

## Red Surcos S.A. (Red Surcos)

### Informe Integral

#### Calificaciones

Emisor  
 ON Pyme Serie I Clase Pesos por hasta \$100MM  
 ON Pyme Serie I Clase Dólar por hasta \$ 100MM (o su equivalente en dólares)  
 ON Serie II Clase Dólar por hasta USD 10MM ampliable a USD 20MM  
 ON Serie III por hasta USD 5MM ampliable a USD 15MM

BBB(arg)  
 BBB(arg)  
 BBB(arg)  
 BBB(arg)  
 BBB(arg)

#### Perspectiva

Negativa

#### Resumen Financiero

(\$ miles)	28/02/2018	31/08/2017
	6 meses	12 meses
Total Activos	3.629.283	1.351.949
Deuda Total Ajustada	2.672.050	1.498.987
Ingresos	1.135.194	1.834.316
EBITDA	405.460	543.591
EBITDA (%)	35,7	29,6
Deuda Total Ajustada / EBITDA	3,3	2,8
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	3,0	2,6
EBITDA/ intereses	2,8	2,1

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

#### Informes relacionados

Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores

#### Analistas

**Analista Principal**  
 Martín Frugone  
 Analista  
 +54 11 5235-8137  
[martin.frugone@fixscr.com](mailto:martin.frugone@fixscr.com)

**Analista Secundario**  
 Pablo Andrés Artusso  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8121  
[pablo.artusso@fixscr.com](mailto:pablo.artusso@fixscr.com)

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

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Perspectiva negativa:** FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX - revisó la perspectiva de Red Surcos a Negativa desde Estable como consecuencia de su agresiva estrategia de crecimiento y un endeudamiento mayor al esperado en relación al flujo generado y a la estructura patrimonial. La Deuda Financiera/EBITDA paso de 1,8x a agosto 2016, 2,8x a agosto 2017 y a 3,3x a febrero 2018(6 meses). Actualmente Red Surcos presenta una estructura de capital 86% deuda/14% patrimonio neto.

**Agresiva estrategia de crecimiento:** Red Surcos se encuentra en una fase expansiva de su negocio que le demanda mayores necesidades de financiar capital de trabajo por una política agresiva de financiación a clientes, solventada con deuda financiera y en menor medida con resultados netos positivos. FIX espera un entorno operacional desafiante, la sequía que impactó en la campaña 17/18 podría retrasar las cobranzas. Si bien la cartera de clientes muestra una mora acotada al 3%, este es un factor clave a monitorear.

**Fuerte posición competitiva y diversificación de clientes:** Red Surcos posee una buena posición competitiva en la producción y venta de agroquímicos, ubicándose entre los 10 principales jugadores del mercado argentino. La misma está sustentada por su experiencia en el sector, una red de comercial de alcance nacional y una cartera de clientes atomizada

**Acotada flexibilidad financiera:** La compañía planea la emisión de las Obligaciones Negociables Serie III por hasta USD 15 MM para financiar el capital de trabajo. No posee vencimientos de deuda en los próximos meses. Sin embargo, Red Surcos presenta una acotada flexibilidad financiera derivado de un elevado nivel de apalancamiento, una escala mediana de operaciones, un elevado nivel de descuento de cheques y una dependencia del mercado de capitales para obtener deuda a más largo plazo.

#### Sensibilidad de la Calificación

La calificación podría bajar ante la ocurrencia de alguno de los siguientes factores:

- La continuidad de una estructura de capital agresiva, con mayores niveles de apalancamiento
- Un debilitamiento de la estructura patrimonial
- Distribución de dividendos.

En el mediano plazo la ocurrencia de los siguientes factores podría llegar a tener un impacto crediticio positivo:

- Una recomposición de su patrimonio neto.
- Una reducción de su endeudamiento que derive en una estructura de capital más conservadora.

