de la empresa, la misma utiliza el precio FOB (*free on board*) del aceite de soja, proyectado en función de una fórmula matemática que utiliza las medias móviles para estimar los movimientos posteriores partiendo de lo observado en el pasado traídos desde el sitio web del Ministerio de Agroindustria.

Las variables gubernamentales que afectan al desarrollo de la actividad son la regulación del precio del biodiesel, y los cupos asignados a cada empresa para las ventas al corte en el mercado interno.

Por su parte, la variable macroeconómica que afecta principalmente, es el tipo de cambio, la cual incide en el precio del biodiesel y el precio del aceite, su principal insumo. El precio del aceite de soja impacta directamente sobre el precio del biodiesel, según se informa en la fórmula establecida para el mismo. La variación del tipo de cambio impacta directamente sobre el precio del aceite de soja, debido a que este es un bien transable y con mucha participación en el comercio internacional.

La fórmula que publica la Secretaría de Energía para el precio de biodiesel tiene en cuenta la variación del aceite de soja, trasladando la suba o baja al mes posterior, garantizando la rentabilidad cualquiera sea la variación del precio del aceite con un descalce temporal.

Por su parte, otra variable macroeconómica que afecta, es la inflación que lleva a un aumento en los costos estructurales. Los Sueldos y Cargas Sociales (representaron conjuntamente un 30% del total de costos en el año 2016 y un 24% en el 2015, con una variación interanual de los Sueldos y Jornales del 68,7% y un 46,6% las Cargas Sociales), y en la luz (+154% a/a) y gas (+34% a/a) por los cambios en las tarifas de servicios públicos representando un 12% del total de gastos en 2016 y 10% en el 2015.

Estrategia de la compañía

Biobahía S.A. por la constante innovación y procesos de mejora continua que implementan hacen que la firma sea líder en el sector, abasteciendo a los importantes clientes con productos de máxima calidad cumpliendo los más exigentes estándares internacionales. Desde el año 2017 cuenta con la certificación de la norma ISO 9001 – 2015 garantizando el control de procesos.

La planta opera en forma continua, asegurando la calidad desde el ingreso de materia prima hasta el despacho de producto terminado.

El cuidado del medio ambiente y la seguridad del personal han sido la prioridad de la gestión de la empresa. Desde el 2014 forma parte activa del Proceso APELL de respuesta a emergencias del Polo Petroquímico de Bahía Blanca.

Desempeño operativo

El EBITDA que presenta la compañía es de alrededor del 6,5% del nivel de ingresos ordinarios generados para el ejercicio irregular y especial cerrado a fines de julio de 2017 (período de 7 meses), llegando a un valor de \$27 millones (Ver Anexo IV). Este indicador, fue de 11% sobre el total de ingresos en el ejercicio anual cerrado a diciembre de 2016, con un valor de \$78 millones.

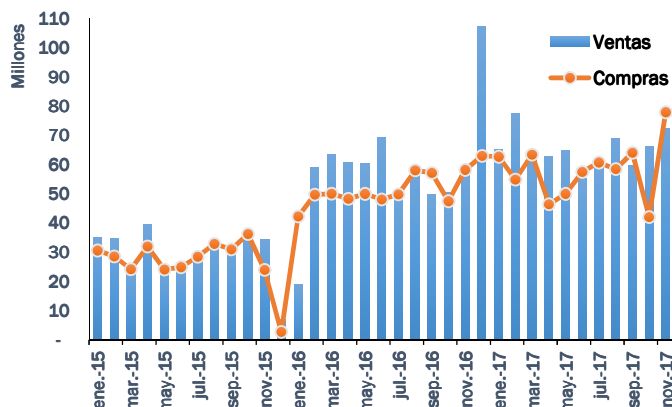
El resultado operativo de la empresa muestra valores sólidos, alcanzando a julio 2017 un monto de \$23,4 millones (5,6% del total de ingresos). Esta consistencia operativa se mantiene del año previo, a diciembre 2016 fue de un valor cercano a los \$72 millones (10,2% del total de ingresos).

Se observa un buen desempeño en la rentabilidad de la compañía en el año 2016, detentando un ROE del 85% y un ROA del 31.3%, continuando con la buena performance de años previos.

A diciembre de 2017, según la empresa, los ingresos por ventas alcanzaron los \$746 millones, lo que implica un incremento anual del +7% en términos nominales.

