

**Informe Integral**

# Ledesma S.A.A.I.(Ledesma)

**Calificaciones**

Emisor de Largo Plazo	AA-(arg)
Emisor de Corto Plazo	A1+(arg)
ON Clase 12 por hasta \$ 2.000 millones ampliable hasta \$ 4.000 millones en forma individual o conjunta entre las ON Clase 11 y las ON Clase 12	AA-(arg)
ON Clase 13 por hasta \$ 3.500 millones ampliable hasta \$ 7.000 millones	AA-(arg)
Perspectiva	Estable

## Factores relevantes de la calificación

**Confirmación de Calificaciones:** FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirma la calificación de Emisor de Largo Plazo de Ledesma S.A.A.I. (Ledesma) en AA-(arg) Perspectiva Estable y confirma la calificación de Corto Plazo en A1+(arg) y la de los instrumentos emitidos previamente por la compañía. Asimismo, asigna la calificación AA-(arg) Perspectiva Estable a la ON Clase 13 a ser emitida por Ledesma. La calificación se fundamenta en su sólida posición competitiva en sus principales segmentos de negocio (azúcar, alcohol y papel) con mejora de sus márgenes esperados entre 12% y 16%, su integración vertical, la volatilidad del FGO relacionada a los segmentos donde opera, una robusta cobertura de intereses y un bajo apalancamiento que a su vez se encuentra mitigado por la estructura de su deuda y la fuerte tenencia de activos propios, de acuerdo a los campos productivos tasados en Jujuy, en Buenos Aires y Entre Ríos, por un valor de USD 609 millones, que da un LTV a febrero 2023 de 0,27 tomando la deuda bruta y los valores de las tierras con un 60% del valor de la tasación.

**Adecuado Desempeño:** Ledesma evidenció a febrero 2023 (año móvil) un EBITDA de USD 95 millones, superior a años anteriores, por la particularidad del año extraordinario en rentabilidad del segmento de papel, con recuperación de demanda y muy buenos precios. La rentabilidad de la compañía proviene principalmente de los segmentos azúcar y alcohol, que durante este ejercicio se vio afectada en volumen debido a la sequía, pero tuvo una compensación en el negocio por mejora de precios. Por otro lado, hubo una recuperación en el segmento de papel, ante la mayor demanda producto del regreso a las escuelas y a las oficinas, y debido a que hubo aumento en la comercialización de los productos con mayores márgenes. Por su parte, el segmento de frutas se vio afectado, mostrando una performance algo peor a la del ejercicio pasado, siendo positivo el levantamiento de las restricciones del mercado europeo a cítricos argentinos, y negativo el incremento en el costo, las mayores dificultades logísticas y el atraso del tipo de cambio real. El negocio agropecuario resultó con mal desempeño con menor volumen por la escasez de lluvias y debido a la caída del precio de la carne. El EBITDA reflejado por la compañía contempla a su vez la estrategia de reducción de costos y eficientización de las plantas.

**Estructura de vencimientos de largo plazo:** A febrero 2023, la deuda financiera de Ledesma era de USD 97 millones (a febrero 2022 la misma ascendía a USD 139 millones), compuesta principalmente por el remanente del préstamo del FMO de cerca de USD 46 millones. El préstamo de FMO se encuentra garantizado con 60.949 ha (hectáreas) de tierra en Jujuy, de las cuales sólo 16.308 ha son productivas. Ledesma posee 43.000 ha productivas en Jujuy y Salta y 49.000 ha en la pampa húmeda. En tanto, si bien el 83% de los ingresos se encuentran denominados en pesos, mientras que la deuda remanente del préstamo FMO de USD 46 millones (47% de la deuda a febrero 2023) se encuentra expresada en dólares, dicho riesgo se ve mitigado por el monto de exportaciones anuales por aproximadamente USD 70 millones. Al sumar otros componentes como los cereales y oleaginosas, algo menos del 20% de las ventas son denominadas en dólares. FIX estima que la deuda bruta a mayo 2023 disminuya a USD 70 millones (deuda neta USD 50 millones) y que la misma alcance aproximadamente los USD 125 millones en el pico de necesidades de capital de trabajo en Noviembre 2023 (deuda neta USD 110 millones).

**Importantes activos en tierras de la empresa:** La empresa cuenta con una muy importante solvencia en tierras, campos en Entre Ríos y Buenos Aires y campos en Jujuy. Tomando en cuenta las tasaciones de las hectáreas con producción agropecuaria arrojan un valor aproximado de USD 609 millones, que da un LTV a Febrero 2023 de 0.27x tomando la deuda bruta y los valores de las tierras con un 40% de aforo.

