

Consultatio S.A. (Consultatio)

Informe Integral

Calificaciones

Nacional
 Calificación al Emisor AA(arg)

Acciones Ordinarias 1

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(miles de \$)

	30/06/16	31/12/15
	NIIF 6 meses	NIIF Anual
Total Activos	22.793.027	18.148.744
Deuda Financiera	2.452.244	1.975.152
Ingresos	305.641	539.318
EBITDA	-17.512	-20.812
Caja y equivalentes	4.474.486	3.945.557
Deuda/ EBITDA	Neg	Neg
Flujo de Caja Operativo	192.098	398.163
Deuda/ FCO	6,4	5,0

A partir del ejercicio iniciado el 1/01/2012, Consultatio ha adoptado las NIIF.

NIIF: Normas internacionales de información Financiera

A partir del ejercicio iniciado el 1/01/2013, Consultatio dejó de consolidar proporcionalmente su participación en Nordelta a partir de una modificación en la NIIF 11.

Informes relacionados

Metodología de calificación de empresas registrado ante la CNV

Analista Principal:

Alejandro Kalogiannidis
 Analista
 +5411 5235 8139
alejandro.kalogiannidis@fixscr.com

Analista Secundario:

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +5411 5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Conservadora estrategia operativa: La características operativas que presenta Consultatio le permiten minimizar su exposición al riesgo de la actividad de desarrollo inmobiliario. En este sentido la empresa ha demostrado capacidad para conservar sólidos márgenes de rentabilidad a pesar de operar en un ambiente inflacionario y con demanda volátil en el mercado local a través de posicionarse en un nicho de mercado focalizado en clientes de alto poder adquisitivo. Asimismo, la flexibilidad operativa de Consultatio, producto de bajos niveles de financiamiento externo, junto con probada capacidad de fondear holgadamente los desarrollos a través de preventa, le otorgan mayor poder de negociación y la aíslan de recurrir a políticas agresivas de descuento.

Fuerte posicionamiento competitivo y diversificación del portafolio de activos: La empresa se presenta como uno de los principales desarrollistas inmobiliarios del país, cuenta con 5 proyectos de gran escala con potencial de ventas superior a USD2.900MM en el largo plazo. En el mercado local, las ventas de lotes de los proyectos "Ciudad Pueblo", Nordelta y Puertos, muestran una importante volatilidad, mientras que la incorporación de distintos pisos de Catalina Norte al portafolio actual de oficinas en alquiler, proveerán un estable flujo de fondos. Los proyectos Oceana Key Biscayne y Bal Harbour han marcado el ingreso de la empresa a mercados extranjeros, y el sólido desempeño demostrado no solo se interpreta como una participación aislada en el exterior, sino que expone la habilidad de la empresa para trasladar y adaptar su modelo de negocio a nuevos mercados, confirmando así, la capacidad de la empresa de diversificarse geográficamente.

Reducido nivel de endeudamiento: La compañía operó históricamente con un acotado nivel de deuda y una fuerte liquidez. En 2014 obtuvo una línea de crédito con el HSBC con el fin de financiar el proyecto de Bal Harbour por hasta USD332MM y cuyo saldo a jun'16 ascendía a USD154MM. Dada la conservadora estrategia operativa de Consultatio y el elevado avance de preventas, la totalidad de los fondos reservados para el repago de la deuda superan la misma, y eliminan el riesgo de refinanciación. Fix estima que la compañía podría aumentar temporalmente su nivel de apalancamiento como consecuencia de nuevos lanzamientos de edificios, reduciéndolo significativamente conforme al avance de ventas.

Nivel de actividad volátil influenciada por interferencia gubernamental: El segmento de desarrollos inmobiliarios se caracteriza por la volatilidad de su generación de fondos y alta sensibilidad a incertidumbre macroeconómica. A pesar del actual contexto recesivo, los recientes cambios en el mercado de divisas tendientes a reducir la interferencia gubernamental de los últimos 4 años, han impactado positivamente sobre la actividad de la empresa. La diversificación geográfica de los proyectos de Consultatio y el flujo generado por alquileres de sus pisos de oficinas, mitigan el impacto negativo del entorno local en su perfil crediticio.

