

ATANOR S.C.A.

Diego Ocampo, Buenos Aires, (54) 11-4891-2124, diego_ocampo@sandp.com
Sergio Fuentes, Buenos Aires, (54) 11-4891-2131, sergio_fuentes@sandp.com

Informe de actualización de ejercicio

Fecha de Dictamen:
7 de agosto de 2008

Ultimo balance analizado:
31 de diciembre de 2007

Anexos:

1. Información contable comparativa.

Fuentes

- Información de gestión suministrada por ATANOR S.C.A.
- Estados contables auditados por Deloitte & Co. S.R.L. al 31 de diciembre de 1995 a 31 de diciembre de 2007.
- Información pública del sector.
- Información pública de empresas en sectores similares.

Nota

Al no estar comprendida en el régimen de oferta pública, la compañía no prepara balances trimestrales auditados.

Calificaciones en la escala nacional para Argentina

<i>Instrumento</i>	<i>Calificación</i>	<i>Tendencia</i>
Calificación Institucional	raBBB	Negativa

Perfil de Vencimientos (al 30 de junio de 2008)() :*

2008:	\$422 millones
2009:	\$124 millones
2010:	\$ 78 millones
2011 en adelante:	\$ 63 millones

Caja e Inversiones de Corto Plazo (al 30 de junio de 2008) ():*

\$113 millones

(*) De acuerdo a información de gestión provista por la compañía.

Principales Factores Crediticios

Fortalezas:

- Sólida participación en los mercados de agroquímicos y azucarero locales;
- Eficiente estructura de costos derivada principalmente de su integración vertical; y
- Adecuada capacidad de generación de fondos, basada en favorable contexto de negocios en el corto a mediano plazo.

Debilidades:

- Exposición a ciclos de precios de sus productos; y
- Agresivo perfil de vencimientos de deuda.

FUNDAMENTOS DE LA CALIFICACIÓN

La calificación de Atanor S.C.A. (Atanor) refleja su muy buen perfil de negocio, basado en su sólida participación de mercado en los segmentos agroquímico y azucarero, su eficiente estructura de costos resultante de la integración vertical de sus actividades, y una adecuada capacidad de generación de fondos, derivada de fundamentos positivos en los principales mercados en los que opera. Estas fortalezas se encuentran parcialmente contrarrestadas por una política financiera en cierta medida agresiva, caracterizada por un nivel de endeudamiento relativamente elevado y una significativa concentración de vencimientos de deuda en el corto plazo. Asimismo, la calificación incorpora la relativamente baja diversificación de ingresos y geográfica de la compañía, como así también la exposición a la volatilidad inherente en los precios de los insumos agroquímicos, los que en última instancia se encuentran influidos por los ciclos de la actividad agrícola.

Durante el ejercicio fiscal 2007, las ventas consolidadas de Atanor ascendieron a \$1.910 millones, frente a \$1.567 millones de 2006. El crecimiento en ventas fue originado principalmente por un nivel de operación con volúmenes récord y por precios crecientes en las principales líneas de productos, con mayor incidencia de los agroquímicos, y, en especial, del glifosato. El buen desempeño en las ventas no logró evitar una disminución en los márgenes de utilidad operativa antes de depreciaciones, intereses e impuestos (EBITDA), los que se situaron en 12% en comparación a 13,4%, en 2006, como resultado de sensibles incrementos en costos laborales, de transporte y de comercialización. Standard & Poor's espera niveles de EBITDA en el rango de \$350 millones a \$400 millones, en los próximos 2 años, con márgenes de EBITDA crecientes, tendiendo hacia niveles más cercanos a 14%, como resultado de una reducción esperada en los costos de aprovisionamiento de determinados insumos que actualmente se importan y por la expansión de sus operaciones en Brasil. Por otro lado, consideramos que la rentabilidad de Atanor continuará expuesta a la evolución de la actividad económica local, dada la elevada concentración de sus ingresos en el mercado interno, y a presiones sobre sus márgenes operativos en un contexto de elevada inflación y cierta volatilidad de los precios de determinadas materias primas para la elaboración de agroquímicos.

Con una deuda financiera de \$605 millones a diciembre de 2007, el nivel de endeudamiento de Atanor es considerado como elevado para la calificación actual de la compañía, considerando la inherente volatilidad en la generación de fondos de la firma y la concentración de vencimientos en el corto plazo. En este sentido, a diciembre de 2007, la compañía mantenía un nivel de deuda sobre EBITDA y de generación interna de fondos (GIF) sobre deuda, de 2,6 veces (x) y de 22,7%, respectivamente, mostrando una leve mejoría con respecto a 2006 (2,7x y 19,5%, respectivamente). Esperamos que en el mediano plazo, la compañía alcance consistentemente niveles de deuda sobre EBITDA inferiores a 2,5x y de GIF sobre deuda como mínimo de 25%. Esperamos también que, en el mediano plazo, Atanor financie con generación propia de fondos gran parte de su exhaustivo plan de inversión en activos fijos (por aproximadamente \$850 millones para los próximos 4 años), sus necesidades de capital de trabajo; como así también el pago de dividendos.