**Resumen Financiero**

Ledesma		
Consolidado	28/02/23	31/05/2022
(\$ millones)	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	112.138	108.890
Deuda Financiera	19.240	22.108
Ingresos	139.272	134.109
EBITDA	18.644	18.896
EBITDA (%)	13,4	14,1
Deuda Total / EBITDA (x)	1,0	1,2
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	0,9	1,0

**Criterios Relacionados**

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, Junio 2014](#)

**Informes Relacionados**

[Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, Junio 2022](#)

**Analistas**

Analista Principal  
 Pablo Deutesfeld  
 Director Asociado  
[pablo.deutesfeld@fixscr.com](mailto:pablo.deutesfeld@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8100

Analista Secundario  
 Gustavo Avila  
 Senior Director  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8142

Responsable del Sector  
 Cecilia Minguillón  
 Senior Director  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8123

Considerando solamente las hectáreas productivas en Buenos Aires y Entre Ríos, que son las de más rápida realización, arrojan un valor de tasación total de USD 231 millones, que da un LTV a febrero 2023 de 0.7x tomando la deuda bruta a febrero 2023 y los valores de las tierras con un 40% de aforo.

**Necesidades de capital de trabajo:** El cultivo de la caña se realiza a lo largo de los 12 meses del año en aproximadamente una superficie total país de 360.000 ha, en tanto que la actividad fabril ocupa seis, entre mayo y mediados de noviembre. Durante el período fabril Ledesma necesita financiamiento incremental para financiar su capital de trabajo estimado entre USD 60 / 80 millones.

**Adecuada posición de liquidez:** A febrero 2023, la posición de caja y equivalentes era de \$2.229 millones con una deuda financiera corriente de \$12.966 millones y una relación de EBITDA + Disponibilidades/ Deuda de corto plazo en torno al 1.6x (vs. 0,9x en febrero 2022). Ledesma cuenta con una estructura de deuda de largo plazo y una buena flexibilidad financiera a partir de líneas bancarias disponibles, un elevado nivel de activos y una trayectoria en el mercado de capitales.

## Sensibilidad de la calificación

La calificación podría bajar ante un significativo deterioro del flujo operativo que derive en un apalancamiento mayor a 2.0x deuda / EBITDA a lo largo del ciclo y considerando el pico de mayor estacionalidad que implica un endeudamiento creciente entre USD 60/80 millones.

La calificación podría subir ante una estructuración de mayor porcentaje de la deuda en Largo Plazo y mejora en la previsibilidad del flujo de negocios, en especial relacionado a regulaciones del gobierno.

## Liquidez y Estructura de Capital

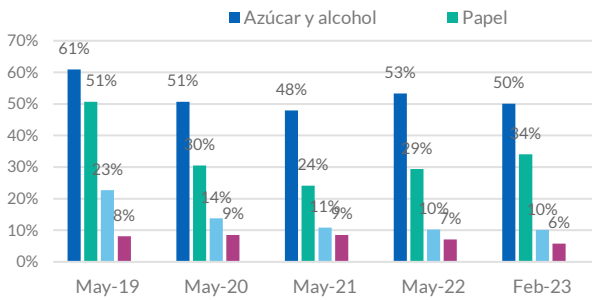
**Fuerte Liquidez y Flujo de Fondos Libre Positivo:** FIX considera que Ledesma cuenta con una buena posición de liquidez en los últimos períodos, con una buena posición de caja y reduciendo su deuda. A febrero 2023, la deuda corriente era cubierta en 1.4x con EBITDA y sumándole la Caja e Inversiones corrientes la cobertura pasaba a 1.6x. La cobertura de la Deuda Total / EBITDA era de 1.0x.

## Perfil del Negocio

Ledesma Sociedad Anónima Agrícola Industrial es una empresa agroindustrial argentina altamente integrada perteneciente a la familia Blaquier. La compañía se dedica principalmente a la producción de azúcar y alcohol, papel y librería, frutas y jugos, y actividades agropecuarias. La compañía cuenta con aproximadamente 100 mil hectáreas propias en la provincia de Jujuy, de las cuales utiliza aprox. 40 mil hectáreas para el cultivo de caña, lo que representa el 80% de la caña utilizada por la compañía, más 49.500 ha de tierras en la provincia de Buenos Aires y Entre Ríos.

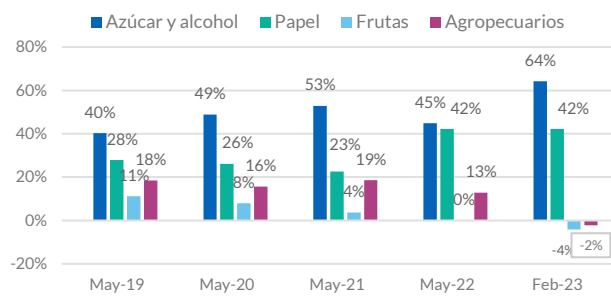
Históricamente, las ventas de Ledesma se han concentrado entre un 80%/85% en el mercado local, con un único segmento mayoritariamente exportador relacionado a la producción de frutas a contra estación para el hemisferio norte. Los volúmenes anuales vendidos de azúcar y papel, presentan cierta estabilidad en torno a las 350 mil y 105 mil toneladas respectivamente y sus principales determinantes para el mercado doméstico de largo plazo son el nivel de actividad y la evolución demográfica.