Las compras mensuales realizadas por la empresa, muestran una alta correlación con las ventas producidas mensualmente, esto debido al proceso de producción de la empresa y a la alta participación de los insumos en el costo de las ventas (Figura 5).

Figura 5 – Ventas y compras realizadas por Biobahía S.A. en millones de pesos (período 2015 a nov. 2017).



Fuente: información proporcionada por Biobahía SA

Luego de las deudas comerciales, los anticipos realizados por clientes representan una importante participación relativa dentro de la estructura de financiamiento, por los acuerdos comerciales que mantiene con los compradores de la producción (julio 2017 un 26,5%, año 2016 un 8,5% y año 2015 un 17,2%).

En las condiciones de emisión del título de deuda a emitir, el emisor se compromete a no incrementar por encima de \$50 millones el rubro otros créditos compuesto por las cuentas particulares dentro del activo corriente. Según el balance a fines de 2016, este rubro correspondiente a El Sostén S.A. alcanzó los \$51,88 millones, y en el cierre especial a julio 2017 ascendió a \$66,77 millones.

Si se determina el capital de trabajo neto ajustado, sacándole los créditos mantenidos con el principal accionista se obtienen valores del capital de trabajo negativo para dic-2016 (\$ -19 MM) y jul- 2017 (\$ -48,8 MM) (Ver Tabla 3). Los índices de liquidez también sufren un deterioro si no se consideran estos créditos en el activo corriente.

La siguiente Tabla 3 presenta información con relación al Capital de Trabajo y su relación con respecto a los ingresos y la liquidez ajustada.

Tabla 3– Capital de Trabajo y Liquidez.

En miles de pesos	jul-17	2016	2015
Capital de Trabajo Neto Contable	17.977	32.843	6.062
% sobre ingresos	4,26%	4,66%	1,72%
Capital de Trabajo Neto sin Caja	16.285	22.263	5.643
% sobre ingresos	3,86%	3,16%	1,60%
Capital de Trabajo Neto ajustado (de otros créditos particulares)	-48.799	-19.046	6.078
% sobre ingresos	-11,55%	-2,70%	1,72%
Liquidez Corriente	1,12	1,28	1,21
Liquidez Ajustada (Act. Cte. menos Ctas. Particulares / P. Cte.)	0,67	0,84	1,21

Por otra parte, a diciembre de 2016 la empresa presentó un flujo de fondos operativo de \$20.8 millones resultando en un flujo de fondos neto positivo tras afrontar las necesidades de capital de trabajo e inversiones y financiamiento por \$10,7 millones.

La deuda y la sostenibilidad financiera

La deuda financiera informada al 18 de diciembre de 2017 por Biobahía S.A., alcanzó un poco más de \$ 3,77 millones. La misma estaba contraída con el Banco Provincia de Buenos Aires por un préstamo con garantía a sola

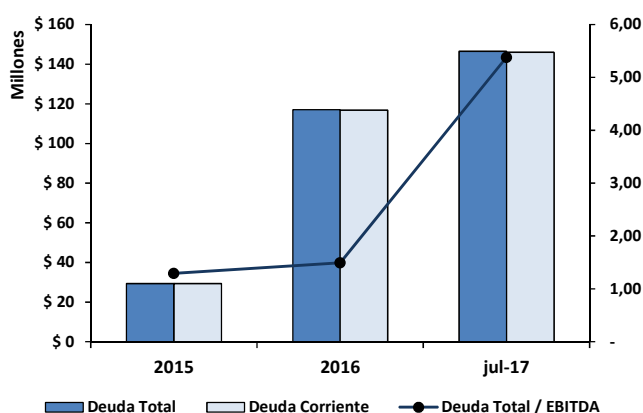
firma. Dicha deuda a julio del 2017, sobre el capital propio representa el 10%, mostrando niveles adecuados de endeudamiento.

En términos de estructura financiera, la firma presenta una bajísima participación relativa de las deudas financieras con respecto al total de las fuentes de financiamiento (menor al 2%). Con relación al EBITDA, las deudas financieras no superan el 15% de dicha variable históricamente.

Según los últimos estados contables anuales, el indicador de cobertura con relación a los intereses financieros, se encuentra en niveles muy adecuados de 9,65x (veces).

La estructura de financiamiento se concentra en el corto plazo, representando a diciembre del 2016 un 68% del activo total, esto se puede observar en el ratio calidad de la deuda (Anexo IV) y en la Figura 6. Presenta una fuerte participación relativa en sus deudas, las relacionadas a la parte comercial de la empresa. UNTREF ACR UP estima que la búsqueda de financiamiento de largo plazo, le permitirá a la empresa obtener mayor flexibilidad financiera y mejorar la calidad de la misma.