Resultados extraordinarios por ventas de Key Biscayne y por revaluación de activos: A Dic'15 se observa ingresos por venta y EBITDA inferiores a los del 2014, ya que este año fueron registrados contablemente resultados extraordinarios por entrega de edificios. En 2014, Consultatio concretó las entregas de la mayor parte de su proyecto de Key Biscayne, y en este sentido, a Dic'14 la compañía registró ventas, superiores a niveles históricos, por \$4.845MM, y el EBITDA alcanzó los \$1.990MM. El flujo de caja operativo experimentó una fuerte mejora, ubicándose en \$2.283MM, al liberarse los adelantos de clientes que estaban restringidos como garantía de las obras y cobrar el saldo de precio restante (50%). Asimismo, durante 2015 la empresa procedió a reclasificar ciertas fracciones de tierras de Puertos y Nordelta, cuyo destino no está previsto y que son mantenidas como reserva de valor, obteniendo un resultado por la revaluación de los activos de \$2.110MM, el cual no se encuentra incluido en el EBITDA del ejercicio.

Sensibilidad de la calificación

Una baja en la calificación podría darse a partir de una caída en la demanda a nivel global o a partir de una menor diversificación geográfica en su cartera de proyectos con mayor dependencia del mercado local. A su vez, un deterioro en la liquidez de las acciones podría afectar la calificación.

Liquidez y estructura de capital

Fuerte posición de liquidez: A jun'16 la deuda financiera de Consultatio se ubicaba en \$2.452MM, totalmente cubierta por los fondos de las cuentas reservadas para su repago. Adicionalmente, la posición de caja y equivalentes ascendía a \$4.474MM, y la empresa poseía una cartera de boletos a cobrar por aprox. \$7.169MM (no incluye Nordelta S.A. quien detenta anticipos pendientes a recibir por \$677), con vencimientos mayormente en el corto plazo. La liquidez de la compañía le permite realizar compras oportunísticas de terrenos y otorga certidumbre a la finalización de las obras.

Perfil del negocio

Consultatio se posiciona como uno de los principales desarrollistas inmobiliario del país, y en los últimos años ha encarado un proceso de diversificación geográfica llevando a cabo proyectos en Estados Unidos y Uruguay. La empresa opera cuatro mercados diferentes, complejos urbanos integrales, venta y alquiler de edificios de oficinas, venta de unidades residenciales y desarrollos residenciales turísticos. La estrategia comercial en cada uno consiste en la adquisición de reservas de tierras únicas en áreas de fuerte crecimiento poblacional y en el desarrollo de proyectos de gran escala focalizados en mercados de elevado poder adquisitivo, manteniendo una estructura financiera conservadora.

La empresa desarrolla actualmente 5 proyectos inmobiliarios (Nordelta, Puertos, Las Garzas, Oceana Bal Harbour, y Catalina Norte), y posee oficinas comerciales destinadas a alquiler. A jun16, el 78% (USD772MM) de la inversión proyectada pendiente (incluye Nordelta) se concentraba en los emprendimientos Puertos y Nordelta. Consultatio participa del 50% del capital de Nordelta, y desde 2013, la actividad de esta empresa es reportada como negocio conjunto.

Nordelta

Lanzado en 1999, se constituye en el primer complejo urbano construido bajo el concepto de "Ciudadpueblo" en Argentina y uno de los más grandes de América Latina. Abarca una superficie de aprox. 1.700 hectáreas (750 hectáreas vendibles), y se estiman ventas proyectadas totales por USD1.833MM.

Puertos

El proyecto abarca una superficie de 1.440 hectáreas (650 hectáreas vendibles) y comprende el desarrollo de un complejo urbano sobre la base del modelo de Nordelta. A fines de 2010 se produjo el lanzamiento de los primeros barrios y en ene'14 se realizaron las primeras entregas. Se estiman ventas proyectadas totales por USD1.566MM.

Oceana Key Biscayne

El complejo residencial de alta gama se desarrolla en un terreno de 4.2 hectáreas en Key Biscayne, Miami, y su construcción se finalizó en 2014. El proyecto consta de 154 unidades, y 45.000M2, y a jun'16 se ha firmado boletos de compra venta por USD584MM (148 unidades).

Oceana Bal Harbour

Se prevé la finalización de la construcción del complejo residencial de alta gama en nov'16, y el mismo consta de 240 unidades, y 65.000M2. A jun'16 se han firmado boletos de compra venta por USD850MM (151 unidades). En abr'14 la compañía obtuvo una línea de crédito por un total de USD332 MM que le asegura el financiamiento del total del proyecto, y el saldo tomado a jun16 era de USD154MM.