### % Ingresos por segmento/ Ingresos totales



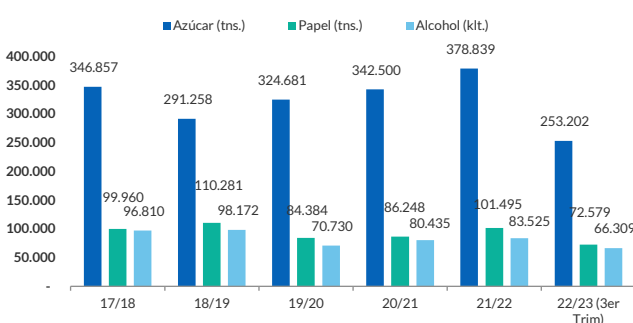
Fuente: Información de la empresa

### % EBITDA por segmento



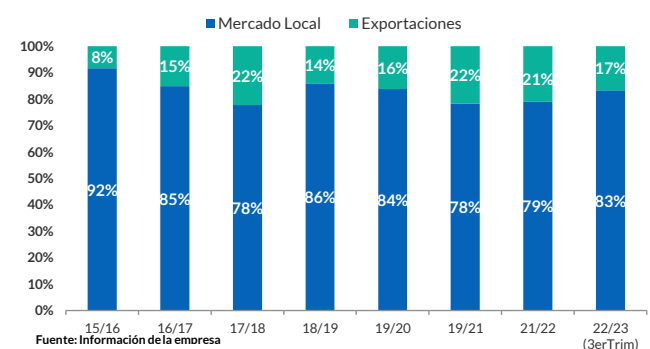
Fuente: Información de la empresa

### Volúmenes por principales segmentos (Incluye azúcar reventa)



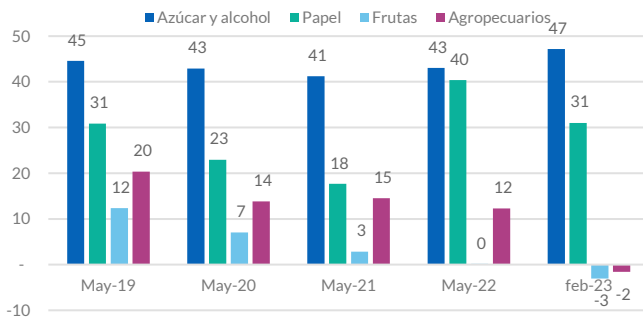
Fuente: Información de la empresa

### % de ventas por volumen de mercado



Fuente: Información de la empresa

### EBITDA por segmento (USD '000)



Fuente: Información de la empresa

### Azúcar y Alcohol (50% de las ventas consolidadas y un 64% del EBITDA a febrero 2023):

El Negocio Azúcar y Alcohol presenta una fuerte estacionalidad productiva. La cosecha de caña de azúcar se desarrolla entre los meses de mayo y noviembre, por lo que la producción anual se lleva a cabo en seis meses, generando fuertes requerimientos de capital de trabajo estimados ente USD 40-60 millones.

Durante los 9 meses acumulados a febrero 2023 Ledesma vendió 253.202 toneladas totales de azúcar, lo cual representa una caída del 12% en comparación con el el mismo período de 2022. A pesar de la caída en volumen, la empresa obtuvo mejores precios debido a mejores precios locales, y a pesar de la caída de volumen mencionada, la empresa incrementó las ventas locales de azúcar en un 2% en relación a febrero 2022 y disminuyeron las exportaciones en un 45% en el mismo período. El sector tuvo una mejora de los márgenes en el último ejercicio.

En cuanto al mercado de alcohol se encuentra fuertemente regulado por cupos de producción y precios preestablecidos por el gobierno, con ajustes limitados a partir de noviembre'17. La demanda de dicho producto proviene del sector petrolero.

**Papel (34% de las ventas consolidadas y un 42% del EBITDA a febrero 2023):**

Ledesma produce papel de una forma altamente integrada a partir del bagazo de la caña de azúcar, de la cual obtiene la fibra con la que produce el 95% de la celulosa que consume. El negocio de papel concentra el 85% de sus ventas en el mercado argentino. Las ventas de este segmento presentan una elevada estacionalidad. Las ventas de los minoristas al consumidor final están principalmente concentradas al inicio del ciclo escolar, en el período comprendido entre fines de febrero y principios de marzo, mientras que la temporada escolar a nivel mayorista comienza en los meses de septiembre y octubre.

El segmento de papel tuvo un año de fuerte recuperación de la demanda. La producción de papel se vio incrementada, con buena tracción de la demanda y muy buenos márgenes.

El segmento mantuvo los mismos niveles en volumen en comparación al tercer trimestre del año 2022. Los márgenes de este segmento siguieron siendo buenos y adicionalmente la empresa se concentró y la comercialización de productos de mayor margen. El segmento sigue siendo significativo para los ingresos de la compañía y representa aproximadamente un 34% de los ingresos totales.