Figura 6 – Pasivo total y corriente de Biobahía S.A. en millones de pesos..



La Deuda Financiera sobre el EBITDA representa 0,13x (veces). La misma suficiencia se presenta si se realiza el comparativo empleando el EBIT. El comportamiento histórico de estos Indicadores demuestra que la empresa ha presentado suficientes coberturas con relación a los intereses de financiación y un bajo nivel de endeudamiento con relación al EBITDA.

La siguiente Tabla 4 detalla el comportamiento histórico de los indicadores mencionados.

Tabla 4– Indicadores financieros

Indicadores Financieros (en veces)	Jul-17	2016	2015
EBITDA / Intereses por financiación	15,29	10,52	41,68
Cobertura (EBIT / Intereses por financiación)	13,18	9,65	19,74
Pasivo Total / EBITDA	5,38	1,49	1,29
Deuda Financiera / EBITDA	0,13	0,14	0,15

Biobahía S.A. presenta niveles adecuados de liquidez. Al 31 de julio de 2017, el indicador de liquidez fue de 1,12, cuando a fines del 2016 era de 1.2. Los índices de liquidez seca fueron de 0,99 y 1,20, respectivamente para dichas fechas. Con la liquidez ajustada de los otros créditos de las cuentas particulares pasa a 0,67 a julio de 2017 y a 0,84 a diciembre de 2016. En julio 2017, la posición de caja y equivalentes cubría un 47% de la deuda financiera total.

Impacto ambiental

La empresa está sujeta al cumplimiento de leyes y reglamentaciones con respecto al impacto de su actividad en el medio ambiente. Biobahía S.A. se encuentra habilitada en la OPDS (Organismo Provincial de Desarrollo Sustentable) contando con certificado de aptitud ambiental vigente. El laboratorio de la firma es altamente equipado, se encarga de analizar el biodiesel de acuerdo a lo establecido en la Res. S.E. 828/2010 de la Secretaría de Energía, y de acuerdo a las normas ASTM-6751 y EN-14214.

UNTREF ACR UP considera que la empresa invierte y toma las medidas necesarias para cumplir con la regulación vigente de la Secretaría de Energía.

Garantías Otorgadas

Las obligaciones negociables estarán enmarcadas en el régimen denominado ON PYME GARANTIZADA. Las mismas estarán garantizadas por cuatro entidades de garantía.

La naturaleza de la garantía es común, con tipo de garantía liso, llano y principal pagador de las ON garantizadas con renuncia al beneficio de excusión y división.

Las entidades intervinientes son SGR Cardinal (monto de la garantía \$7 millones, participación en la deuda garantizada del 38,89%), Argenpymes SGR (garantía de \$3 millones, un 16,67% del total), Crecer SGR (garantía de \$3 millones, un 16,67% del total) y Avals del Centro SGR (garantía de \$5 millones, un 27,78% del total). UNTREF ACR UP considera que este mecanismo genera una importante fortaleza a la estructura de la emisión.

Anexo I. Estado de situación patrimonial y análisis de estructura

	31/07/2017 irregular	%	31/12/2016	%	31/12/2015	%
Activo Corriente	163.941.820	89,7%	149.587.068	86,9%	35.392.855	59,4%
Caja y Bancos	1.691.915	0,9%	10.579.871	6,1%	419.194	0,7%
Créditos	71.982.923	39,4%	76.571.687	44,5%	11.582.100	19,4%
Otros Créditos	71.197.643	38,9%	52.610.071	30,5%	5.713.979	9,6%
Bienes de Cambio y M. Primas	19.069.340	10,4%	9.825.438	5,7%	17.677.582	29,7%
Activo No Corriente	18.898.142	10,3%	22.637.661	13,1%	24.214.589	40,6%
Créditos	1.024.657	0,6%	1.024.657	0,6%	0	0,0%
Otros Créditos	343.863	0,2%	318.930	0,2%	3.117.347	5,2%
Bienes de Uso	17.529.622	9,6%	21.294.073	12,4%	21.097.242	35,4%
ACTIVO TOTAL	182.839.963	100,0%	172.224.729	100,0%	59.607.445	100,0%
Pasivo Corriente	145.964.934	79,8%	116.744.317	67,8%	29.330.916	49,2%
Deudas Comerciales	91.137.383	49,8%	82.169.582	47,7%	11.346.576	19,0%
Anticipos de Clientes	48.426.116	26,5%	14.576.687	8,5%	10.266.186	17,2%
Cargas Fiscales	386.109	0,2%	7.093.076	4,1%	2.793.361	4,7%
Deudas Financieras	3.564.099	1,9%	10.818.928	6,3%	3.400.298	5,7%
Deudas Sociales	2.451.227	1,3%	2.086.043	1,2%	1.248.755	2,1%
Otras Deudas	0	0,0%	0	0,0%	275.740	0,5%
Pasivo No Corriente	509.032	0,3%	301.291	0,2%	120	0,0%
Cargas Fiscales	434.012	0,2%	226.271	0,1%		
Otras Deudas	75.020	0,0%	75.020	0,0%	120	0,0%
PASIVO TOTAL	146.473.966	80,1%	117.045.608	68,0%	29.331.036	49,2%
PATRIMONIO NETO (PN)	36.365.996	19,9%	55.179.121	32,0%	30.276.409	50,8%