Edificios de oficina

La compañía posee pisos en las torres de oficinas Catalinas Plaza, finalizada en 1995, y Alem Plaza, construida en 1998, por 4.651m2. En 2010 comenzó con el desarrollo del proyecto Catalinas Norte, y se han suscripto boletos de compra venta por 26 de los 33 pisos. Los 7 pisos restantes, serán alquilados por Consultatio a terceros, y adicionan 9.980m2 a su porfolio de área alquilable.

Las Garzas

La compañía se encuentra desarrollando un centro residencial turístico exclusivo de alrededor de 474 lotes en un terreno de 240 hectáreas (130 hectáreas vendibles) sobre el mar en la costa de Rocha, Uruguay, a 20 km de José Ignacio. En 2008 lanzó la primer preventa. Actualmente, la empresa se encuentra avanzando con las obras y continúa con el proceso de venta.

Los cuadros a continuación resumen los aspectos más significativos de los proyectos mencionados:

Desarrollo Inmobiliario- Propiedad Comercial (Proyecciones de la empresa) Jun'16

Ventas y Costos en USD MM

Cifras a Jun'16	Lanzamiento	Finalizacion	M2 Vendibles	USD/ M2	Ventas pactadas	Venta proyect.	% Vendido	Inversion ejecutada	Inversion proyect.*	% avance	
Proyecto											
Oceana Key Biscayne		2012	2014	45.000	13.800	584	621	94%	360	373	97%
Oceana Bal Harbour		2013	2016	65.000	19.831	850	1289	66%	537	699	77%
Catalinas Norte (venta pisos)		2013	2015	38.060	3.836	146	146	100%	101	114	89%
Total				148.060		1.580	2.056	77%	998	1.186	84%

Margen bruto Promedio Proy. 42%

Desarrollo Inmobiliario-Ciudad Pueblo (Proyecciones de la empresa)

Ventas y Costos en USD MM

Cifras a Jun'16	Lanzamiento	Finalizacion	Hs Vendibles	USD/ M2	Ventas pactadas	Venta proyect.	% Vendido	Inversion ejecutada*	Inversion proyect.*	% avance	
Proyecto											
Nordelta		1999 ??		670	274	916	1833	50%	440	758	58%
Puertos		2010 ??		561	279	198	1566	13%	184	725	25%
Las Garzas		2008 ??		127	134	48	170	23%	62	81	77%
Total				1.358		1.162	3.569	33%	686	1.564	44%

* Incluye unicamente costo de construcción y terreno

Margen Bruto Promedio Proy. 56%

Total ventas potenciales 2.883
Ergaciones pendientes 1.066

Precios	USD/ M2 Historico	USD/ M2 Proy. futuro
Nordelta	182,51	429,91
Puerto Lago	123,24	316,67

Desarrollo Inmobiliario- Alquiler Oficinas (Proyecciones de la empresa)

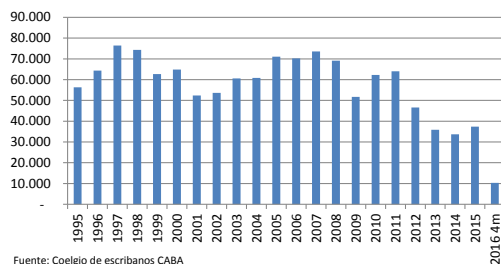
Ventas y Costos en USD MM

Cifras a jun'16	Lanzamiento	GLA Consultatio	Alquiler Anual	USD /M2 por año	
Proyecto					
Catalinas y Torre Alem Plaza		1999	4.651	1,4	301
Catalinas Norte		2016	9.980	4,4	441
Total			14.631	6	

Riesgo del sector

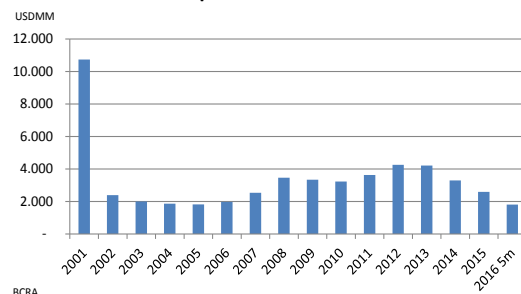
El sector inmobiliario local ha sufrido una merma significativa desde 2012. En este sentido, el número de escrituras en 2015 en CABA totalizaron 37.392, frente a 64.040 en 2011, y 73.569 en 2007. Esta merma se encuentra explicada por un contexto de incertidumbre macroeconómica, intervención en el mercado de cambio, y una caída en términos reales del acceso al crédito hipotecario.