Al 30 de junio de 2008, y según información de gestión provista por la compañía (no auditada), la deuda consolidada de Atanor ascendía a \$688 millones, de los cuales \$422 millones correspondía a vencimientos inferiores a 1 año. Standard & Poor's considera que la concentración de vencimientos en el corto plazo de Atanor es alta, y que constituye una limitación importante en el perfil financiero de la compañía. En este contexto, continuaremos monitoreando la evolución del nivel de liquidez de la compañía y de su acceso a fuentes de refinanciación de corto plazo.

Atanor S.C.A. (Atanor) es una de las empresas químicas líderes en Argentina dedicada principalmente a la producción y comercialización de agroquímicos, químicos, polímeros de uso industrial azúcar y alcohol. La compañía integra verticalmente sus procesos productivos mediante la operación de sus ingenios y de su producción de sal y cloro, los que proveen importantes insumos para la fabricación de sus productos. La compañía es controlada indirectamente por la firma privada norteamericana Albaugh Inc. (Albaugh), cuya participación en el capital accionario de Atanor ascendía a 98,36% al 31 de diciembre de 2007.

Liquidez

Atanor presenta una posición de liquidez en cierta medida débil, como consecuencia de la elevada concentración de vencimientos de deuda en el corto plazo. En este sentido, según información de gestión al 30 de junio de 2008 (no auditada), la compañía contaba con caja e inversiones de corto plazo por aproximadamente \$113 millones, mientras que la deuda financiera de corto plazo ascendía a \$422 millones. Esto se ve en cierta medida mitigado por la adecuada generación de fondos de la compañía, la que esperamos se vea robustecida en el corto y mediano plazo, por las buenas condiciones de negocios en sus líneas de agroquímicos. Adicionalmente, el riesgo de refinanciación de Atanor se encuentra parcialmente mitigado por un adecuado acceso al volátil crédito bancario en el mercado

local. Hacia adelante, continuaremos monitoreando la evolución del nivel de liquidez de la compañía y su nivel de acceso a fuentes alternativas de financiamiento.

TENDENCIA

Negativa. La tendencia negativa refleja principalmente el considerable nivel de riesgo de refinanciación al que Atanor se encuentra expuesto, como resultado de la alta concentración de deuda en el corto plazo, en un contexto de cierta incertidumbre en las condiciones de los mercados de crédito, tanto a nivel local como internacional. Adicionalmente, el ambicioso plan de inversiones de la compañía para el mediano plazo podría restarle flexibilidad financiera. Si bien también creemos que las perspectivas económicas para el negocio de agroquímicos de la compañía son favorables en el mediano plazo y que deberían robustecer la posición de liquidez de la firma, la calificación de Atanor podría descender de no hacer un uso menos agresivo de la deuda o en caso de que los vencimientos de la misma sigan mostrando una concentración similar a la actual en un contexto de acceso al crédito limitado. Por el contrario, la tendencia podría volver a estable, ante escenarios de liquidez más robustos que los actuales.

DESCRIPCIÓN DEL NEGOCIO

Atanor es una de las empresas químicas líderes en Argentina principalmente dedicada a la producción y comercialización de agroquímicos, químicos, polímeros de uso industrial azúcar y alcohol. Durante los últimos 3 años Atanor alcanzó un relevante nivel de integración vertical, luego de las adquisiciones de Compañía Azucarera Concepción S.A. (Concepción) en 2005, y de Valuveal S.A. (Valuveal), en 2007, compañías de las que obtiene principalmente alcohol y cloro para sus procesos productivos. Entre los principales productos que la firma produce y comercializa se destacan los herbicidas (glifosato, 2.4D, 2.4DB, Atrazina, etc); el azúcar y el alcohol etílico. Durante el ejercicio fiscal 2007, el 72% de las ventas fueron destinadas al mercado local.

La compañía es controlada indirectamente por Albaugh, cuya participación en el capital accionario de Atanor ascendía a 98,36% al 31 de diciembre de 2007. Albaugh Inc. es una compañía radicada en los Estados Unidos y está dedicada principalmente a la formulación y distribución de productos químicos y agroquímicos. Albaugh es propiedad de su fundador, el Sr Dennis Albaugh.

RIESGO DE NEGOCIO

La posición de negocios de Atanor es sólida, fundamentada principalmente por la integración vertical de sus operaciones, que le permiten mantener una estructura de costos competitiva y su sólida participación de mercado en Argentina, tanto en glifosato como en azúcar. Adicionalmente, la compañía cuenta con un profundo conocimiento del mercado agrícola regional y fuertes vínculos con otros jugadores en la industria agroquímica y química, muchos de los cuales son clientes de Atanor. Estas fortalezas se encuentran parcialmente contrarrestadas por la concentración de sus ingresos en el mercado argentino (que representa aproximadamente 72% de los ingresos totales), la alta concentración de sus ingresos en su principal producto (glifosato) y por la volatilidad inherente en los precios de los insumos agroquímicos, los que en última instancia se encuentran influidos por los ciclos de la actividad agrícola.