Anexo II. Estado de resultados y análisis de estructura

	31/07/2017	%	31/12/2016	%	31/12/2015	%
Período en meses	7		12		12	
Ventas	422.349.569	100,0%	704.683.582	100,0%	352.991.302	100,0%
Costo de Ventas	(382.507.620)	-90,57%	(608.820.726)	-86,40%	(290.187.323)	-82,21%
Impuesto II.BB.					(5.465.619)	-1,55%
RESULTADO BRUTO	39.841.949	9,4%	95.862.856	13,6%	57.338.360	16,2%
Resultado de valuación de Bs de Cambio a VNR	1.528.381	0,4%	707.294	0,1%		
Gastos de Administración	(4.959.606)	-1,2%	(11.275.787)	-1,6%	(1.956.931)	-0,6%
Gastos Operativos	(12.932.288)	-3,1%	(13.466.669)	-1,9%	(44.628.741)	-12,6%
RESULTADO OPERATIVO (EBIT)	23.478.437	5,6%	71.827.694	10,2%	10.752.688	3,0%
Resultados financieros y por tenencia	(6.267.860)	-1,5%	(16.277.568)	-2,3%	(5.583.222)	-1,6%
Generados por Activos	0	0,0%	(24.990)	0,0%	0	0,0%
Generados por Pasivos	(6.267.860)	-1,5%	(16.252.578)	-2,3%	(5.583.222)	-1,6%
Otros Ingresos	0	0,0%	378.043	0,1%	191.505	0,1%
RESULTADO ANTES DE IMPUESTO (EBT)	17.210.577	4,1%	55.928.168	7,9%	5.360.972	1,5%
Impuesto a las Ganancias	(6.023.702)	-1,4%	(19.609.322)	-2,8%	(1.933.236)	-0,5%
RESULTADO NETO	11.186.875	2,6%	36.318.846	5,2%	3.427.736	1,0%

Anexo III. Flujo de Efectivo

Variaciones del efectivo (en miles)

AÑO	jul-17	2016	2015
CAJA INICIAL	10.580	419	7.382
CAJA FINAL	1.692	10.580	419
Variación (aumento/disminución)	(8.888)	10.161	(6.962)

Causas de las variaciones (en miles)

AÑO	jul-17	2016	2015
FLUJO DE FONDOS OPERATIVO	28.367	20.858	4.225
FLUJO DE FONDOS INVERSIONES	0	(6.700)	(1.649)
FLUJO DE FONDOS FINANCIAMIENTO	(37.255)	(3.998)	(9.538)
FLUJO DE FONDOS NETO	(8.888)	10.161	(6.962)

