

Consultatio S.A. (Consultatio)

Informe Integral

Calificaciones

Nacional
 Calificación al Emisor AA(arg)

Acciones Ordinarias 1

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Consolidado	30/06/2018	31/12/2017
(\$ miles)	LTM	12 Meses
Total Activos	22.766.306	21.489.215
Deuda Financiera	0	1.174.888
Ingresos	2.991.504	10.167.650
EBITDA	921.445	4.761.560
EBITDA (%)	30,8	46,8
Deuda Total / EBITDA	0,0	0,2
Deuda Neta Total / EBITDA	-4,0	-1,8
EBITDA / Intereses	31,4	447,1

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 Comisión Nacional de Valores

Analista Principal:

Mariano De Sousa
 Analista
 +5411 5235 8141
mariano.desousa@fixscr.com

Analista Secundario:

Pablo Artusso
 Director Asociado
 +5411 5235 8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del Sector:

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

Factores relevantes de la calificación

Bajo riesgo operacional: Las 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 con mayor exposición al mercado local: La empresa se presenta como uno de los principales desarrolladores inmobiliarios del país, cuenta con 8 proyectos de gran escala con un potencial de ventas de aproximadamente USD3.913 MM en el largo plazo. Hacia adelante, Fix estima que la compañía presentará una mayor exposición al mercado local ya que el 91% de los ingresos futuros se encuentran concentrados en desarrollos en Argentina. No obstante, la volatilidad de los flujos se ve parcialmente mitigada por la incorporación de distintos pisos de Catalina Norte al portafolio actual de oficinas en alquiler, el cual cuenta con aproximadamente 13.900 m2 y le dan un flujo estable de ingresos por USD5,3 MM.

Elevada flexibilidad financiera: Consultatio cuenta con una importante flexibilidad financiera producto de su fuerte posición de liquidez y probado acceso al mercado financiero. Esto le permite administrar la velocidad en la comercialización de los proyectos según el dinamismo de la demanda y aprovechar oportunidades de inversión. Hacia adelante, 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.

Sensibilidad de la calificación

Una baja en la calificación podría darse a partir de cambios en la estrategia de crecimiento o por cambios en el manejo de la caja. Asimismo, una mayor previsibilidad en la generación de flujos, producto de mayores ventas por alquiler podría determinar una suba de calificación.

Liquidez y estructura de capital

Conservador manejo de la liquidez: FIX considera que Consultatio posee un elevado nivel de liquidez con nulo endeudamiento financiero, a Jun'18 la posición de caja y equivalentes de la compañía ascendían a USD126 MM, contaba con USD 2 MM de fondos restringidos con aplicación específica a la construcción y corresponden a anticipos de clientes del proyecto de Bal Harbour. Similarmente, la compañía en su conjunto poseía una cartera de anticipos pendientes a cobrar por USD 73MM a jun'18 y USD 16.5MM, que corresponden al proporcional del negocio Nordelta, a la misma fecha.

Estructura de capital sin deuda: La compañía operó históricamente con un acotado nivel de deuda y una fuerte liquidez. En 2017, Consultatio obtuvo una línea de crédito con J.P. Morgan Chase Bank por hasta USD200 MM, cuyo saldo fue cancelado a Mar'18 con flujo propio, que se utilizó para financiar la compra de terrenos para desarrollar los proyectos Oceana Puerto Madero, Oceana Nordelta, proyecto Huergo y el proyecto Catalinas II. A Jun'18, la compañía no tenía deuda financiera y FIX estima que podrá financiar los proyectos futuros con flujo propio.

Perfil del negocio

Consultatio se posiciona como uno de los principales desarrolladores inmobiliarios del país, y en los últimos años ha encarado proyectos en Estados Unidos y en Uruguay. La empresa opera tres mercados diferentes: Urbanizaciones, Edificios Residenciales y Torres Corporativas. 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. En el segmento de Torres corporativas Consultatio busca localizarse en áreas de alta demanda de oficinas triple A, para su alquiler o venta.