#### Liquidez y Estructura de Capital

**Estructura de capital apalancada y acotada liquidez:** A febrero 2018, la deuda financiera alcanzó los USD 133 MM que se traduce en un indicador Deuda financiera sobre EBITDA de 3,0x que comparan contra USD 86 MM y un ratio de 2,9x, a febrero 2017.

**Acotada liquidez:** A febrero 2018, la deuda corriente era de USD 93 MM y la posición de caja era de USD 3,1 MM que cubría un 3,3% de la deuda de corto plazo. A la misma fecha, el ratio de deuda de corto plazo sobre EBITDA fue de 2,4x.

## Perfil del Negocio

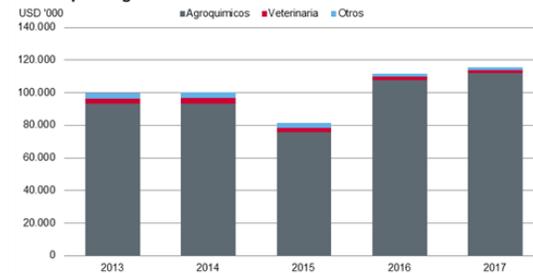
Red Surcos es una compañía de capitales argentinos dedicada al desarrollo, la producción y la comercialización de soluciones integrales para todos sus clientes. El foco de la compañía está en el desarrollo de nanotecnología y formulaciones diferenciales para obtener productos de mayor eficacia y biodisponibilidad.

La compañía cuenta con dos plantas industriales donde se elaboran de forma exclusiva los productos de la marca Red Surcos y dos centros de acopio y comercialización en Capitán Sarmiento y Santo Tomé.

## Ventas

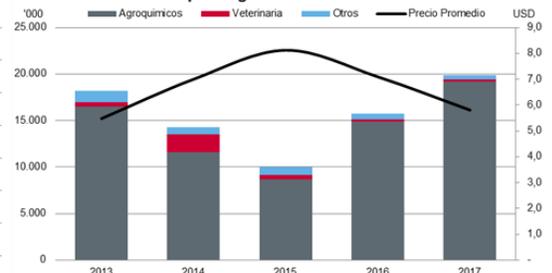
La actividad agrícola se encuentra en un contexto operacional más amigable y esto se vio reflejado en el volumen de ventas de los últimos dos años que tuvo un crecimiento anual promedio del 41%. A partir de 2008 la compañía ha focalizado en la producción de productos que incorporan mayor tecnología, mejorando su mix de producto a través de la introducción de formulaciones más rentables. En consecuencia, la evolución de márgenes ha ido en incremento, desde niveles cercanos al 15% a 29% en el período finalizado en agosto 2017.

**Ventas por Segmento**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

**Cantidades Vendidas por Segmento**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Comercialización

La comercialización de los productos de Red Surcos en Argentina se realiza a través de una red de 25 sucursales distribuidas en la zona agrícola del país. A través de la diversificación geográfica, la compañía busca la exposición a diferentes tipos de cultivos, a la vez que diversifica riesgos por eventos climáticos. Red Surcos, también cuenta con presencia comercial en Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay.

## Clientes

Red Surcos financia las ventas de sus productos por la campaña principalmente con líneas bancarias con cheques en garantía y en menor medida con líneas de crédito bancario sin garantía.

Red Surcos opera con una base diversificada de clientes. De un portafolio total de 4.366 clientes, los primeros 50 clientes representaban aproximadamente 30% de las ventas de la empresa, a la vez que ninguno superaba el 2% de las ventas individualmente.

Las cobranzas de Red Surcos se componen en un 65% con cheques de pago diferido, 20% con canje de cereales, 10% con tarjetas agropecuarias y el 5% restante con transferencias, canjes de productos y otros. Desde agosto de 2015, los créditos se encuentran asegurados por COFACE por riesgo de impago. Según los términos del seguro, en casos de impago de crédito, el abono de la indemnización por parte de la entidad aseguradora se efectúa entre 30 días y 6 meses luego de la ocurrencia del evento.