**Frutas y Jugos (10% de las ventas consolidadas y un - 4% del EBITDA a febrero 2023):**

Ledesma produce naranjas, pomelos, limones, que complementa con sus dos plantas de empaque y la fábrica de jugos concentrados y aceites esenciales. Este segmento ha representado históricamente el mayor generador de exportaciones con una proporción de ventas al exterior del 75% en los últimos años equivalentes a USD 50-60 millones anuales. Durante los 9 meses acumulados a febrero 2023 las exportaciones del segmento en volumen disminuyeron un 28% en comparación a los 9 meses acumulados a febrero 2022, con una proporción de ventas en un 82% a exportaciones y un 18% al mercado local. Este segmento es de mano de obra intensiva, por lo cual subieron los costos más que los precios de ventas (precios en dólares oficiales).

**Negocio Agropecuario (6% de las ventas y un EBITDA del - 2 % consolidadas a febrero 2023):**

Ledesma produce granos y ganado bovino. La mayor parte de la producción se lleva a cabo en cuatro establecimientos y están situados en las provincias de Buenos Aires y Entre Ríos y ésta se complementa con el alquiler de campos en esas mismas zonas. La compañía cuenta con un total de 49 mil hectáreas propias. Fue un año desfavorable para este segmento, debido a que fue otro año de falta de agua.

**Administración y Calidad de los accionistas**

El control accionario de la compañía está en manos de la familia Blaquier que en su conjunto posee el 90.4% de las acciones. El restante 9,6% de las acciones se encuentra en accionistas minoritarios a través de la BCBA. Actualmente ningún otro accionista además de la familia Blaquier posee más del 1% del Capital Social. Los Estados Contables son auditados en forma independiente bajo normas NIIF.

**Posición competitiva**

La compañía detenta una buena participación de mercado en todas las industrias en las que participa y se beneficia por su fuerte integración vertical. En el negocio del azúcar posee una participación de mercado del 30% en el segmento de consumo masivo y 11% en el mercado industrial. En la industria del papel, en el segmento comercial y escolar presenta una participación del 45%, siendo uno de los principales líderes del mercado.

**Estructura de costos**

Ledesma es una empresa altamente integrada. La principal materia prima para la fabricación del azúcar es la caña, la misma es cultivada en su mayor parte (más del 80%) en campos que son de propiedad de la Sociedad, ubicados en la provincia de Jujuy.

Los principales costos de Ledesma son las materias primas, seguidos por los sueldos, costos de energía y los fletes. Los sueldos presentan una carga fija para la empresa. La rentabilidad de la compañía se ve positivamente relacionada con los aumentos del tipo de cambio real.

## Riesgo del Sector

Ledesma concentra sus actividades en el sector agrícola que se caracteriza por una alta volatilidad que afecta la producción de los cultivos y el precio de los commodities. Los cañaverales están expuestos al riesgo climático. La compañía mitiga parcialmente el riesgo de sequía teniendo el 90% de los campos productivos con riego artificial.

Los sectores, azúcar, frutas y producción agrícola están expuestos a riesgo de precios que se deriva de la variabilidad del precio de los commodities. Una fuerte apreciación cambiaria podría presionar la competitividad y rentabilidad de sus negocios ligados al mercado externo. No obstante, en el segmento de Azúcar, los aranceles de protección a la importación amortiguan parcialmente la volatilidad de los precios internacionales.

Argentina es un mediano productor en la industria sucroalcoholera que concentra la actividad en el Noroeste del país a través de 20 ingenios azucareros cuya producción es de 1,5 millones de toneladas de azúcar, 690 millones de litros de etanol de caña –destinados fundamentalmente al Plan Nacional de Biocombustibles- y 100 MW/h por Cogeneración Eléctrica de Biomasa.

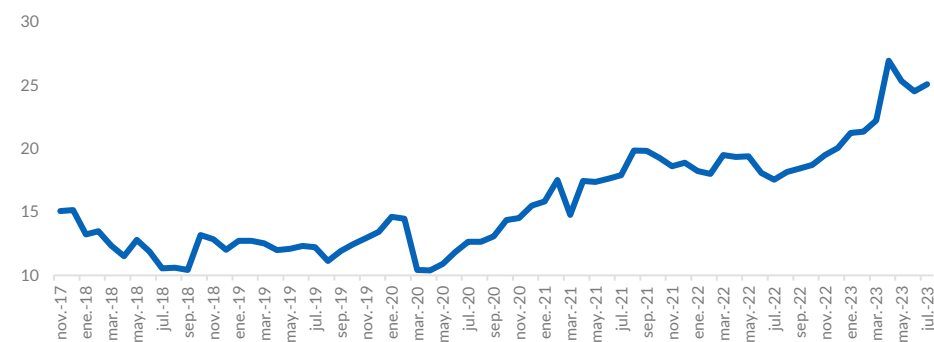
El cultivo de la caña se realiza a lo largo de los 12 meses del año en aproximadamente una superficie de 360 mil ha, en tanto que la actividad fabril ocupa seis, entre mayo y mediados de noviembre. El consumo interno de azúcar es de 1,3 toneladas, quedando un excedente para la exportación de 0,2 a 0,3 millones toneladas. El mercado interno puede considerarse maduro en tanto que la exportación suele ser menos atractiva.