La empresa desarrolla actualmente 8 proyectos inmobiliarios dentro de sus distintas líneas: Urbanizaciones (Nordelta; Puertos y Las Garzas Blancas), Edificios residenciales (Oceana Puerto Madero, Oceana Key Biscayne, Oceana Bal Harbour, Nordelta y Proyecto Huergo) y por ultimo las torres corporativas (Catalinas Plaza, Alem Plaza, Catalinas Norte y Proyecto Catalinas II). Las ventas remanentes totales alcanzan los USD 3.913 millones.

Nordelta (Ventas remanentes por US\$ 1.491MM)

Lanzado en 1999, se constituye en el primer complejo urbano construido bajo el concepto de "Ciudad-pueblo" en Argentina y uno de los más grandes de América Latina. Abarca una superficie de aprox. 1.600 hectáreas (750 hectáreas vendibles), y se estiman ventas proyectadas totales por USD2.433MM. Este proyecto consolida 49.9996%

Puertos (Ventas remanentes por US\$ 1.730MM)

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 USD1.938MM.

Las Garzas (Ventas remanentes por US\$ 88MM)

La compañía se encuentra desarrollando un centro residencial turístico exclusivo de alrededor de 450 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 realizó el 80% de las inversiones y género ventas por USD49 MM (36% de avance).

Oceana Key Biscayne (Ventas remanentes por US\$ 7MM)

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'18 se ha firmado boletos de compra venta por USD622MM (resta solo una unidad).

Oceana Bal Harbour (Ventas remanentes por US\$ 244MM)

A Jun'18 se han firmado boletos de compra venta por USD964MM (181 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, el mismo ya fue cancelado.

Oceana Puerto Madero (Ventas remanentes por US\$ 138MM)

Se adquirió un terreno de aproximadamente 12.000 m2 por un valor de USD 44MM (de los cuales se pagó el 80%). Se construirán dos edificios por un total de 26.000 m2 vendibles por un valor de USD 226MM y una inversión total de aproximadamente USD 172MM. A Jun'18 se han firmado boletos de compra venta por USD77MM (80 unidades).

Oceana Nordelta (Ventas remanentes por US\$ 89MM)

Se adquirió un terreno de aproximadamente 23.080 m2 por un valor de USD 13MM (de los cuales se pagó el 50%). El proyecto contara con 19.362 m2 vendibles por un valor de US\$ 89MM y una inversión total de aproximadamente USD 72MM. Se encuentra en etapa comercial y de aprobación.

Proyecto Huergo (Ventas remanentes por US\$ 126MM)

Se adquirió un terreno de 3.920 m2 por un valor de USD 20MM44MM (de los cuales se pagó el 70%). El proyecto contara con 25.470 m2 vendibles por un valor de US\$ 126MM y una inversión total de aproximadamente USD 64MM. En la actualidad el proyecto se encuentra en etapa de diseño y se espera que el proyecto sea mayoritariamente residencial y el resto espacios comerciales.

Torres corporativos

Consultatio posee pisos en las torres de oficinas Catalinas Plaza, finalizada en 1995, y Alem Plaza, construida en 1998, por 4.651 m2. En Diciembre de 2016, la compañía finalizó con el desarrollo del proyecto Catalinas Norte, y se han vendido 33 pisos. La ocupación de las tres torres es del 100% y produce ingresos por USD 5,3 MM.

Recientemente la compañía adquirió tres lotes en Catalinas por USD 140MM, donde se encuentra en diseño un nuevo de torres que podría generar un ingreso anual a partir de 2023 de USD 45 MM al año en concepto de alquileres, en el caso que se destinen toda la capacidad a alquiler.