Líneas de Negocio

Agroquímicos (75% de las ventas del ejercicio 2007)

Atanor produce y comercializa agroquímicos genéricos, es decir, no protegidos por patentes. Los principales productos en este segmento son los herbicidas, dentro de los que se destacan el glifosato, las triazinas y los fenóxidos (derivados del ácido 2,4 D). Aproximadamente el 70% de estos productos es comercializado en el mercado local y el remanente es destinado a la exportación, principalmente a compañías relacionadas. Los mismos son utilizados principalmente para los cultivos de soja transgénica, maíz transgénico, trigo, girasol y algodón transgénico. Atanor abastece aproximadamente 45% del mercado nacional de glifosato, siendo Monsanto el líder y principal competidor. En el caso de las triazinas y fenóxidos, la compañía se posiciona como el líder del mercado, con participaciones estimadas en 60% y 100%, respectivamente.

Durante el ejercicio 2007, las ventas de glifosato representaron aproximadamente 70% de los ingresos del segmento, influenciado por un crecimiento sostenido en los precios, los que hacia fines del periodo se ubicaban en valores cercanos a US\$4 por litro, frente a niveles de US\$2 por litro, a comienzos de año.

El glifosato es un herbicida total muy efectivo para controlar malezas perennes con sistema radical profundo, especies anuales y bianuales, gramíneas y latifoliadas y representa uno de los grandes avances en la agricultura contemporánea, que conjuntamente con el desarrollo de semillas transgénicas y con la técnica de siembra directa, permitieron que la actividad alcanzara un crecimiento muy significativo en los últimos 10 años. En el caso de la soja, la producción argentina alcanzó en la campaña 2006/2007 los 47,5 millones de toneladas, registrando una tasa compuesta de crecimiento anual del orden de 11%, por los últimos 10 años. En el corto a mediano plazo, esperamos que el mercado de alimentos continúe con buenas condiciones de demanda, redundando en un creciente impulso para la agricultura.

Área cultivada y producción de soja en Argentina

Campaña	97/98	98/99	99/00	00/01	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07
Superficie cultivada (millones de has)	7,2	8,4	8,8	10,6	11,6	12,6	14,5	14,4	15,4	16,1
Producción (millones de Tons)	18,7	20,0	20,2	26,7	30,0	34,8	31,6	38,3	40,5	47,5
Rinde implícito (Tons por has)	2,6	2,4	2,3	2,5	2,6	2,8	2,2	2,7	2,6	2,9

Fuente: S.A.G.P.y A.

El gran avance en la superficie cultivada de soja representa un fenómeno mundial, que en la región es principalmente liderado por Brasil y Argentina y que está impulsado por la creciente demanda mundial de alimentos. En Argentina y Brasil, los mercados de glifosato son semejantes y se estiman en aproximadamente 180 millones de litros por año, cada uno. Esto es explicado por el más intensivo uso de cultivos transgénicos en Argentina, comparativamente con Brasil.

Atanor mantiene una capacidad de producción de glifosato de aproximadamente 100 millones de litros, que son comercializados prácticamente en su totalidad en el mercado doméstico. El mercado de glifosato en Argentina se encuentra concentrado en 2 jugadores: Atanor y Monsanto, contando esta última con una capacidad instalada en Brasil de aproximadamente 300 millones de litros, con los que abastece el mercado brasileño y parte del mercado argentino. Si bien existen productores de glifosato de gran relevancia a nivel internacional, los bajos costos de producción de los jugadores locales y los costos de transporte que se originarían por su importación, determinan ciertas barreras de entradas a otros productores. Si bien la compañía importa una parte relevante de los insumos para la producción de glifosato, la misma cuenta con ventajas competitivas de costos, en virtud de la integración vertical en el suministro de alcohol etílico (que obtiene de sus ingenios Concepción, Marapa y Leales) y de cloro (proveniente de su subsidiaria Valuveal). Standard & Poor's espera que la compañía emprenda una significativa fase de inversión que le permita reemplazar una gran porción de sus insumos importados por producción propia, lo que debería redundar en una mejora de los márgenes de rentabilidad.

Químicos y Polímeros (20% de las ventas del ejercicio 2007)

Los principales productos químicos que produce Atanor son los acetatos y el agua oxigenada, productos ampliamente utilizados en la industria textil y del cuero, en la metalurgia, en la industria química y farmacéutica, en la industria de pinturas, gráfica y celulosa. Aproximadamente el 70% de los ingresos de este segmento se originan en el mercado interno, siendo el remanente de la producción destinado a la exportación. En el caso de los polímeros se destacan las colas ureicas y las resinas, utilizadas básicamente en la industria automotriz y en la construcción. Standard & Poor's espera que la demanda de productos químicos y polímeros que produce la compañía se mantenga estable en el corto plazo.