## Proveedores

Red Surcos opera con diversos proveedores nacionales e internacionales. Localmente, las condiciones de pago van desde pago a vista hasta 120 días, mientras que para los proveedores extranjeros obtiene financiación del proveedor de entre 180 y 300 días.

## **Posición competitiva**

Red Surcos opera en un mercado altamente competitivo, liderado por multinacionales y con una atomización moderada. En los últimos años, Red Surcos ha mantenido una fuerte presencia en el mercado, ubicándose entre los 10 principales actores del mercado en forma sostenida.

## **Estrategia**

La estrategia de Red Surcos se focaliza en la mejora de la rentabilidad mediante el desarrollo de productos nanotecnológicos de alto valor agregado. Para ello, Red Surcos cuenta con laboratorios propios que incursionan en diversas líneas de investigación productiva. A la fecha, la compañía cuenta con más de 100 productos con registro propio y un portafolio de 4000 clientes activos.

## **Administración y calidad de los accionistas**

Red Surcos S.A. es una empresa familiar y con gerencia profesional.

Los balances están auditados por Hector Tristán, a partir del balance trimestral presentado en noviembre 2017 los balances utilizan normas internacionales de información financiera.

## **Riesgos del Sector**

El sector agrícola presenta una actividad fuertemente cíclica, con generación de flujos volátil. El riesgo del sector se encuentra caracterizado por el comportamiento de los precios internacionales, los precios de los commodities se forman de acuerdo a las condiciones de oferta y demanda mundial de cada cultivo y son afectados por las condiciones climáticas de cada región, la estacionalidad de las producciones, el consumo mundial de cada cultivo y el nivel de inventarios.

Una tendencia que se consolida en el sector es la incorporación de los proveedores de agroinsumos como una fuente alternativa de crédito para los productores. Esto se refleja en una mayor necesidad de capital de trabajo para los productores y comercializadores de insumos agrícolas para el financiamiento de los productores. Por ello, la evolución de la generación de flujos tiende a ser estacional, y acompaña el ciclo productivo de las explotaciones agrícolas, y requieren financiamiento de corto plazo, que se traduce en mayores necesidades de refinanciación mayor que en otros sectores con generación de flujos estable.

Los costos de los principales insumos: agroquímicos, semillas y fertilizantes están sujeto a variaciones de precios. Cambios en los precios de estos insumos, podría afectar de manera negativa a la rentabilidad de las empresas.

## **Factores de Riesgo**

- El hecho de focalizarse en la producción y ventas de productos de protección de cultivos sin patentes vigentes, implica una baja diferenciación de productos. En este sentido, los competidores compiten por precio, y las ventajas, en particular el bajo costo financiero, de empresas con presencia internacional, son una fuerte amenaza para empresas netamente locales y con reducida escala.
- La emisora importa insumos desde el exterior, principalmente materias primas básicas, productos intermedios e ingredientes activos. Por este motivo, la compañía podría enfrentar un riesgo devaluatorio, aunque está mitigado por el hecho que el precio del producto de Red Surcos se encuentra dolarizado.
- Elevados requerimientos de capital de trabajo para financiar el ciclo agrícola.
- Fuerte estacionalidad del negocio.

## Perfil Financiero

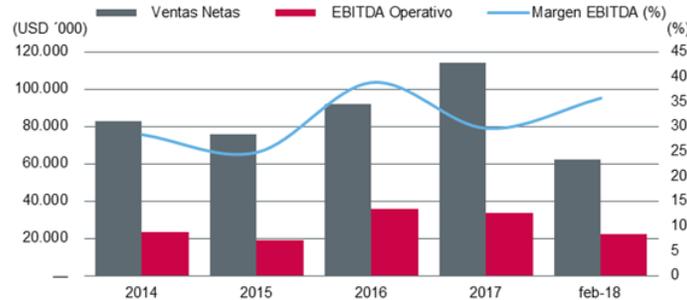
### Rentabilidad

El margen de EBITDA promedio de los últimos 5 años fue de aproximadamente 28%. Los altos niveles la rentabilidad se explica principalmente por la introducción de nuevos productos nanotecnológicos de mayor margen y los elevados costos de financiación a clientes.