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

Desarrollo Inmobiliario- Oceana (Proyecciones de la empresa) Jun'18											
Ventas y Costos en USD MM											
Cifras a Jun'18	Lanzamiento	Finalizacion	M2 Vendibles	USD/ M2	Ventas pactadas	Venta proyect.	% Vendido	Inversion ejecutada*	Inversion proyect.*	% avance	
Proyecto											
Oceana Key Biscayne		2012	2014	45.000	13.995	623	630	99%	368	372	99%
Oceana Bal Harbour		2013	2016	65.000	18.588	965	1208	80%	669	695	96%
Oceana Puerto Madero		2018	2021	26.000	3.384	88	226	39%	58	172	33%
Oceana Nordelta		2019	2022	19.362	-	0	89	0%	7	72	9%
Proyecto Huergo		2020	2022	25.470	-	0	126	0%	0	85	0%
Total				180.832		1.675	2.279	2	1.101	1.396	79%
Margen bruto Promedio Proy.											39%

Desarrollo Inmobiliario-Ciudad Pueblo (Proyecciones de la empresa)											
Ventas y Costos en USD MM											
Cifras a Abr'17	Lanzamiento	Finalizacion	Hs Vendibles	USD/ M2	Ventas pactadas	Venta proyect.	% Vendido	Inversion ejecutada*	Inversion proyect.*	% avance	
Proyecto											
Nordelta		1999	2035	680	358	941	2433	39%	509	1000	51%
Puertos		2010	2040	561	345	208	1938	11%	229	701	33%
Las Garzas		2008	2028	127	108	49	138	36%	66	82	80%
Total				1.368		1.199	4.509		804	1.783	45%
* Incluye unicamente costo de construcción y terreno											
Margen Bruto Promedio Proy.											60%
Total ventas potenciales			3.913								
Ergaciones pendientes			1.275								

Desarrollo Inmobiliario- Alquiler Oficinas (Proyecciones de la empresa)						
Ventas y Costos en USD MM						
Cifras a Abr'17	Lanzamiento	GLA Consultatio	Alquiler Anual	USD /M2 por año	Ocupacion	
Proyecto						
Alem Plaza		1998	1.561	0,6	38	100%
Catalinas Plaza		1995	2.300	0,8	36	100%
Catalinas Norte		2016	10.082	3,9	39	100%
Total			13.943	5,3		

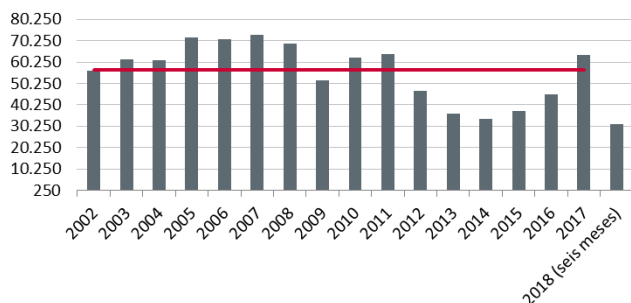
Las fechas de lanzamiento futuros y culminación, pueden variar en el tiempo

Riesgo del sector

En 2017 las escrituras en la Ciudad de Buenos Aires superaron el promedio de los años 2002-2016 y se ubicaron en valores similares a los años previos al cepo cambiario, la tasa de crecimiento interanual promedió un 40% desde agosto de 2016 de la mano de un mayor acceso al crédito hipotecario en UVAs. Sin embargo, la volatilidad del tipo de cambio y las altas tasas de interés generaron un freno en el sector que se refleja tanto en las escrituras como en las hipotecas que por primera vez en dos años muestran tasas de crecimiento interanual negativas.