Azúcar y sus derivados (5% de las ventas del ejercicio 2007)

Con una producción de 398 mil toneladas durante 2007, Atanor es uno de los principales productores de azúcar y sus derivados (especialmente alcohol) en el mercado local, representando aproximadamente un 19% de la producción de azúcar del país. Aproximadamente la mitad de las ventas de la unidad se destinan al mercado interno, fundamentalmente a compañías del rubro de alimentos y bebidas.

Participación en la zafra por ingenio

Zafra	06/07
Ledesma	17,0%
Concepción (Atanor)	14,0%
San Martín del Tabacal	10,2%
La Florida	6,6%
La Providencia (Arcor)	5,5%
La Trinidad	5,2%
La Fronterita	4,7%
Santa Bárbara	4,4%
Bella Vista	3,6%
La Esperanza	3,3%
Río Grande	3,3%
Marapa (Atanor)	2,9%
La Corona	2,8%
Santa Rosa	2,5%
Leales (Atanor)	2,2%
San Isidro	2,0%
Otros	9,8%
Total	100,0%

La unidad de negocios de azúcar y derivados cobró un fuerte impulso a partir de la compra del ingenio Concepción, en 2005, el cual representa un 14% de la producción de azúcar del país. Sin embargo, aún cuando la comercialización del azúcar contribuye en cierta medida a la diversificación de sus negocios, la importancia estratégica de la adquisición para Atanor no radicó en la producción de azúcar sino en la de alcohol, el que se obtiene como derivado en el proceso productivo. El alcohol etílico es un importante insumo para la fabricación de muchos de los productos de las divisiones de agroquímicos, químicos y resinas y por lo tanto, la auto provisión de este insumo le permitió a Atanor incrementar el grado de integración vertical de sus operaciones, mejorar su estructura de costos y consolidar su posición competitiva.

Luego de un pico de precios internacionales, en el año 2006, en el que el promedio del precio internacional del azúcar blanco (FOB Europa) alcanzó US\$418 por tonelada, impulsado principalmente por ciertas restricciones a la exportación instauradas en la Unión Europea, y por restricciones en la oferta, de tipo climáticas, el nivel de precio promedio se estabilizó en US\$308 por tonelada, durante el ejercicio 2007 y registró en el primer semestre de 2008 un incremento de 10% comparativamente con el mismo período del año anterior. Para el mediano plazo, esperamos que la unidad de negocios de azúcar continúe aportando ingresos en el orden de los US\$100 a US\$125 millones anuales, acordes con niveles de precios levemente superiores a US\$300 por tonelada.

Activos

Los principales activos productivos de Atanor se concentran en sus instalaciones de Baradero, Río Tercero, Pilar, Munro, San Nicolás, y Resende, estado de Río de Janeiro, República Federativa de Brasil. En la planta de Baradero la compañía produce principalmente acetatos de la división Química y que son también utilizados como insumos para la producción de glifosato. En la planta de Río Tercero se producen principalmente los fenóxidos 2.4D y 2.4DB y cloro soda, para la división Agroquímicos. En la planta de Pilar se sintetiza y formula el glifosato, contando con una capacidad aproximada de 100 millones de litros. En las plantas de Munro y San Nicolás se producen derivados de metanol, como el formol, triazinas ácido salicílico (materia prima de la aspirina). Por su parte, las instalaciones en Brasil, que operan bajo la subsidiaria Atar do Brasil, la compañía mantiene actualmente una modesta producción de fungicidas y se espera que en los próximos años se emplace una nueva planta de glifosato, con una capacidad de 50 millones de litros, destinada a abastecer el mercado brasileño.

La producción de azúcar y alcohol es efectuada en los ingenios azucareros de Concepción, Marapa y Leales, en la provincia de Tucumán, que cuentan con una capacidad de molienda aproximada de 4 millones de toneladas de caña de azúcar, con un nivel de producción de azúcar promedio de 400 mil toneladas de azúcar y cerca de 50 millones de litros de alcohol.

RIESGO ECONOMICO FINANCIERO

El perfil de riesgo financiero de Atanor es relativamente agresivo, en virtud del nivel de endeudamiento, de la agresiva política de inversiones, de la alta concentración de vencimientos de deuda financiera en el corto plazo y de la volatilidad de su generación de fondos. Estos factores negativos se encuentran en parte compensados por la buena capacidad de generación de fondos de la compañía, derivada de su sólido posicionamiento en los principales mercados en los que actúa (herbicidas y azúcar, principalmente), de su competitiva estructura de costos y del favorable contexto de negocios para sus productos agroquímicos, en el mediano plazo.