Anexo IV. Indicadores

En miles de pesos

	31/12/2017	31/07/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ingresos por ventas	745.917	422.350	704.684	352.991
% variación período anterior anual	5,85%		99,6%	
Utilidad Bruta		39.842	95.863	57.338
% sobre ingresos (Margen Bruto)		9,43%	13,60%	16,24%
Utilidad Operativa (EBIT)		23.478	71.828	10.753
% sobre ingresos		5,56%	10,19%	3,05%
EBITDA		27.243	78.331	22.705
% sobre ingresos		6,45%	11,12%	6,43%
Utilidad Neta		11.187	36.319	3.428
% sobre ingresos (Margen Neto)		2,65%	5,15%	0,97%
ROE (Utilidad Neta / Patrimonio promedio)		24,4%	85,0%	11,3%
ROA (Utilidad Neta / Total Activos promedio)		6,3%	31,3%	5,8%
ROIC (NOPLAT / Capital Invertido)		38,2%	70,7%	20,4%
EBITDA / Intereses por financiación		15,29	10,52	41,68
Cobertura (EBIT / Intereses por financiación)		13,18	9,65	19,74
Pasivo Total menos disponibilidades / EBITDA		5,31	1,36	1,27
Deuda Financiera / EBITDA		0,13	0,14	0,15
Pasivo Total / EBITDA		5,38	1,49	1,29
Pasivo Total / Patrimonio Neto		4,03	2,12	0,97
Pasivo Total / Activo Total		0,80	0,68	0,49
Calidad de la Deuda Financiera		13,59	1,35	3,02
Deuda Financiera / PN		0,10	0,20	0,11
Liquidez Corriente		1,12	1,28	1,21
Liquidez Ácida (Act. Cte. menos Bs. de Cambio / P. Cte.)		0,99	1,20	0,60
Liquidez Ajustada (Act. Cte. menos Ctas. Particulares / P. Cte.)		0,67	0,84	1,21
Ratio de Disponibilidad (Caja / Pasivo Cte.)		1,2%	9,1%	1,4%
Capital de Trabajo Neto Contable		17.977	32.843	6.062
% variación período anterior		-45,3%	441,8%	
% sobre ingresos		4,26%	4,66%	1,7%
Capital de Trabajo Neto sin Caja		16.285	22.263	5.643
% variación período anterior		-26,9%	294,5%	
% sobre ingresos		-0,02%	0,60%	5,07%

Anexo V. Características principales de los instrumentos a emitir

Obligaciones Negociables PYME CNV GARANTIZADA “Biobahía Serie I” por hasta VN \$ 18 millones:

Monto Total a Emitir: Hasta V/N \$18.000.000 (pesos dieciocho millones).

Fecha de Vencimiento: 36 meses contados a partir de la Fecha de Emisión e Integración

Moneda de Emisión y Pago: la amortización del Capital, el pago de los intereses y eventualmente los rescates anticipados, correspondientes a las obligaciones negociables, se efectuarán en pesos.

Amortización y Fechas de Pago de Capital: La amortización de capital se efectuará con periodicidad trimestral en 12 (doce) cuotas. Desde la cuota 1 a la 4 inclusive serán de 6,25% del valor nominal, desde la cuota 5 hasta la 8 inclusive serán de 8,00% del valor nominal, desde la cuota 9 a la 11 inclusive serán de 10,50% y una cuota final de 11,50% sobre el valor nominal de las ON PYME CNV GARANTIZADA “Biobahía Serie I”.

Tasa de Interés y Fechas de Pago de Interés: devengarán una tasa nominal anual variable que será equivalente a la Tasa de Referencia (BADLAR privada), más un diferencial de tasa a licitar. Dicha Tasa de Interés, durante la vigencia de las Obligaciones Negociables, nunca será inferior al 15% (quince por ciento) nominal anual ni superior al 35% (treinta y cuatro por ciento) nominal anual. Los pagos de intereses serán realizados trimestralmente en forma vencida a partir de la Fecha de Emisión.

Destino de los fondos: Los fondos provenientes de la colocación de estas Obligaciones Negociables, luego de deducir los gastos de la emisión y la colocación, se destinarán a inversiones en capital de trabajo consistentes principalmente en la compra de aceites vegetales, el principal insumo de la Emisora para la fabricación de biodiesel.

Tipos de Garantía: garantes lisos, llanos y principales pagadores de las Obligaciones Negociables garantizadas con renuncia al beneficio de excusión y división Las obligaciones negociables estarán garantizadas por las siguientes Entidades de Garantía:

- Sociedad de Garantía Recíproca n° 1: SGR Cardinal. Naturaleza de la Garantía: “Garantía Común”. Porcentaje de Deuda Garantizada: 38,89%. Monto de la Garantía: \$7.000.000 (pesos siete millones). Información de Calificación de Riesgo: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, asignó en diciembre de 2017, la calificación de largo plazo BBB+(arg) Perspectiva Estable y de corto plazo A2(arg), a Cardinal S.G.R. Por su parte, EVALUADORA LATINOAMERICANA asignó con fecha febrero de 2018 la calificación A-.