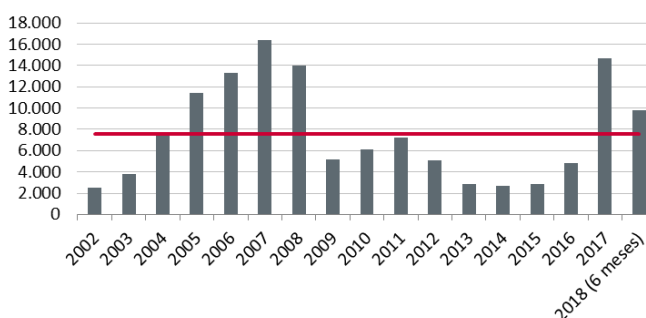
Evolución Escrituras CABA

Actos de compra-venta



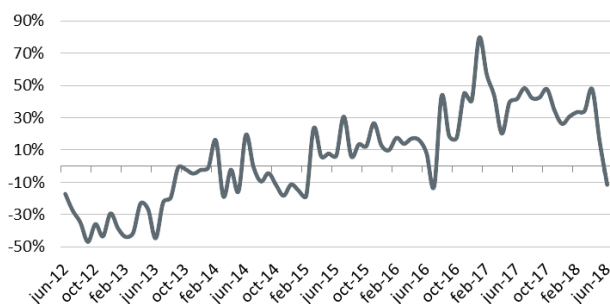
Evolución Hipotecas CABA

Cantidad de Hipotecas



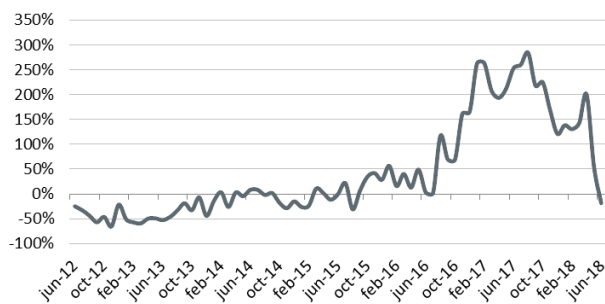
Evolución Escrituras CABA

Variación interanual



Evolución Hipotecas CABA

Variación interanual



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 y ha apoyado financieramente a la compañía a través de préstamos y aportes de capital, asimismo FIX entiende que existe un elevado

riesgo de persona clave, ya que gran parte del éxito de los proyectos dependen del principal accionista.

A octubre 18 Eduardo Constantini posee el 69,1% del capital accionario, el ANSES el 24,9% y el resto está en el mercado.

Factores de riesgo

Mayor exposición al mercado local mitigado por mayor participación del segmento alquileres:

La compañía muestra una mayor exposición al mercado local, las ventas futuras en el mercado argentino pasaron de representar el 79% en 2016 a un 90% en 2018. Este riesgo se encuentra mitigado en parte, por el ingreso que generan los alquileres de casi 14 mil m2 por USD 5.3 MM.

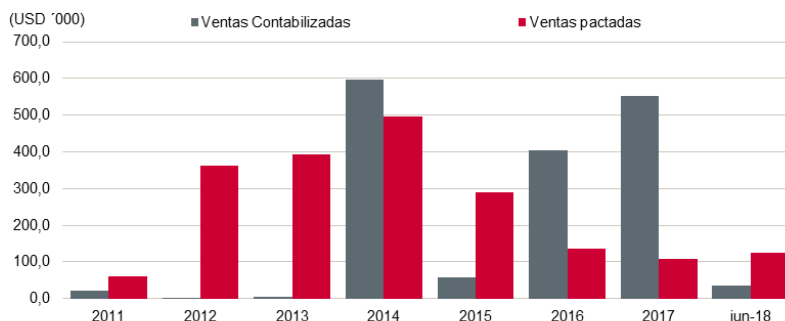
Riesgo de descalce de moneda: La rentabilidad de la empresa se encuentra expuesta al riesgo de descalce de moneda y podría verse deteriorada ante un persistente retraso cambiario, dado que los precios de sus activos están denominados en dólares mientras que los costos se encuentran indexados en pesos.

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 revierte en el momento de la entrega. En este sentido el EBITDA generado fue negativo durante 2010-2013, y en 2014 ascendió a USD 292MM con la entrega de las unidades de Key Biscayne. En 2015 presentó un EBITDA negativo y en 2016 con las entregas de Bal Harbour alcanzó los USD169MM, luego se mantuvo positivo en 2017 y el parcial a 2018.