Rentabilidad

Durante el ejercicio fiscal 2007, las ventas consolidadas de Atanor ascendieron a \$1.910 millones, reflejando un incremento de 22% frente a los \$1.567 millones de 2006. El crecimiento en ventas fue originado principalmente por un nivel de operación con volúmenes récord y por precios crecientes en las principales líneas de productos, con mayor incidencia de los agroquímicos, y en especial del glifosato. Sin embargo, durante el período bajo análisis, la compañía experimentó significativos crecimientos en costos laborales, de transporte y de comercialización que impactaron negativamente en la generación de EBITDA, la que alcanzó a \$230 millones, frente a \$210 millones en 2006, representando un margen de EBITDA de 12% en comparación a 13,4%, en 2006.

Standard & Poor's espera que tanto los ingresos de Atanor como sus niveles de EBITDA se incrementen sustancialmente en el corto a mediano plazo, principalmente como consecuencia de la expansión de su producción de glifosato, en Brasil, y los relativamente altos niveles de precios de sus principales productos. En este sentido esperamos niveles de EBITDA en el rango de \$350 millones a \$400 millones, en los próximos 2 años, con márgenes de EBITDA crecientes, tendiendo hacia niveles más cercanos a 14%, como resultado de una reducción esperada en los costos de aprovisionamiento de determinados insumos que actualmente se importan. Por otro lado, consideramos que la rentabilidad de Atanor continuará expuesta a la evolución de la actividad económica local, dada la elevada concentración de sus ingresos en el mercado interno, y a presiones sobre sus márgenes operativos en un contexto de elevada inflación y cierta volatilidad de los precios de determinadas materias primas para la elaboración de agroquímicos.

Fortaleza del Flujo de Fondos

Durante el ejercicio 2007, la generación interna de fondos (GIF) se incrementó sensiblemente, alcanzando los \$167 millones, frente a \$109 millones del ejercicio 2006. La mayor generación de fondos tuvo su origen en los mayores niveles de utilidad operativa, en términos absolutos, que la firma alcanzó durante el año, como consecuencia de mejores precios en sus principales productos, y en especial el glifosato. Consecuentemente, en 2007, los niveles de GIF sobre deuda financiera se incrementaron hasta 22,7%, frente a 19,5% en 2006. Por otro lado, y como consecuencia de una mayor carga de intereses durante el año 2007, producto de un encarecimiento en el costo promedio de la deuda y de un nivel de deuda mayor, en términos absolutos, la cobertura de intereses con EBITDA disminuyó hasta 4,2 veces (x), frente a 5,1x durante el año 2006. Esperamos que en el mediano plazo, la GIF sobre deuda de Atanor sea como mínimo de 25%.

Durante los últimos 4 años, la generación de fondos libre de Atanor fue negativa, por la combinación de niveles de inversión relativamente significativos y una política de dividendos, en nuestra opinión agresiva en los primeros años y que fue decreciendo hasta mantenerse en niveles cercanos a \$25 millones, durante los últimos 2 años. Standard & Poor's espera que en el mediano plazo, Atanor financie con generación interna de fondos, gran parte de su exhaustivo plan de inversión en activo fijo (que asciende a aproximadamente \$850 millones por los próximos 4 años), sus necesidades de capital de trabajo, como así también el pago de dividendos.

Estructura de Capital/Flexibilidad Financiera

Con una deuda financiera de \$605 millones a diciembre de 2007, el nivel de endeudamiento de Atanor es relativamente agresivo para la calificación actual de la compañía, considerando la inherente volatilidad en la generación de fondos de la firma. En este sentido, a diciembre de 2007, la compañía mantenía un nivel de deuda sobre EBITDA y de deuda sobre capitalización de 2,6x y 57,3%, respectivamente, prácticamente en línea con los parámetros a diciembre de 2006 (2,7x y 59,8%, respectivamente).

Al 30 de junio de 2008, y según información de gestión provista por la compañía y no auditada, la deuda consolidada de Atanor ascendía a \$688 millones, de los cuales \$422 millones correspondían a vencimientos inferiores a 1 año. Standard & Poor's considera que la concentración de vencimientos en el corto plazo de Atanor es alta, y que constituye una limitación importante en el perfil financiero de la compañía. En este contexto, continuaremos monitoreando la evolución del nivel de liquidez de la compañía y de su acceso a fuentes de refinanciación de corto plazo.

Standard & Poor's considera también que Atanor no se encuentra expuesta a un riesgo de descalce de monedas significativo, dado que si bien el total de su deuda al 30 de junio de 2008 se encontraba nominada en dólares estadounidenses, la moneda funcional de la compañía y los precios de sus principales productos están nominados en la misma moneda -y por lo tanto su generación de fondos-, aún cuando la mayor parte de sus ventas se oriente al mercado local.