Evolución Escrituras CABA



Fuente: Colegio de escribanos CABA

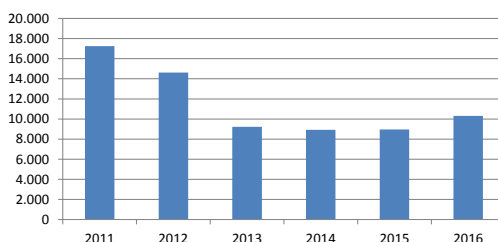
Evolución Credito Hipotecario



BCRA

La normalización en el mercado de cambios en dic15, y el regreso del gobierno nacional al mercado de créditos internacional, han impactado positivamente sobre las expectativas en el mediano plazo del mercado inmobiliario local. En este sentido, durante el primer semestre del año se vislumbra un mayor nivel de actividad en el sector, aunque, muy por debajo de promedios históricos previo a 2012. Asimismo, el gobierno nacional identifica como prioritario el desarrollo del crédito hipotecario con el fin de impulsar el crecimiento económico, y resolver el problema del elevado déficit habitacional que enfrenta el país, estimado en 32% en 2012 (BID).

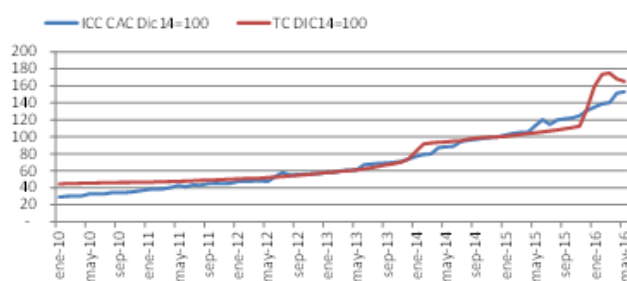
Evolución Escrituras acumuladas a Abr (4m)- CABA



Fuente: Colegio de escribanos CABA

La devaluación ocurrida en dic15 tras la normalización del mercado cambiario ha significado una recuperación en el nivel de rentabilidad de los desarrollistas, ya que en general enfrentan costos en moneda local e ingresos en moneda extranjera. Durante 2015, se observó un aumento superior de los costos de la construcción al del tipo de cambio, y si bien esta tendencia se revirtió en diciembre15, la elevada inflación interna durante el primer semestre del presente año ha reducido en parte dicha relación.

Relacion Costo de la construcción y USD



Fuente CAC, BCRA

En este sentido, los principales riesgos del sector se vinculan con el comportamiento pro cíclico del nivel de demanda, y la sensibilidad a intervenciones en el mercado cambiario. Asimismo, la obtención de permisos de edificación, y exposición a contingencias, principalmente demandas judiciales, que impiden el avance normal de la construcción, se constituyen como riesgos inherentes del sector.

Posición competitiva

Consultatio S.A. cuenta con una importante posición en el mercado local de desarrollos inmobiliarios de gran escala destinados al mercado de alto poder adquisitivo, y en el mercado de edificios de oficinas de primer nivel.

La estrategia de la empresa consiste en identificar oportunidades de adquisición de nuevos terrenos en áreas de alto potencial para el desarrollo de emprendimientos inmobiliarios de gran escala, y orientados a clientes de alto poder adquisitivo en el mercado local. Asimismo, Consultatio ha demostrado recientemente, con los proyectos Oceana, capacidad de implementar su modelo de negocio en el exterior. El Ingreso al Régimen de Oferta Pública realizado en May'08 proveyó de liquidez y recursos a la compañía para analizar y emprender negocios inmobiliarios en otros países de la región y tomar ventaja de las oportunidades que se presenten en el mercado inmobiliario.

Además la Compañía ha operado con un perfil financiero conservador, maximizando las preventas para generar capital de trabajo.

Administración y calidad de los accionistas

El accionista principal y presidente de la compañía es el Sr. Eduardo Costantini. El mismo cuenta con una vasta experiencia en el mercado de desarrollos inmobiliarios. A la vez, ha apoyado financieramente a la compañía a través de préstamos y aportes de capital. El acuerdo para la

compra del terreno en Bal Harbour, contempló un pago al contado por US\$ 90 millones, aportado por el accionista.

Factores de riesgo

Consultatio ha logrado reducir su exposición a la volatilidad económica y mantener niveles de ventas estables a través de una estrategia de diversificación geográfica, junto con su estrategia en focalizarse en clientes que pertenezcan a un segmento de altos ingresos, con demanda inelástica. Similarmente, los ingresos por alquileres mitigan este riesgo y proveen un flujo de fondos estable y superior a los intereses financieros devengados.