La introducción del bioetanol para ser mezclado con nafta (gasolina) para automóviles provocó el incremento del área sembrada y re direccionó los excedentes de producción. El porcentaje obligatorio de bioetanol para naftas fue incrementado gradualmente siendo a partir del 1 de abril de 2016 del 12% (Decreto 543/16 PEN). El precio del bioetanol se establecía mensualmente a través de una fórmula polimétrica que consideraba los costos de producción (SEN Res 1294/2008) y brindaba estabilidad y previsibilidad al sector. Sin embargo a partir de noviembre 2017 canceló los ajustes permitiendo a la Sub Secretaría de Refinación y comercialización a proponer los ajustes que correspondan con forme a las condiciones del momento (Res 415/17 SE). A partir de dicha fecha los ajustes han sido erráticos y discrecionales y los precios se han reducido de USD 0.86 litro en noviembre 2017 a US\$ 0.64 litro en julio 2023. Ledesma destina aproximadamente el 23% de la caña a procesar a la producción de alcohol.

Los sectores, azúcar, frutas y producción agrícola están expuestos a riesgo de precios que se deriva de la variabilidad del precio de los commodities.

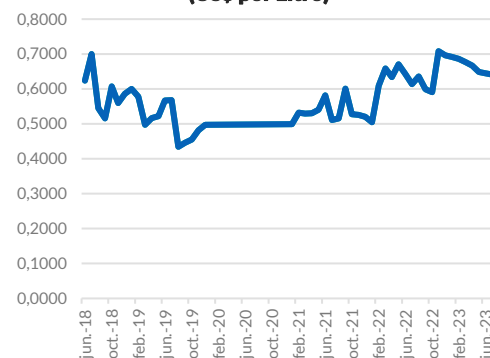
La demanda en el segmento papel se encuentra asociada a la matrícula escolar y crecimiento de la población. El segmento de papel fue el que más incrementó la demanda, como consecuencia de la normalización de la actividad escolar, universitaria, y oficinas.

### Precio de contratos de futuro de azúcar (dólar por libra)



Fuente: Investing

### Precio de Bioetanol a base de caña (US\$ por Litro)



Fuente: Secretaría de Energía

## Factores de Riesgo

**Riesgo climático y de precio:** Dichos riesgos son propios del sector agroindustrial. Ledesma posee el 90% de los campos de caña con riego artificial mitigando el riesgo de sequía.

**Elevadas necesidades de capital de trabajo:** El sector agroindustrial presenta grandes necesidades de financiar capital de trabajo. En particular, Ledesma posee mayores necesidades financieras durante el período mayo-noviembre con un diferencial de deuda máximo estimado en USD 60 / 80 millones.

**Descalce de moneda:** Ledesma posee aproximadamente un 53% de su deuda en moneda extranjera a febrero 2023, mientras que sus ingresos en pesos son del 80%. No obstante, dicho riesgo se ve mitigado por las exportaciones que representan USD 100 millones anuales.

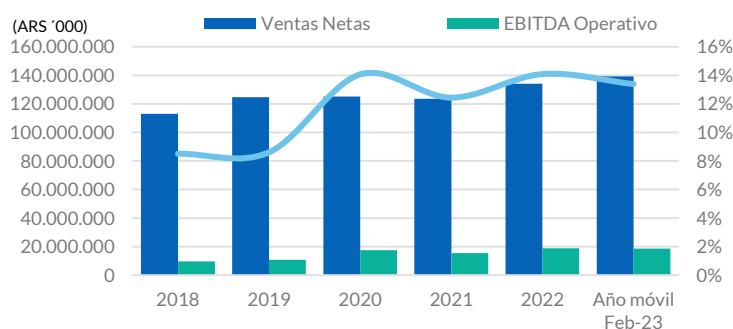
**Riesgo regulatorio en el segmento Bioetanol:** La discrecionalidad de los ajustes tarifarios a partir de nov. 2017 provocaron un deterioro del sector.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

La rentabilidad de la compañía proviene principalmente de los segmentos Azúcar y Alcohol, los cuales representan aproximadamente un 50% de los ingresos históricos de la compañía, estos son fuertemente influenciados por factores exógenos inherentes a la industria y al país, volatilidad de precios y factores climáticos. El segundo segmento en importancia históricamente es el del Papel, que en este ejercicio 22/23, continuó teniendo un muy buen desempeño, en volumen de ventas, en precio, con buenos márgenes. Las ventas y EBITDA consolidados en el año móvil a febrero 2023 alcanzaron \$ 139.272 millones y \$ 18.644 millones respectivamente. El margen EBITDA resultó en 13,4% por la buena performance del segmento del papel que logró mayores ventas en el mercado interno, sumado a buenos precios y en el segmento del azúcar, que si bien tuvo volúmenes inferiores al año anterior, logró compensar esto con buenos precios. FIX espera que en 2022/2023 la compañía presenta márgenes de EBITDA en torno al 15%.

### Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

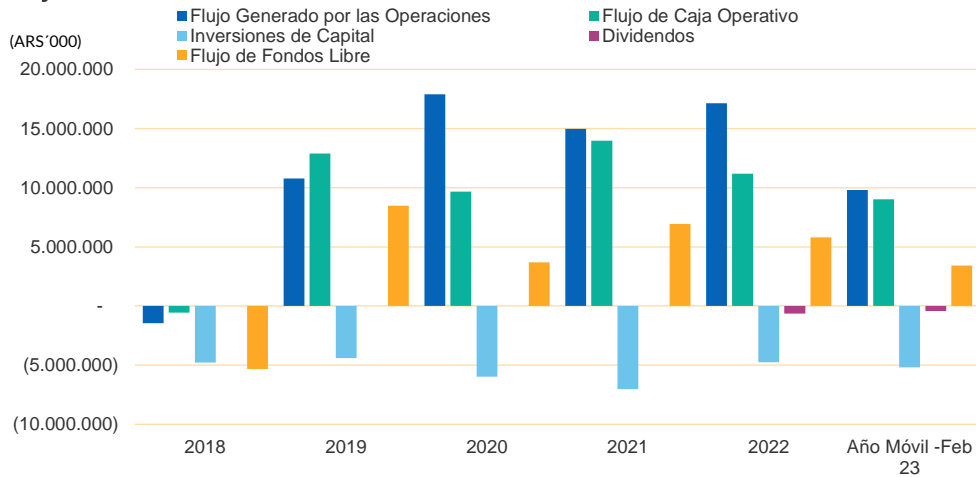
### Flujo de Fondos

Históricamente, Ledesma ha presentado una generación de fondos volátil, en línea con la industria, pero Ledesma ha logrado en los últimos años generar una estabilidad en los mismos a través de sus distintas unidades de negocios y generar Flujo de Fondos Libres en forma consistente. En el año móvil a febrero 2023, el Flujo Generado por las Operaciones (FGO) fue positivo de \$9.809 millones y el Flujo de Caja Operativo (FCO) resultó positivo en \$9.016 millones. A su vez, la compañía financió inversiones de capital por \$5.174 millones permitiendo luego de las mismas un Flujo de Fondos Libre positivo de \$3.413 millones.

Hacia adelante, FIX estima que la compañía genere FGO y FCO consistentemente positivos ante la baja de costos operativos implementada y las menores tasas a partir del préstamo con el FMO.

Haber obtenido buenos plazos a través del préstamo de FMO, lo que permitió acceder a tasas más bajas en argentina - más bajas que el promedio de la inflación.

### Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de Fondos

ARS '000	2018	2019	2020	2021	2022	Año Móvil -Feb 23
Ventas	113.024.269	124.773.170	125.068.861	123.595.076	134.109.372	139.271.642
Flujo Generado por las Operaciones	(1.442.696)	10.770.459	17.909.090	14.969.477	17.146.903	9.809.408
Variación del Capital de Trabajo	894.161	2.132.998	(8.244.013)	(990.179)	(5.949.839)	(793.616)
Flujo de Caja Operativo	(548.535)	12.903.457	9.665.078	13.979.298	11.197.064	9.015.791
Inversiones de Capital	(4.780.172)	(4.410.389)	(5.965.503)	(7.032.709)	(4.760.856)	(5.174.217)
Dividendos	-	-	-	-	(628.173)	(428.651)
Flujo de Fondos Libre	(5.328.706)	8.493.067	3.699.574	6.946.588	5.808.034	3.412.923

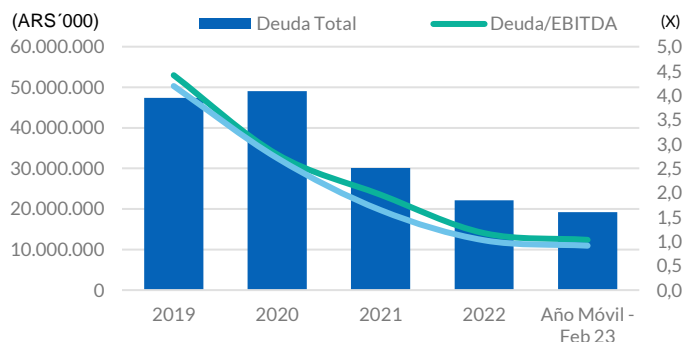
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Liquidez y Estructura de capital

A febrero 2023, la deuda total de Ledesma ascendía a \$19.240 millones (USD 97 millones), con un nivel de endeudamiento neto a EBITDA de 0,9x. El 53% se encuentra denominada en dólares y corresponde principalmente al préstamo otorgado en oct'19 por el FMO por USD 90 millones con vencimiento en julio 2026. El 67% del endeudamiento corresponde a vencimientos de corto plazo.