GLOSARIO DE PRINCIPALES INDICADORES UTILIZADOS

1. **Ingresos antes de Intereses, Impuestos, Depreciaciones y Amortizaciones ("EBITDA"):** Resultado Operativo + Depreciaciones y Amortizaciones
2. **Generación Interna de Fondos ("GIF"):** Resultado Neto antes de Resultados Extraordinarios e Interés Minoritario + Depreciaciones y Amortizaciones + /- otros Ingresos y Egresos que no representan orígenes o aplicaciones de fondos, antes de variaciones de Activos y Pasivos
3. **Margen de EBITDA:** EBITDA / Ingresos por Ventas
4. **Rentabilidad sobre el Patrimonio:** Resultado Neto / Patrimonio Neto
5. **Cobertura de Intereses con EBITDA:** EBITDA / Intereses Perdidos
6. **Cobertura de Intereses con Generación Interna de Fondos ("GIF"):** (GIF + Intereses Perdidos) / Intereses Perdidos
7. **GIF / Deuda financiera:** GIF / Deuda Financiera Total (corto y largo plazo)
8. **Flujo de Fondos Libre / Deuda Financiera:** (GIF +/- Variaciones de Activos y Pasivos de Corto Plazo – Altas de Bienes de Uso – Cambio neto en Intangibles – Otras Inversiones) / Deuda Financiera Total (corto y largo plazo)
9. **Deuda Financiera / Capitalización Total:** Deuda Financiera Total (corto y largo plazo) / (Deuda Financiera Total + Patrimonio Neto + Interés Minoritario)
10. **Deuda Financiera / EBITDA:** Deuda Financiera Total (corto y largo plazo) / EBITDA

La escala de calificaciones locales para Argentina utiliza los símbolos globales de Standard & Poor's con la adición del prefijo "ra" (República Argentina) y está dirigida al mercado financiero argentino. La misma no incluye el riesgo soberano ni de potenciales controles de cambio; no diferencia entre emisiones de deuda denominadas en pesos o en dólares estadounidenses. Consecuentemente, no es directamente comparable con la escala global de calificaciones de Standard & Poor's.

Todas las opiniones expresadas en el presente informe reflejan exactamente nuestra opinión en relación a todos y cada uno de los valores o emisiones cubiertos por aquél. En ningún caso nuestra compensación ha estado, está o estará, directa o indirectamente, relacionada a las opiniones específicamente expresadas en este informe.

Los servicios analíticos que provee Standard & Poor's Ratings Services son resultado de actividades realizadas de manera independiente, diseñadas con el fin de conservar la imparcialidad y objetividad de las opiniones de calificación. Los informes y calificaciones de Standard & Poor's son opiniones, no declaraciones de hechos o recomendaciones para comprar, mantener o vender título alguno. Standard & Poor's ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida durante el proceso de calificación.

Las calificaciones e informes se basan en la información recibida del emisor u obtenida por Standard & Poor's de otras fuentes consideradas confiables. Standard & Poor's no realiza "due diligences" y/o tareas de auditoría en relación a cualesquiera de sus calificaciones y, puede, en su caso, utilizar información financiera no auditada. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas o retiradas como resultados de cambios en el contenido o disponibilidad de la información, o sobre la base de cualesquiera otras circunstancias. Todos los derechos reservados por Standard & Poor's International Ratings LLC (Suc. Argentina), Registro CNV N°2, una división de The McGraw-Hill Companies, Inc., Leandro N. Alem 855, Piso 3° (C1001AAD), Buenos Aires, Argentina. Prohibida su reproducción total o parcial.

Atanor S.C.A.

ANEXO 1

INFORMACIÓN CONTABLE COMPARATIVA

en Millones de pesos (*)	HIST	HIST	HIST	HIST	HIST
	12-03 12 meses	12-04 12 meses	12-05 12 meses	12-06 12 meses	12-07 12 meses
Ventas	588,5	793,8	1.128,8	1.567,3	1.909,6
Resultado Operativo neto de Amort. Y Dep.	76,7	55,3	104,2	150,8	159,5
Intereses Pagados	2,5	5,0	24,8	41,1	55,3
Resultado Neto	34,1	34,4	54,6	74,5	97,6
EBITDA (Res. Oper. Antes de Dep y amort.)	105,7	86,4	150,9	210,1	230,1
Generación Interna de Fondos (GIF)	74,8	48,2	109,9	109,0	137,4
Inversiones de Capital (Capex)	64,6	55,7	404,2	86,5	103,4
Flujo de Fondos Operativos Neto de Inversiones	24,7	(65,5)	(354,6)	(5,0)	(51,2)
Activos	577,6	723,4	1.237,1	1.472,8	1.564,2
Deuda Financiera	55,2	133,6	492,7	558,3	605,4
Pasivos	250,1	419,6	901,3	1.096,9	1.113,9
Patrimonio Neto	327,6	303,7	322,6	373,7	446,9
Variación de Ventas	-5,6%	34,9%	42,2%	38,8%	21,8%
Variación de EBITDA	-43,5%	-18,2%	74,6%	39,2%	9,5%
Margen Bruto	26,3%	19,2%	24,8%	23,7%	24,4%
Margen de EBITDA	18,0%	10,9%	13,4%	13,4%	12,0%
Margen Operativo	13,0%	7,0%	9,2%	9,6%	8,4%
Rentabilidad del Patrimonio	10,4%	11,3%	16,9%	19,9%	21,8%
Rentabilidad del Capital Permanente (antes de impuestos)	16,9%	15,1%	12,5%	14,4%	14,5%
Cobertura de Intereses antes de Impuestos	24,9 x	13,4 x	4,2 x	4,1 x	3,6 x
Cobertura de Intereses con EBITDA	41,6 x	17,3 x	6,1 x	5,1 x	4,2 x
GIF/Deuda (%)	135,6%	36,1%	22,3%	19,5%	22,7%
GIFN/Deuda (%)	44,9%	-49,1%	-72,0%	-0,9%	-8,5%
Deuda/Capitalización	14,4%	30,5%	59,5%	59,8%	57,3%
Deuda Total/EBITDA	0,5 x	1,5 x	3,3 x	2,7 x	2,6 x
Endeudamiento (Pasivos/Patrimonio Neto)	0,8 x	1,4 x	2,8 x	2,9 x	2,5 x