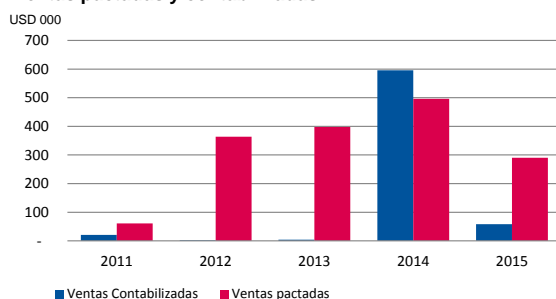
La trayectoria de la empresa en el mercado y la alta rentabilidad que han exhibido sus proyectos mitigan en parte los riesgos inherentes al desarrollo y construcción de los proyectos. El hecho de lograr altos niveles de preventa permite a la empresa asegurar el financiamiento de las obras, y evitar incurrir en demoras, y sobrecostos.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Debido a que contablemente se reconocen los ingresos por venta y resultados operativos al momento en que se efectúa la entrega de los inmuebles, la empresa presenta un bajo nivel de ventas y resultados operativos durante gran parte del desarrollo inmobiliario, y luego la tendencia se reversa en el momento de la entrega. En este sentido el EBITDA generado fue negativo durante 2010-2013, y en 2014 ascendió a \$1.990MM con la entrega de las unidades de Key Biscayne. Las próximas entregas se esperan en 2016-2017 (Catalinas Norte, total ventas proyectadas y pactadas USD146MM y Bal Harbour, ventas proyectadas USD1.289MM, pactadas a Jun'16 USD850MM).

Ventas pactadas y contabilizadas



Elaboración: Información de la empresa, ventas contabilizadas no incluye nordelta desde 2012

Tomando en cuenta EBITDA y ventas del periodo 2012-2015, el margen se sitúa en 34%. Cabe aclarar que previamente a 2012, la empresa aplicaba normas contables locales, y consolidaba proporcionalmente a Nordelta S.A., mientras que NIIF considera el resultado proporcional como un ítem separado del estado de resultado.

Los cuadros a continuación presentan la evolución EBITDA y ventas contable para el periodo 2010-2015, y la apertura de las ventas por tipo de proyecto.

Evolución Rentabilidad

ARS 000

	2011	2012	2013	2014	2015
EBITDA Operativo	10.924	-57.337	-94.318	1.990.144	-20.812
Ventas Netas	86.067	10.152	22.500	4.844.635	539.318
Margen EBITDA	13%	-565%	-419%	41%	-4%

Elaboración: Información de la empresa

Apertura de Ventas por Proyecto

ars MM, *NIF

<i>Consolidado</i>	2010	2011	2012*	2013*	2014*	2015
Puertos					189	235
Las garzas		18	1	14	27	92
Key Biscayne					4.616	200
Alquileres	22	17	9	8	12	13
Nordelta Proporcional	41	51				
Total	63	86	10	22	4.844	540

No consolidado

Nordelta	82	101	161	67	254	428
----------	----	-----	-----	----	-----	-----

Información de la Empresa

Flujo de fondos

La estrategia financiera de la empresa consiste en financiar sus proyectos principalmente con preventas, y en ciertos casos el terreno a través de préstamos bancarios con garantía real. En este sentido a jun'16 contaba con una cartera de créditos a cobrar por \$7.169MM de los cuales \$2.712MM corresponden a anticipos pendientes de recibir en un plazo menor a un año, y cubren la totalidad de las erogaciones comprometidas en los próximos años.

El flujo de caja operativo del ejercicio 2015 fue positivo en \$398MM, y adicionalmente se acreditaron fondos en la cuenta escrow del proyecto Oceana Bal Harbour por aproximadamente USD100MM. La legislación de Florida establece que las cobranzas iniciales de Oceana por reserva ingresan a una cuenta escrow que no puede ser utilizada por la empresa hasta la entrega de las unidades, y el resto de las cobranzas solo pueden asignarse a la construcción de la obra, la liberación de estos fondos, estimados en USD182MM, se espera para 2017. En el momento de la entrega, se espera la cobranza del restante 50% del precio de venta. A dic15 se observa un elevado nivel de FGO explicado por un incremento en adelanto de clientes, y dada la política financiera de la empresa, coincide con el aumento en inventarios por ejecución de proyectos. El cuadro a continuación presenta la evolución del capital de trabajo de la compañía tomando en cuenta anticipos de clientes y fondos restringidos.