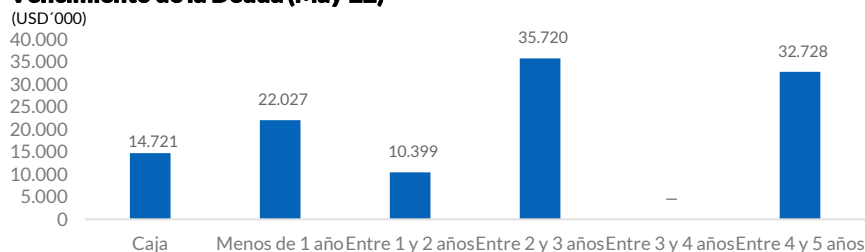
Hacia adelante, FIX estima que Ledesma presente una deuda financiera en torno a los USD 75 millones en mayo y cercano a USD 140 millones durante su pico máximo en los meses de octubre- noviembre (lo que representa un LTV del 0.2x y 0.4x respectivamente, tomando a los valores de tasación con un 50% de aforo). El nivel de endeudamiento neto esperado será inferior a 1.0x EBITDA, siendo sensiblemente inferior a los observados en el período 2015-2020 y coberturas de intereses superiores a 9.0x EBITDA, principalmente debido a una mayor generación de fondos operativos y menores costos financieros.

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Vencimiento de la Deuda (May'22)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

FIX considera que Ledesma cuenta con una buena posición de liquidez en los últimos períodos, con una buena posición de caja y reduciendo su deuda.

A febrero 2023, la deuda corriente era cubierta en 1.4x con EBITDA y sumándole la Caja e Inversiones corrientes la cobertura pasaba a 1.6x. La cobertura de la Deuda Total / EBITDA era de 1.0x.

#### Liquidez - Ledesma S.A.A.I.

ARS '000	2018	2019	2020	2021	2022	Año Móvil -Feb 23
EBITDA Operativo	9.616.595	10.741.579	17.593.818	15.371.712	18.896.158	18.644.492
Caja e Inversiones Corrientes	14.573.270	2.392.592	1.330.224	4.860.314	2.775.183	2.229.391
Deuda Corto Plazo	27.827.798	32.857.782	21.037.743	11.894.912	10.308.236	12.966.220
Deuda Largo Plazo	27.175.440	14.557.947	28.005.459	18.211.171	11.799.797	6.273.594
<b>Indicadores Crediticios</b>						
EBITDA / Deuda CP	0,3	0,3	0,8	1,3	1,8	1,4
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,9	0,4	0,9	1,7	2,1	1,6
Deuda Total / EBITDA	5,7	4,4	2,8	2,0	1,2	1,0

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Fondeo y flexibilidad financiera

Ledesma detenta un adecuado acceso a los mercados de crédito. Actualmente la compañía cuenta con líneas de descubierto en cuentas corrientes, prefinanciación de exportaciones, acceso a líneas de crédito bancarias disponibles, y demostrado acceso al mercado de capitales local. Asimismo, FIX considera que el elevado nivel de activos (tierras) que posee la compañía le otorgan una mayor flexibilidad para la obtención de préstamos garantizados.



## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Ledesma S.A.A.I.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en mayo)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	feb-23	2022	2021	2020	2019
Período	Últ. 12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	18.644.492	14.512.153	18.896.158	15.371.712	17.593.818	10.741.579
EBITDAR Operativo	18.644.492	14.512.153	18.896.158	15.371.712	17.593.818	10.741.579
Margen de EBITDA	13,4	13,9	14,1	12,4	14,1	8,6
Margen de EBITDAR	13,4	13,9	14,1	12,4	14,1	8,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,5	(8,1)	4,3	5,6	3,0	6,8
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	11,9	8,4	8,5	9,1	5,2	3,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	20,7	21,3	8,3	8,3	4,1	2,5
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	20,7	21,3	8,3	8,3	4,1	2,5
EBITDA / Servicio de Deuda	1,3	1,4	1,5	1,1	0,7	0,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,3	1,1	1,5	1,1	0,7	0,3
FGO / Cargos Fijos	11,9	8,4	8,5	9,1	5,2	3,5
FFL / Servicio de Deuda	0,3	(0,8)	0,6	0,6	0,3	0,3
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,8	2,5	1,1	1,8	2,2	3,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	1,0	1,2	2,0	2,8	4,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,9	0,9	1,0	1,6	2,7	4,2
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,0	1,0	1,2	2,0	2,8	4,4
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,9	0,9	1,0	1,6	2,7	4,2
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	67,4	67,4	46,6	39,5	42,9	69,3
<b>Balance</b>						
Total Activos	112.138.129	112.138.129	108.890.271	106.761.887	110.263.787	104.093.554
Caja e Inversiones Corrientes	2.229.391	2.229.391	2.775.183	4.860.314	1.330.224	2.392.592
Deuda Corto Plazo	12.966.220	12.966.220	10.308.236	11.894.912	21.037.743	32.857.782
Deuda Largo Plazo	6.273.594	6.273.594	11.799.797	18.211.171	28.005.459	14.557.947
Deuda Total	19.239.814	19.239.814	22.108.034	30.106.083	49.043.202	47.415.728
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	19.239.814	19.239.814	22.108.034	30.106.083	49.043.202	47.415.728
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	19.239.814	19.239.814	22.108.034	30.106.083	49.043.202	47.415.728
Total Patrimonio	63.939.082	63.939.082	58.415.394	49.314.909	35.080.567	32.080.935
Total Capital Ajustado	83.178.896	83.178.896	80.523.428	79.420.992	84.123.768	79.496.664