A febrero 2018 (6 meses) las ventas alcanzaron los USD 62,4 MM, un crecimiento del 11,7% en dólares respecto a febrero 2017. A la misma fecha, el EBITDA fue de USD 22,3 MM, que se traduce en un margen del 35,7% que comparan contra USD 17,5 MM y 31,4% a la misma fecha de 2017.

FIX estima que las ventas del año fiscal 2018 se ubicarán en torno a USD 127 MM con un EBITDA estimado de USD 36 MM. Hacia adelante, esperamos que la rentabilidad ajustada muestre una tendencia de estable a levemente creciente en el segmento de insumos nanotecnológicos debido a una mayor eficiencia en la producción producto de una mayor escala. En el mediano plazo, FIX estima márgenes de EBITDA normalizados promedio en torno al 26%.

### Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de fondos

El negocio agropecuario requiere grandes inversiones en cada campaña y demanda para ello asistencia crediticia. Los proveedores de agroinsumos se han ido incorporando gradualmente como una fuente de financiamiento adicional para los productores, como consecuencia la actividad muestra altos requerimientos de capital de trabajo.

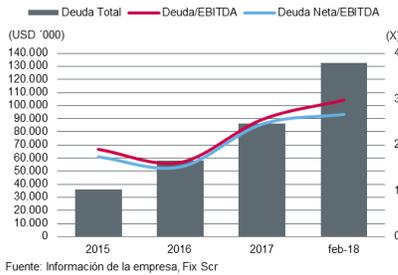
La evolución del capital de trabajo determina en gran medida los flujos libres de Red Surcos. Los mismos se encuentran ligados al ciclo agrícola, y por lo tanto presentan una fuerte ciclicidad. A febrero 2018, la compañía presentó un FGO positivo por USD 9 MM, sin embargo las altas necesidades de financiar capital de trabajo por USD 56 MM impactan de forma negativa en el FFL que resultó negativo en USD 48,2 MM. Fix espera que la compañía genere un FFL negativo en los próximos ejercicios por la agresiva estrategia de crecimiento que demandará mayores necesidades de financiar capital de trabajo.

### Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa

## Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Liquidez y estructura de capital

A febrero 2018, Red Surcos registraba deuda financiera por USD 133 MM, 79,8% se encontraba en el corriente. El nivel de apalancamiento de la compañía es alto, con un indicador Deuda Total medido por EBITDA de 3,0x que compara contra un ratio de 2,5x y una deuda de USD 86 MM a febrero 2017.

Red surcos presenta una estructura de capital agresiva ya que el 86% de su capital es deuda. La compañía planea la emisión de las Obligaciones Negociables Serie III para financiar el capital de trabajo.

A febrero 2018, la posición de caja alcanzaba USD 14 MM y la deuda corriente se ubicaba en USD 106 MM por lo que el ratio de liquidez era del 13%. No obstante, el 63% de su deuda corriente correspondía a descuento de cheques que se encuentran asegurados, disminuyendo de así el riesgo de refinanciación. Red surcos solamente cuenta con el 50% de su cartera de cheques descontada.

<b>Liquidez (USD '000)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>feb-18</b>
Ventas Netas	82.574	75.602	92.069	114.267	62.406
EBITDA	23.453	18.759	35.782	33.863	22.290
Caja y Equivalentes	8.334	3.079	3.594	3.435	13.875
Deuda Corto Plazo	36.428	35.109	54.848	80.180	106.022
Deuda Total	37.468	35.772	57.946	86.555	132.839
Inventarios de Rápida Realización	1.893	2.116	988	1.549	494

### Ratios

Deuda Corto Plazo / EBITDA	1,55	1,87	1,53	2,37	2,38
Deuda Corto Plazo - Caja / EBITDA	1,20	1,71	1,43	2,27	2,07
Deuda Total / EBITDA	1,60	1,91	1,62	2,56	2,98
Deuda Total - Caja / EBITDA	1,24	1,74	1,52	2,45	2,67

Fuente: Información de la Empresa, Fix

## Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía presenta un acotado acceso al mercado de financiamiento bancario. Red Surcos hace un uso intensivo del financiamiento a través del descuento de cheques, práctica habitual del sector. Opera con 23 instituciones financieras con las que mantiene cuentas con un promedio de 20 años de antigüedad. La mayor parte del crédito bancario disponible es en líneas de descuento de cheques, lo que le permite tener cierta flexibilidad para refinanciar pasivos en el corto plazo.