Evolución Capital de trabajo

ARS 000

	2012	2013	2014	2015
Créditos por ventas	1.749	1.876	1.158	4.266
Bienes de cambio	2.341.756	3.950.337	3.924.575	7.158.808
Cuentas a pagar	-34.785	-113.246	-101.309	-304.799
Fondos restringidos	568.898	1.360.010	730.714	2.377.005
Anticipo de clientes	-1.179.069	-3.469.602	-3.347.269	-6.323.026
Capital de trabajo	1.698.549	1.729.375	1.207.869	2.912.254

Elaboración: Información de la empresa

En general Consultatio ha presentado FFL levemente negativo hasta el momento de la entrega de las unidades, donde aumentan significativamente. De esta forma, en relación a la envergadura de sus proyectos, la deuda financiera ha permanecido en niveles estables desde 2012 en el rango de USD130MM- USD150MM.

Liquidez y estructura de capital

Consultatio presenta una conservadora estrategia comercial que repercute en reducidos niveles de endeudamiento en relación a la magnitud de los proyectos desarrollados, y una fuerte posición de liquidez. La relación deuda financiera sobre el valor libros de los activos inmobiliarios netos de adelantos de clientes a dic15 se mantenía por debajo del 43%. Adicionalmente, cabe destacar que el total de fondos reservados supera holgadamente la deuda financiera.

Activos inmobiliarios y deuda financiera

Ars MM- A dic15

Propiedad de Inversion*	3.783
Inventarios	7.159
Adelantos de clientes	(6.323)
Total activos inmobiliarios neto	4.619

Deuda financiera	1.975
Cuenta Reservada	2.377
D/V	0,43
Deuda- Cuenta Reservada	Neg

*Valuadas a Valor razonable

A dic'15 la deuda se conformaba principalmente por el préstamo obtenido para la compra del terreno de Bal Harbour por USD148 MM, a jun16 no se registran variaciones significativas. En abr'14 la compañía controlada Consultatio Bal Harbour LLC obtuvo una línea de crédito del HSBC Bank USA, por un total de USD332 MM. El préstamo tiene vencimiento el 30/04/2017, devenga una tasa de interés de LIBOR más 325 puntos básicos (intereses capitalizables) y cuenta con garantía hipotecaria y cesión de derechos sobre los boletos de compra venta del proyecto. Los covenants incluyen mantener una liquidez superior a USD30MM, y un valor patrimonial superior a USD100MM.

Deuda Total

ARS 000

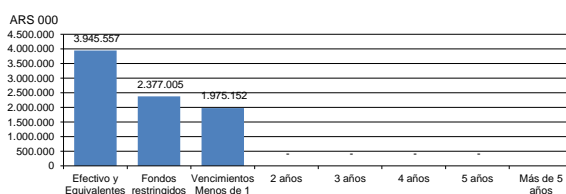
	2011	2012	2013	2014	2015
Deuda Total	64.447,00	660.621,00	931.947,00	1.070.791,00	1.975.452,00
Deuda Total USD000	14.969,22	134.032,83	142.827,13	125.092,41	148.563,52

Elaboración: Información de la empresa

La posición de caja y equivalentes de la compañía a dic15 ascendía a \$3.945MM, contaba con \$2.377MM de fondos restringidos con aplicación específica a la construcción y corresponden a anticipos de clientes del proyecto de Bal Harbour. Similarmente, la empresa poseía una cartera de boletos a cobrar por \$6.114MM (\$10.805MM a mar16). La deuda financiera alcanzaba \$1.975MM, y dado los boletos firmados, estimamos compromisos de construcción para los próximos años por USD218MM.

Vencimientos de Deuda

a Dic15



Elaboración: Información de la empresa

Fondeo y flexibilidad financiera

Consultatio cuenta con una importante flexibilidad financiera producto de su fuerte posición de liquidez, lo cual le permite administrar la velocidad en la comercialización de los proyectos según el dinamismo de la demanda y aprovechar oportunidades de inversión. Hacia delante, los desarrollos a encarar por la compañía podrían implicar un aumento en el apalancamiento. No obstante, FIX prevé que la compañía priorice la financiación a través de las pre-ventas, con la cual podría sostener una adecuada estructura de capital. Además, la empresa posee flexibilidad operativa sobre todo en el caso de proyectos de Ciudad Pueblos, donde puede devolver los anticipos recibidos en caso de postergar el desarrollo de un barrio nuevo.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de enero de 2012, Consultatio ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09. A partir del ejercicio iniciado el 1/01/2013, Consultatio dejó de consolidar proporcionalmente su participación en Nordelta a partir de una modificación en la NIIF 11. Los indicadores correspondientes a los Estados Contables cerrados a jun16 se han estimado anualizando las cifras semestrales.