Volumen de Ventas: Pactadas vs Contabilizadas



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Los cuadros a continuación presentan la evolución EBITDA y ventas contable para el periodo 2010-jun/2017, y la apertura de las ventas por tipo de proyecto.

Apertura de Ventas por Proyecto

USD MM, *NIIF

Consolidado	2011	2012*	2013*	2014*	2015*	2016*	2017*	2018 a jun	
Puertos	0	0	0	23	25	11	39	2	
Las garzas	4	0	3	3	10	10	5	2	
Key Biscayne	0	0	0	569	22	5	8	1	
Bal Harbour	0	0	0	0	0	384	555	70	
Alquileres	4	2	1	1	1	2	5	3	
Nordelta Proporcional	0	0	0	0	0	0	1	0	
Total	8	2	4	597	58	413	614	77	
No consolidado									
Nordelta	24	35	12	31	46	54	70	12	

Rentabilidad

USD'000

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	jun'18
Ventas Netas	10.152,0	394,5	496,7	290,6	137,0	108,3	125,8
EBITDA Operativo	(57.337,0)	85,6	187,8	106,2	47,3	35,3	25,3
Margen EBITDA (%)	-565%	22%	38%	37%	35%	33%	20%

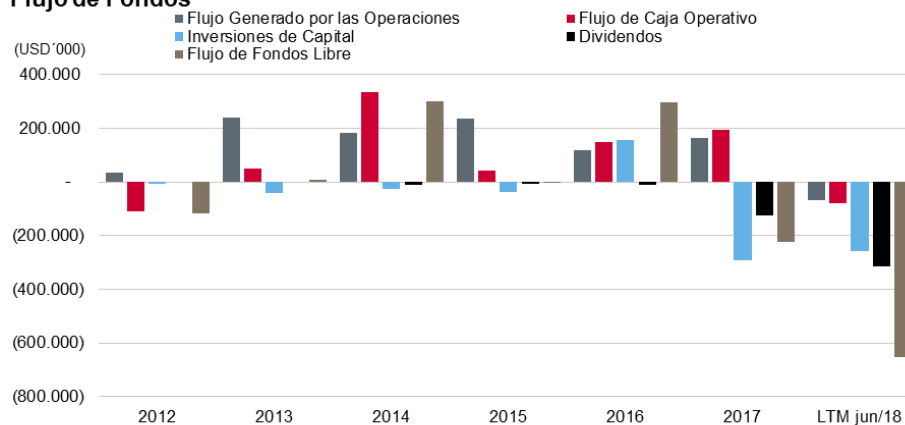
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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'18 contaba con una cartera de créditos a cobrar por USD 13MM que corresponden a anticipos pendientes de recibir en un plazo menor a un año. Las cuotas restantes se ajustan por CAC o en dólares dependiendo del tipo de contrato o proyecto.

En general, Consultatio ha presentado FFL levemente negativo hasta el momento de la entrega de las unidades, donde aumentan significativamente. En los últimos 12 meses el FGO fue negativo en USD 70 MM, se financiaron necesidades de capital de trabajo por USD 11 MM, las inversiones del periodo llegaron a USD 258 MM y se repartieron dividendos por USD 314 MM; en suma el FFL fue negativo en USD 652 MM que se financio principalmente con venta de títulos que la empresa mantenía como inversiones financieras. A jun' 18, la compañía no tenía deuda financiera.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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. A junio de 2018 los fondos líquidos, luego de compromisos eran de USD 90MM.

<i>a Jun18</i>	
Liquidez y compromisos 2017-2019	
<i>USD MM</i>	
Caja y equivalentes	127
Fondos restringidos	2
Boletos a cobrar	89
Liquidez disponible	218
Obras comprometidas*	128
Deuda financiera	-
Total compromisos	128
Fondos líquidos estimados	90
<small>*Incluye Oceana BH, KB, y Las Garzas</small>	

FIX considera que Consultatio posee un elevado nivel de liquidez con nulo endeudamiento financiero, a Jun'18 la posición de caja y equivalentes de la compañía ascendían a USD126 MM, contaba con USD 2 MM de fondos restringidos con aplicación específica a la construcción y corresponden a anticipos de clientes del proyecto de Bal Harbour. Similarmente, la compañía en su conjunto poseía una cartera de anticipos pendientes a cobrar por USD 73MM a jun'18 y USD 16.5MM, que corresponden al proporcional del negocio Nordelta, a la misma fecha.