(*) Las cifras se presentan ajustadas por inflación en moneda del 28 de febrero de 2003.

N.A.: no aplicable

ANEXO 1

INFORMACIÓN CONTABLE COMPARATIVA

EN MILES DE PESOS (Ajustados por Inflación)

BALANCE GENERAL	31-12-03	31-12-04	31-12-05	31-12-06	31-12-07
Meses del periodo	12	12	12	12	12
Activos Corrientes	274.213	393.041	527.890	747.042	805.945
CAJA, BANCOS e INVERSIONES	67.068	45.132	36.979	102.017	120.209
CUENTAS A COBRAR	65.102	103.257	134.661	267.504	243.138
BIENES DE CAMBIO	120.725	205.350	274.917	288.921	339.111
OTROS	21.318	39.302	81.333	88.600	103.488
ACTIVOS NO CORRIENTES	303.419	330.312	709.204	725.714	758.293
BIENES DE USO NETOS	257.081	282.302	642.251	734.882	770.746
INVERSIONES SOCIEDADES ART. 33	20.116	20.960	15	3.712	9.654
INTANGIBLES	22.099	20.428	19.050	(34.904)	(32.755)
OTROS ACTIVOS NO CORRIENTES	4.123	6.622	47.888	22.025	10.648
TOTAL ACTIVOS	577.632	723.353	1.237.094	1.472.756	1.564.238
PASIVOS CORRIENTES	236.249	348.616	699.268	890.009	912.562
CUENTAS A PAGAR	186.364	268.359	354.887	454.574	396.479
DEUDAS FINANCIERAS	44.695	68.730	302.285	390.854	462.480
IMPUESTOS Y CARGAS SOCIALES	5.158	11.519	23.505	28.058	28.125
OTROS	32	8	18.591	16.524	25.479
PASIVOS NO CORRIENTES	13.813	70.999	202.043	206.934	201.329
DEUDAS FINANCIERAS	10.472	64.820	190.425	167.464	142.902
OTROS	3.341	6.179	11.618	39.470	58.426
TOTAL PASIVOS	250.062	419.615	901.311	1.096.943	1.113.891
PATRIMONIO NETO	327.570	303.737	335.783	375.813	450.348
APORTES DE CAPITAL	156.014	156.014	156.014	156.014	156.014
PRIMAS DE EMISION	0	0	0	0	0
RESULTADOS ACUMULADOS	145.762	120.292	112.064	75.026	97.632
REVALUACIONES	0	0	0	0	0
RESERVA LEGAL	25.790	27.427	54.571	142.674	193.222
OTRAS RESERVAS	0	0	0	0	0
PARTICIPACIÓN MINORITARIA	4	4	13.134	2.099	3.480
TOTAL PASIVO + PATRIMONIO NETO	577.632	723.353	1.237.094	1.472.756	1.564.238

ANEXO 1

INFORMACIÓN CONTABLE COMPARATIVA

EN MILES DE PESOS (Ajustados por Inflación)