Red Surcos planea emitir la Obligación Negociable Serie III por hasta USD 5 MM ampliable a USD 15 MM. La emisión de deuda será utilizada para financiar capital de trabajo.

## Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a febrero 2018 se calcularon anualizando los resultados semestrales. Los IRR se calculan al 80%.

### Balance General - Red Surcos S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Agosto)

Cifras consolidadas

Normas Contables

Tipo de cambio ARS/USD al final del período

Tipo de cambio promedio

Período

6 meses 12 meses 12 meses 12 meses 12 meses

	NIIF	NCP	NCP	NCP	NCP
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	405.460	543.591	482.754	166.220	176.190
Margen de EBITDA	35,7	29,6	34,4	23,3	25,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	19,9	24,4	27,8	39,0	34,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(77,2)	(11,9)	(10,3)	(3,6)	5,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	70,5	44,5	56,5	26,3	26,3

### Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	2,1	1,7	1,4	1,6	1,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,8	2,1	2,2	1,5	1,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,8	1,0	0,7	0,7
FGO / Cargos Fijos	2,1	1,7	1,4	1,6	1,4
FFL / Servicio de Deuda	(0,6)	0,1	0,1	0,3	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,5)	0,1	0,3	0,5	0,8
FCO / Inversiones de Capital	(151,9)	(3,3)	(89,0)	(0,4)	21,0

### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	4,3	3,3	2,9	1,9	2,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,3	1,1	0,7	0,9	0,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,0	0,9	0,6	0,7	0,5
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	3,3	2,8	1,8	2,0	1,8
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	3,0	2,6	1,7	1,9	1,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	13,8	18,0	26,9	34,1	34,5
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	79,8	80,7	85,4	95,8	94,6

### Balance

Total Activos	3.629.283	1.351.949	986.570	429.988	431.749
Caja e Inversiones Corrientes	279.100	59.483	54.849	29.004	70.541
Deuda Corto Plazo	2.132.640	462.633	277.251	142.927	155.600
Deuda Largo Plazo	539.410	110.414	47.293	6.247	8.808
Deuda Total	2.672.050	573.047	324.544	149.174	164.408
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.672.050	573.047	324.544	149.174	164.408
Deuda Fuera de Balance	0	925.941	559.908	187.774	152.734
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.672.050	1.498.987	884.452	336.948	317.141
Total Patrimonio	422.736	334.087	212.447	118.420	90.898
Total Capital Ajustado	3.094.786	1.833.075	1.096.898	455.368	408.039

### Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	164.372	188.163	86.123	66.203	37.345
Variación del Capital de Trabajo	(1.022.837)	(355.778)	(229.840)	(73.247)	4.649
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(858.465)	(167.615)	(143.718)	(7.043)	41.994
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(5.653)	(50.152)	(1.615)	(18.721)	(2.001)
Dividendos	(12.164)	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(876.282)	(217.767)	(145.333)	(25.764)	39.993
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(1.791)	6.237	(22.622)	25.962	(49.686)
Variación Neta de Deuda	1.113.540	248.503	175.370	(15.233)	10.985
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	235.467	36.973	7.415	(15.035)	1.292

### Estado de Resultados

Ventas Netas	1.135.194	1.834.316	1.405.274	712.113	698.934
Variación de Ventas (%)	31,2	30,5	97,3	1,9	40,0
EBIT Operativo	399.081	539.299	479.793	163.150	172.905
Intereses Financieros Brutos	143.839	259.965	218.559	111.524	101.608
Resultado Neto	133.336	121.641	93.527	27.522	21.144