Fodeo y flexibilidad financiera

Consultatio cuenta con una importante flexibilidad financiera producto de su fuerte posición de liquidez y probado acceso al mercado financiero. Esto 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.

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.

Resumen Financiero - Consultatio S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	Año Móvil	jun-18	2017	2016	2015	2014	2013
	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	921.445	624.969	4.761.560	2.510.861	(20.812)	1.990.144	(94.318)
EBITDAR Operativo	921.445	624.969	4.761.560	2.510.861	(20.812)	1.990.144	(94.318)
Margen de EBITDA	30,8	37,9	46,8	41,2	(3,9)	41,1	(419,2)
Margen de EBITDAR	30,8	37,9	46,8	41,2	(3,9)	41,1	(419,2)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(7,7)	(10,2)	15,1	14,9	22,0	22,8	33,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(423,8)	(318,5)	(36,7)	71,5	(7,9)	41,8	156,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	19,5	23,0	33,1	29,6	42,7	62,3	3,5

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	(45,2)	(91,0)	255,9	19,3	80,0	64,5	232,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	31,4	32,5	447,1	26,7	(0,8)	102,2	(18,5)
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	31,4	32,5	447,1	26,7	(0,8)	102,2	(18,5)
EBITDA / Servicio de Deuda	31,4	32,5	4,0	26,6	(0,0)	46,9	(0,2)
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	31,4	32,5	4,0	26,6	(0,0)	46,9	(0,2)
FGO / Cargos Fijos	(45,2)	(91,0)	255,9	19,3	80,0	64,5	232,0
FFL / Servicio de Deuda	(430,4)	(272,2)	(3,1)	47,1	(0,0)	48,2	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(306,1)	(177,1)	5,2	109,7	2,0	112,7	2,4
FCO / Inversiones de Capital	(0,3)	(5,0)	0,7	(1,0)	1,1	12,2	1,2

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,0	0,0	0,4	0,0	0,9	0,9	0,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,0	0,0	0,2	0,0	(94,9)	0,5	(9,9)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(4,0)	(2,9)	(1,8)	(2,4)	94,7	(0,8)	0,4
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	0,0	0,0	0,2	0,0	(94,9)	0,5	(9,9)
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	(4,0)	(2,9)	(1,8)	(2,4)	94,7	(0,8)	0,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,2	6,5	1,8	9,5	1,8	1,9	0,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	N/A	N/A	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	N/A	N/A	100,0	100,0	100,0	2,1	44,5

Balance

Total Activos	22.766.306	22.766.306	21.489.215	20.361.950	18.148.744	9.610.514	7.447.298
Caja e Inversiones Corrientes	3.654.749	3.654.749	9.908.437	5.922.005	3.945.557	2.733.687	971.569
Deuda Corto Plazo	0	0	1.174.888	578	1.975.152	22.943	415.024
Deuda Largo Plazo	0	0	0	0	0	1.047.848	516.923
Deuda Total	0	0	1.174.888	578	1.975.152	1.070.791	931.947
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	1.174.888	578	1.975.152	1.070.791	931.947
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	1.174.888	578	1.975.152	1.070.791	931.947
Total Patrimonio	17.182.511	17.182.511	16.851.930	12.162.970	8.054.753	4.437.973	2.557.565
Total Capital Ajustado	17.182.511	17.182.511	18.026.818	12.163.548	10.029.905	5.508.764	3.489.512