Resumen Financiero- Consultatio S.A

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Normas Contables

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	
	jun-16	2015	2014	2013	2012	2011
Meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	(17.512)	(20.812)	1.990.144	(94.318)	(57.337)	10.924
EBITDAR Operativo	(17.512)	(20.812)	1.990.144	(94.318)	(57.337)	10.924
Margen de EBITDA	(5,7)	(3,9)	41,1	(419,2)	(564,8)	12,7
Margen de EBITDAR	(5,7)	(3,9)	41,1	(419,2)	(564,8)	12,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	25,1	22,0	22,8	33,9	6,4	8,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	41,1	(7,9)	41,8	156,2	(5.679,4)	6,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	18,0	30,9	48,4	2,7	0,9	15,4
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	77,8	80,0	64,5	232,0	349,7	305,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(0,9)	(0,8)	102,2	(18,5)	(117,5)	35,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	(0,9)	(0,8)	102,2	(18,5)	(117,5)	35,8
EBITDA / Servicio de Deuda	(0,0)	(0,0)	46,9	(0,2)	(30,2)	0,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	(0,0)	(0,0)	46,9	(0,2)	(30,2)	0,2
FGO / Cargos Fijos	77,8	80,0	64,5	232,0	349,7	305,8
FFL / Servicio de Deuda	0,1	(0,0)	48,2	0,1	(303,2)	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,9	2,0	112,7	2,4	3,2	6,2
FCO / Inversiones de Capital	(2,3)	1,1	12,2	1,2	(18,1)	2,8
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,8	0,9	0,9	0,8	3,9	0,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(70,0)	(94,9)	0,5	(9,9)	(11,5)	5,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	57,7	94,7	(0,8)	0,4	(1,4)	(30,1)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	(70,0)	(94,9)	0,5	(9,9)	(11,5)	5,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	57,7	94,7	(0,8)	0,4	(1,4)	(30,1)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	1,7	1,8	1,9	0,6	0,1	0,5
Deuda Garantizada / Deuda Total	0	0	0	0	0	0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	1,0	1,0	0,0	0,4	0,0	1,0
Balance						
Total Activos	22.793.027	18.148.744	9.610.514	7.447.298	4.116.953	1.813.709
Caja e Inversiones Corrientes	4.474.486	3.945.557	2.733.687	971.569	582.113	392.790
Deuda Corto Plazo	2.443.844	1.975.152	22.943	415.024	1.412	64.447
Deuda Largo Plazo	8.400	0	1.047.848	516.923	659.209	0
Deuda Total	2.452.244	1.975.152	1.070.791	931.947	660.621	64.447
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.452.244	1.975.152	1.070.791	931.947	660.621	64.447
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.452.244	1.975.152	1.070.791	931.947	660.621	64.447
Total Patrimonio	9.526.786	8.054.753	4.437.973	2.557.565	2.009.492	992.059
Total Capital	11.979.030	10.029.905	5.508.764	3.489.512	2.670.113	1.056.506
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.482.479	2.174.181	1.235.445	1.178.949	170.146	92.951
Variación del Capital de Trabajo	(1.290.381)	(1.776.018)	1.047.694	(938.229)	(716.491)	(87)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	192.098	398.163	2.283.139	240.720	(546.345)	92.864
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	83.903	(364.968)	(186.609)	(205.577)	(30.232)	(32.941)
Dividendos	(150.327)	(75.793)	(70.000)	0	0	(54.281)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	125.674	(42.598)	2.026.530	35.143	(576.577)	5.642
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(322.500)	(574.581)	(618.004)	(290.980)	4.258	29.551
Variación Neta de Deuda	151.736	349.251	(142.760)	271.327	(57.415)	(8.921)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	(103.633)	(398.523)	(11.834)	814.394	37.114
Variación de Caja	(45.090)	(371.561)	867.243	3.656	184.660	63.386
Estado de Resultados						
Ventas Netas	305.641	539.318	4.844.635	22.500	10.152	86.067
Variación de Ventas (%)	25,88	(88,9)	21.431,7	121,6	(88,2)	
EBIT Operativo	(21.672)	(22.368)	1.988.652	(95.849)	(58.285)	7.581
Intereses Financieros Brutos	19.292	27.506	19.471	5.103	488	305
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	790.284	1.930.312	1.692.208	61.888	13.710	76.226