**Flujo de Caja**

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	9.809.408	5.012.409	17.146.903	14.969.477	17.909.090	10.770.459
Variación del Capital de Trabajo	(793.616)	(9.197.510)	(5.949.839)	(990.179)	(8.244.013)	2.132.998
Flujo de Caja Operativo (FCO)	9.015.791	(4.185.101)	11.197.064	13.979.298	9.665.078	12.903.457
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(5.174.217)	(3.922.566)	(4.760.856)	(7.032.709)	(5.965.503)	(4.410.389)
Dividendos	(428.651)	(424.051)	(628.173)	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	3.412.923	(8.531.718)	5.808.034	6.946.588	3.699.574	8.493.067
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	116.572	30.040	559.523	726.287	433.518	(20.643)
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	6.972.124	149.111	2.232.532
Variación Neta de Deuda	(3.600.204)	6.771.337	(7.621.649)	(10.746.142)	(7.196.253)	(15.648.545)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(70.709)	(1.730.341)	(1.254.091)	3.898.857	(2.914.049)	(4.943.589)

**Estado de Resultados**

Ventas Netas	139.271.642	104.725.209	134.109.372	123.595.076	125.068.861	124.773.170
Variación de Ventas (%)	N/A	5,2	8,5	(1,2)	0,2	10,4
EBIT Operativo	13.126.096	9.821.132	13.301.989	10.645.378	12.697.786	10.741.579
Intereses Financieros Brutos	899.298	680.656	2.288.302	1.852.906	4.251.334	4.289.873
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	11.557.359	6.210.512	9.601.615	14.234.674	2.993.044	(8.884.476)

(\*) Moneda constante a Febrero 2023

## Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- Commodities: Bienes transables.
- LTM: últimos doce meses.
- LTV: Loan to Value
- FIX: FIX (afiliada de Fitch Ratings).

## Anexo III. Características de los Instrumentos

### Obligación Negociable Clase 12

Monto Autorizado:	Por hasta \$ 2.000 millones ampliable hasta \$ 4.000 millones, en forma individual o conjunta entre las ON Clase 11 y las ON Clase 11.
Monto Emisión:	\$ 2.559,6 millones
Moneda de Emisión:	Pesos argentinos.
Fecha de Emisión:	8/7/2022
Fecha de Vencimiento:	8/1/2024
Amortización de Capital:	Las Obligaciones Negociables serán amortizadas en un único pago a ser realizado en la Fecha de Vencimiento
Intereses:	Tasa Badlar + 3%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral

### Obligación Negociable Clase 13

Monto Autorizado:	Por hasta \$ 3.500 millones ampliable hasta \$ 7.000 millones
Monto Emisión:	A definir
Moneda de Emisión:	Pesos argentinos.
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	18 meses a partir de la fecha de emisión
Amortización de Capital:	Las Obligaciones Negociables serán amortizadas en tres pagos a ser realizados (i) en un 25% del capital del monto de emisión a los 6 (seis) meses de la Fecha de Emisión y Liquidación; (ii) en un 25% del capital del monto de emisión a los 9 (nueve) meses de la Fecha de Emisión y Liquidación; y (iii) en un 50% del capital del monto de emisión en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	A definir
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral

## Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **24 de Julio de 2023** confirmó\* en **AA-(arg)** la calificación de emisor de largo plazo de **Ledesma S.A.A.I.** y del siguiente instrumento emitido por la compañía.

- ON Clase 12 por hasta \$ 2.000 millones ampliable hasta \$ 4.000 millones en forma individual o conjunta entre las ON Clase 11 y las ON Clase 12

Asimismo, confirmó\* en **A1+(arg)** la calificación de emisor de corto plazo.

Adicionalmente, **asignó** la calificación **AA-(arg)** a la ON Clase 13 a ser emitida por **Ledesma S.A.A.I.**

La **Perspectiva** es **Estable**.

**Categoría AA(arg)**: "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificadas dentro del país.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

La perspectiva de la calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno o dos años. La perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva positiva o negativa no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes que se modifique a positiva o negativa si existieren elementos que lo justifiquen.

**A1(arg)** Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

\*Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la del presente dictamen.

## Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado:

- Información de gestión suministrada por la compañía a junio 23.

Y adicionalmente la siguiente información pública:

- Balances trimestrales al 28/02/23 (9 meses), disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Balances anuales y auditados al 31/05/22 (12 meses), disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Pistrelli, Henry Martin y Asociados S.R.L.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.