### Otros Indicadores

IRR	9,943	26,830	15,087	19,930	16,027
Deuda Total Neta de IRR	2.662.107	1.472.158	869.364	317.018	301.114
Deuda Total Neta de IRR / EBITDA	3,3	2,7	1,8	1,9	1,7
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	2,9	2,6	1,7	1,7	1,3
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	13,6	18,7	25,2	34,2	55,6
Deuda Corto Plazo / IRR	214,5	17,2	18,4	7,2	9,7

## 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.
- IRR: Inventarios de Rápida realización.
- Commodities: Bienes transables.
- MM: Millones.

## Anexo III. Características de los Instrumentos

### ON PyME Serie I Clase Pesos por hasta \$ 100 MM

Monto Autorizado:	100.000.000
Monto Emisión:	14.665.172
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	27 de junio de 2017
Fecha de Vencimiento:	27 de junio de 2019
Amortización de Capital:	En 8 cuotas trimestrales y consecutivas, cada cuota será del 12,5% del valor emitido
Intereses:	Badlar + 5%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

### ON PyME Serie I Clase Dólar por hasta \$ 100 MM (o su equivalente en Dólares Estadounidenses)

Monto Autorizado:	100.000.000
Monto Emisión:	USD 5.281.202
Moneda de Emisión:	Dólares estadounidenses
Fecha de Emisión:	27 de junio de 2017
Fecha de Vencimiento:	27 de junio de 2019
Amortización de Capital:	En un solo pago en la fecha de vencimiento
Intereses:	7,25%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

### ON Serie II Clase Dólar por hasta USD 10 MM ampliable a USD 20 MM

Monto Autorizado:	USD 20.000.000
Monto Emisión:	USD 11,665,508
Moneda de Emisión:	Dólares estadounidenses
Fecha de Emisión:	27 de febrero de 2018
Fecha de Vencimiento:	27 de agosto de 2020
Amortización de Capital:	En un solo pago en la fecha de vencimiento
Intereses:	8,00%
Cronograma de Pago de Intereses:	Semestral
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Red Surcos planea la emisión de las siguientes obligaciones negociables:

### ON Serie III por hasta USD 5 MM ampliable a USD 15 MM

Monto Autorizado:	USD 15.000.000
Monto Emisión:	N/A
Moneda de Emisión:	Dólares estadounidenses
Fecha de Emisión:	N/A
Fecha de Vencimiento:	30 meses
Amortización de Capital:	30% a los 24 meses y 70% al vencimiento
Intereses:	Semestral
Cronograma de Pago de Intereses:	N/A
Destino de los fondos:	Capital de trabajo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

## 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 **12 de junio de 2018** confirmó(\*) en la **Categoría BBB(arg)** a la calificación de Emisor de **Red Surcos S.A.** y a las siguientes Obligaciones:

- ON PyME Serie I Clase Pesos por hasta \$ 100 MM.
- ON PyME Serie I Clase Dólar por hasta \$ 100 MM (o su equivalente en dólares).
- ON Serie II Clase Dólar por hasta USD 10 MM ampliable a USD 20 MM.

En la misma fecha se asignó en la **Categoría BBB(arg)** a las siguientes Obligaciones a emitir:

- ON Serie III por hasta USD 5 MM ampliable a USD 15 MM.

La perspectiva es **Negativa**.

**Categoría BBB(arg):** "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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)".

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

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.

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

### Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar):

- Balances consolidados auditados hasta el 28/02/18 (6 meses).
- Informe del auditor externo a la fecha del último balance: Cdor. Héctor A. Tristán. (Mat. N°19371 C.P.C.E. Santa Fe).
- Suplemento de precios ON PyME Serie I.
- Suplemento de precios ON Serie II.

Adicionalmente se utilizó información de carácter privado suministrada por la compañía:

- Información de gestión provista por la compañía.
- Suplemento de precios ON Serie III.

**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.