ESTADO DE RESULTADOS	31-12-03	31-12-04	31-12-05	31-12-06	31-12-07
VENTAS TOTALES	588.460	793.826	1.128.816	1.567.283	1.909.585
VENTAS NETAS	588.460	793.826	1.128.816	1.567.283	1.909.585
COSTO DE LOS PRODUCTOS VENDIDOS	(433.468)	(641.639)	(848.931)	(1.195.462)	(1.443.508)
RESULTADO BRUTO	154.992	152.187	279.885	371.820	466.077
GASTOS DE ADMINISTRACION	(13.160)	(15.475)	(32.716)	(52.425)	(68.803)
GASTOS DE COMERCIALIZACIÓN	(36.127)	(50.264)	(96.240)	(109.278)	(167.214)
EBITDA	105.705	86.448	150.929	210.117	230.060
DEPRECIACIONES Y AMORTIZACIONES	(29.009)	(31.105)	(46.779)	(59.357)	(70.568)
RESULTADO OPERATIVO	76.696	55.343	104.150	150.761	159.492
OTROS INGRESOS (EGRESOS) NETOS	(1.117)	851	22.468	26.410	39.035
GANANCIAS ANTES DE INTS., IMP "EBIT"	75.579	56.194	126.618	177.170	198.526
COSTOS FINANCIEROS	(14.999)	5.808	(47.419)	(50.475)	(53.902)
INTERESES PAGADOS	(2.539)	(4.990)	(24.824)	(41.057)	(55.304)
INTERESES GANADOS	1.960	2.146	5.598	1.567	4.766
DIFERENCIAS DE CAMBIO	6.107	2.397	(3.975)	(135)	(623)
RESULTADO POR EXPOSICIÓN A LA INFLACIÓN	(13.267)	19.063	(13.406)	7.046	21.097
OTROS	(7.260)	(12.808)	(10.812)	(17.896)	(23.839)
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	60.580	62.002	79.199	126.695	144.624
IMPUESTO A LAS GANANCIAS	(26.939)	(27.568)	(25.487)	(53.492)	(46.959)
RESULTADO DE CIAS. AFILIADAS	0	0	0	0	0
RESULTADO ORDINARIO	33.641	34.434	53.712	73.203	97.665
RESULTADO EXTRAORDINARIO	426	0	1.554	0	0
PARTICIPACIÓN MINORITARIA	0	1	(695)	1.326	(33)
RESULTADO NETO	34.067	34.435	54.571	74.529	97.632

ANEXO 1

INFORMACIÓN CONTABLE COMPARATIVA

EN MILES DE PESOS (Ajustados por Inflación)

FLUJO DE FONDOS	31-12-03	31-12-04	31-12-05	31-12-06	31-12-07
RESULTADO ORDINARIO	33.641	34.434	53.712	73.203	97.665
DEPRECIACIÓN Y AMORTIZACIÓN	29.011	30.082	37.039	44.977	70.568
(AUMENTO)/REDUCCION EN RESERVAS	0	0	0	0	0
RESULTADO DE CIAS. AFILIADAS	0	0	0	0	0
RESULTADO POR EXPOSICIÓN A LA INFLACIÓN	13.267	(19.063)	13.406	(7.046)	(21.097)
OTROS	(1.114)	2.733	5.746	(2.178)	(9.701)
GENERACIÓN INTERNA DE FONDOS	74.805	48.186	109.903	108.956	137.436
(AUMENTO) REDUCCION. EN CAP. TRAB.	10.098	(55.425)	(26.099)	(52.235)	(90.079)
FLUJO DE FONDOS OPERATIVO	84.903	(7.239)	83.804	56.721	47.357
CAMBIO NETO EN ACTIVO FIJO	(64.809)	(55.709)	(404.372)	(147.402)	(103.439)
CAMBIO EN INTANGIBLES	6.351	(60)	7.185	59.856	(6.475)
OTRAS INVERSIONES	(1.700)	(2.499)	(41.266)	25.863	11.378
FLUJO DE FONDOS OPERATIVOS NETO	24.746	(65.507)	(354.649)	(4.962)	(51.179)
DIVIDENDOS PAGADOS/HONORARIOS	(12.000)	(52.931)	(36.000)	(24.000)	(25.000)
FLUJO DE FONDOS DISPONIBLE	12.746	(118.438)	(390.649)	(28.962)	(76.179)
INVERSIONES EN AFILIADAS	3.167	(844)	20.945	(3.697)	(5.942)
DIVIDENDOS COBRADOS	0	0	0	0	0
ITEMS EXTRAORDINARIOS	426	0	1.554	0	0
OTRAS FUENTES (USOS) DE CAJA	(12.527)	21.901	4.813	32.184	53.348
FLUJO DE FONDOS ANTES DE FINANCIACION	3.812	(97.380)	(363.337)	(475)	(28.772)
FINANCIACION EXTERNA	32.424	75.444	355.185	65.512	46.964
AUM. (DISM.) EN DEUDAS FIN. DE CORTO PLAZO	15.845	24.035	233.555	88.569	71.626
AUM. (DISM.) EN DEUDAS FIN. DE LARGO PLAZO	10.472	54.348	125.605	(22.961)	(24.562)
EFFECTOS DEVALUACION	6.107	2.397	(3.975)	(135)	(623)
EMISIÓN (RECOMPRA) DE ACCIONES	0	(5.336)	0	39	523
AUMENTO (REDUC.) EN CAJA E INVERSIONES	36.236	(21.936)	(8.153)	65.038	18.192