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(1.357.609)	(1.768.875)	2.714.752	1.722.802	2.174.181	1.235.445	1.178.949
Variación del Capital de Trabajo	(210.856)	995.557	487.174	475.317	(1.776.018)	1.047.694	(938.229)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(1.568.465)	(773.318)	3.201.926	2.198.119	398.163	2.283.139	240.720
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(5.006.736)	(153.426)	(4.853.945)	2.312.614	(364.968)	(186.609)	(205.577)
Dividendos	(6.102.641)	(4.323.510)	(2.074.640)	(150.000)	(75.793)	(70.000)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(12.677.842)	(5.250.254)	(3.726.659)	4.360.733	(42.598)	2.026.530	35.143
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	102.506	0	102.506	997.108	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	13.473.003	7.253.964	111.574	2.197	(574.581)	(618.004)	(290.980)
Variación Neta de Deuda	(825.800)	(1.273.715)	1.108.660	(1.975.152)	349.251	(142.760)	271.327
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	2.813.723	0	696.815	0	(103.633)	(398.523)	(11.834)
Variación de Caja	2.885.590	729.995	(1.707.104)	3.384.886	(371.561)	867.243	3.656

Estado de Resultados

Ventas Netas	2.991.504	1.648.407	10.167.650	6.096.595	539.318	4.844.635	22.500
Variación de Ventas (%)	(70,6)	(81,3)	66,8	1.030,4	526,6	21.431,7	121,6
EBIT Operativo	845.076	586.120	4.692.368	2.483.550	(22.368)	1.988.652	(95.849)
Intereses Financieros Brutos	29.386	19.219	10.650	93.983	27.506	19.471	5.103
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	3.351.566	1.956.965	4.798.498	2.991.809	1.930.312	1.692.208	61.888

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

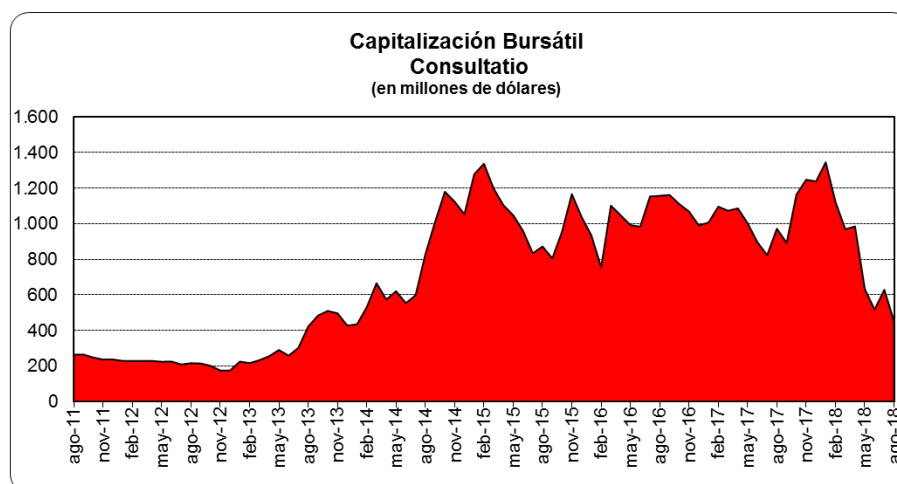
Liquidez de la acción de Consultatio S.A. en el mercado

A ago'18, 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 USD 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 Ago'18 era de USD 449MM. El cuadro detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde Ago'11:



Fuente Economática

Presencia

En los últimos doce meses a Ago'18, la acción de Consultatio mantuvo una presencia del 100% 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 Ago'18, se observa que la acción de Consultatio registró una rotación del 21,4% sobre el capital flotante en el mercado.

Participación

Durante el año móvil a Ago'18, el volumen negociado por Consultatio fue de \$1.153MM, con una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 0,792%.

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

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 **23 de Octubre de 2018** 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 30-06-2018 (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 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 calificadora-, ha recibido los 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:

[HTTP://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 SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA 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 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 ESTÁ BASADO 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 la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros 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 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 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 afirmó 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 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 como ser riesgo de precio o de mercado, 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 representan una opinión y 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 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (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, no de modo excluyente, 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.