- Sociedad de Garantía Recíproca n° 2: Argenpymes S.G.R. Naturaleza de la Garantía: “Garantía Común”. Porcentaje de Deuda Garantizada: 16,67%. Monto de la Garantía: \$3.000.000 (pesos tres millones). Información de Calificación de Riesgo: AGENCIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA UNTREF asignó con fecha enero de 2018 la calificación A+ Perspectiva Estable a Argenpymes S.G.R. Y la agencia EVALUADORA LATINOAMERICANA asignó con fecha diciembre de 2017 la calificación A.

- Sociedad de Garantía Recíproca n° 3: Crecer SGR. Naturaleza de la Garantía: “Garantía Común”. Porcentaje de Deuda Garantizada: 16,67%. Monto de la Garantía: \$3.000.000 (pesos tres millones). Información de Calificación de Riesgo: AGENCIA DE CALIFICACIÓN DE RIESGO UNIVERSIDAD PÚBLICA UNTREF asignó con fecha enero de 2018 la calificación A Perspectiva Estable a Crecer S.G.R. Y EVALUADORA LATINOAMERICANA asignó con fecha diciembre de 2017 la calificación A-.

- Sociedad de Garantía Recíproca n° 4: Avaes del Centro SGR. Naturaleza de la Garantía: “Garantía Común”. Porcentaje de Deuda Garantizada: 27,78%. Monto de la Garantía: \$5.000.000 (pesos cinco millones). Información de Calificación de Riesgo: EVALUADORA LATINOAMERICANA asignó con fecha 22 de diciembre de 2017 la calificación A- a Avaes del Centro S.G.R.

Definición de la calificación

Obligaciones Negociables PYME CNV GARANTIZADA “Biobahía Serie I” por hasta \$18 millones: “A+ (ong)” Perspectiva Estable.

Emisor BIOBAHIA S.A.: “A”.

Nota: Debido a que los títulos bajo calificación no se han colocado en el mercado a la fecha del presente informe, el análisis realizado se basa en información provisorio y no se cuenta con la documentación definitiva. Cualquier modificación de la documentación recibida y/o de la estructura financiera propuesta podría resultar en una modificación de las calificaciones asignadas.

La definición de la categoría “A (ong)” corresponde a “las emisiones o emisores calificados en “A” nacional, presentan una buena capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Presentan una mayor vulnerabilidad con respecto a las categorías superiores, en su desempeño económico y financiero, con relación a cambios previsiblemente menos favorables, en los entornos económicos y de negocios.

Las calificaciones podrán ser complementadas por los modificadores “+” o “-”, para determinar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría. El modificador no cambia la definición de la categoría a la cual se lo aplica y será utilizado entre las categorías AA y CCC de largo plazo y para la categoría A1 de corto plazo.

El indicador “ong” corresponde a obligaciones negociables con garantía.

La perspectiva se asigna a una calificación de largo plazo, como una opinión respecto del comportamiento de la misma en el mediano y largo plazo. Para la asignación de la perspectiva se consideran los posibles cambios en la economía, la industria y el negocio, la estructura organizacional y cualquier otro factor relevante que pudiera incidir. Las perspectivas no indican necesariamente un futuro cambio en la calificación asignada. La perspectiva estable indica que la calificación probablemente no cambie.

Este informe de calificación no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación.

Fuentes de información:

La información recibida resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada:

- Estados Contables y auditados al 31 de diciembre de 2015 y 2016.
- Estados Contables irregulares (especial de corte) al 31 de julio de 2017.
- Información cuantitativa y cualitativa de BIOBAHIA S.A. relevante para la calificación, proporcionada por la compañía. Calle Las Heras N° 32, Bahía Blanca, Provincia de Buenos Aires, Argentina.
- Prospecto preliminar de emisión de Oferta Pública de Obligaciones Negociables para Régimen PYME CNV GARANTIZADA “Biobahía Serie I” por hasta \$18 millones.
- Sitio institucional de Biobahía S.A.: <http://www.biobahia.com.ar/>
- Información y Estadísticas de Biocombustibles del Ministerio de Energía y Minería de la República Argentina. <http://www.energia.gob.ar/>
- Información de la Cámara Argentina de Biocombustibles (CARBIO) <http://carbio.com.ar/>

Analistas a cargo:

Juan Manuel Salvatierra, jmsalvatierra@untref.edu.ar

Walter Severino, wseverino@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público: Raquel Kismer de Olmos, rkolmos@untref.edu.ar

Fecha de calificación: 27 de marzo de 2018