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- 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

Anexo III. Acciones

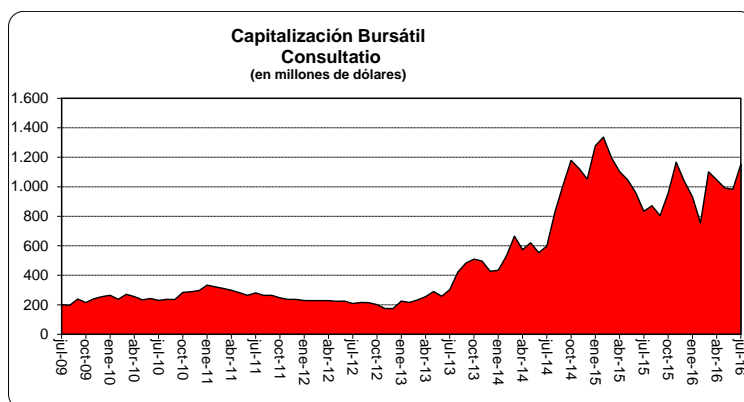
Liquidez de la acción de Consultatio S.A. en el mercado

A Dic'15, el capital social de la compañía ascendía a \$409.906.729 compuesto por 409.906.729 acciones de valor nominal \$ 1 cada una y con derecho a un voto por acción.

El 26/05/08 finalizó el período de suscripción de las acciones de Consultatio en el marco de la oferta pública de sus acciones en el mercado de capitales. El resultado de la misma fue una colocación de 110.000.000 de acciones a un precio de suscripción de \$3.20 por acción, permitiéndole a la compañía captar fondos por aproximadamente US\$ 110 millones.

Luego de la emisión de acciones un 28.7% del capital comienza a cotizar en la Bolsa de Buenos Aires, mientras que Eduardo Costantini (accionista principal) mantiene un 69,7% de participación. Dado que la mayor parte de las acciones emitidas fueron adquiridas por las AFJP, luego de la estatización del régimen de jubilaciones y pensiones, ANSES mantiene el 24.9% del capital de Consultatio.

La capitalización bursátil de Consultatio a Jul'16 era de US\$1153MM. El cuadro detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde Jul'09:



Fuente Economática

Presencia

En los últimos doce meses a Jul'16, la acción de Consultatio mantuvo una presencia del 98% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado, mostrando una tendencia creciente.

Rotación

Por su parte, al considerar la cantidad de acciones negociadas en los últimos 12 meses a Jul'16, se observa que la acción de Consultatio registró una rotación del 19,1% sobre el capital flotante en el mercado.

Participación

Durante el año móvil a Jul'16, el volumen negociado por Consultatio fue de \$708MM, con una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 1,18%.

En conclusión, se considera que la acción de Consultatio cuenta con una **liquidez alta**.

Pago de Dividendos

La Asamblea General Ordinaria y Extraordinaria de Accionistas celebrada el 27 de abril de 2016 resolvió una distribución de dividendos en efectivo por \$150MM, los cuales fueron abonados el 4 de Mayo de 2016.

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 **18 de Agosto de 2015** confirmó* en **Categoría AA(arg)** la calificación del emisor otorgada a **Consultatio S.A.** La misma cuenta con Perspectiva 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 calificados 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.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

Por su parte, en base al análisis efectuado sobre la capacidad de generación de fondos de la compañía y de la liquidez de sus acciones en el mercado, **FIX** confirmó* en **Categoría 1** la calificación de las acciones de Consultatio S.A.

Categoría 1: se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una muy buena capacidad de generación de fondos.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

*Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes

- Balances auditados hasta el 30-06-2016 (6 meses) disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte & Co. S.R.L.
- Prospecto de Oferta Pública de Acciones de fecha 9-05-2008 disponible en www.cnv.gob.ar

Las calificaciones antes señaladas 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 calificador–, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTAN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTAN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCION DE CODIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTA BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION 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 está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual 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 factual 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 de 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 independientes 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. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR 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 afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, 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 no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. FIX SCR S.A. no está comprometido 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, 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. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones 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 70.000 (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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). 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 como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no sólo, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y 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.