

Sadesa S.A. (Sadesa)

Informe Integral

Calificaciones

Nacional

Calificación del Emisor A+(arg)

Perspectiva

Estable

Cifras consolidadas

	3 meses 31/03/18 ¹	12 meses 31/12/17 ¹
Total Activos (\$ miles)	2.035.251	1.912.824
Total Deuda Financiera (\$ miles)	344.829	517.086
Ingresos (\$ miles)	946.782	3.352.388
EBITDA (\$ miles)	111.290	242.505
EBITDA (%)	11,8%	7,2%
Deuda/ EBITDA	0,8x	2,1x
EBITDA/ Intereses	50,2x	19,7x

¹ NIIF: Normas internacionales de información Financiera.

Informes relacionados

Metodología de calificación de empresas registrado ante la CNV

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

Analista Principal:

Pablo Cianni
 Director Asociado
 +5411 5235 8146
pablo.cianni@fixscr.com

Analista Secundario:

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

Responsable de sector:

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

Factores relevantes de la calificación

Alto nivel de integración internacional: La calificación de la compañía contempla el importante componente de ventas en el mercado internacional, superior al 90% y la alta integración global del grupo, que le brinda acceso a financiamiento comercial de bajo costo y una generación de fondos en moneda extranjera. Sadesa desarrolla la actividad de curtido de cueros en Argentina integrando diferentes etapas de la cadena de valor de la elaboración de cueros. También abastece desde Uruguay y Paraguay al centro de distribución y producción en Tailandia. La compañía cuenta con alianzas comerciales de largo plazo con empresas internacionales de reconocida trayectoria en la actividad de curtido de cueros y una presencia local apoyada en plantas que representan algunos de sus principales activos.

Negocio maduro y en declinación, con costos volátiles: Los márgenes de rentabilidad se encuentran expuestos a la volatilidad del precio internacional del cuero crudo, a la volatilidad del tipo de cambio, y a una tendencia decreciente en los precios de los productos terminados. FIX estima que si bien la compañía tiene una extensa trayectoria en su industria, la volatilidad de los flujos podría desestabilizar sus indicadores financieros aún más.

Mejora en los resultados operativos: Sadesa generó un EBITDA a marzo 2018 de USD 5,7 MM, que representa un crecimiento interanual del 18%. A la misma fecha, la compañía tuvo una variación interanual de ventas negativa del 21%, no obstante la suba de los márgenes se debe a una caída aún mayor en el precio internacional del cuero. FIX estima que en promedio los márgenes se mantendrán entre 10% y 11%, similar a los promedios históricos.

Conservadora estructura de capital mitiga volatilidad de márgenes y capital de trabajo: La volatilidad implícita se encuentra mitigada por el moderado nivel de apalancamiento que tiene la compañía. A diciembre 2017, y encontrándose en una parte baja del ciclo, la compañía detentaba una relación deuda a EBITDA de 2.1x y cobertura de intereses con EBITDA de 19.7x. A marzo 2018, tras una mejora del margen y una reducción de la deuda, el apalancamiento fue de 0,8x y la cobertura de 50,2x. Hacia adelante, FIX espera que la compañía mantenga un nivel de endeudamiento inferior a 2x con holgadas coberturas de intereses.

Sensibilidad de la calificación

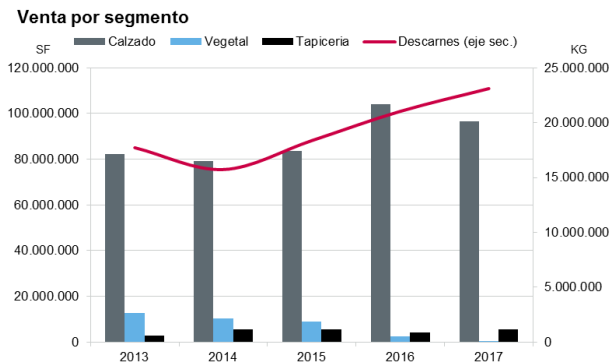
La perspectiva estable refleja expectativas de que Sadesa mantenga a través del ciclo un nivel de apalancamiento, medido en términos de deuda total/EBITDA, menor a 2.0x, y coberturas de intereses con EBITDA superiores a 4.5x. Un debilitamiento sostenido del Flujo de Caja Operativo causado principalmente por el desplazamiento de la demanda de cuero hacia otros sustitutos, podría derivar en una baja de las calificaciones.

Liquidez y estructura de capital

Reducción de la liquidez mitigada por flexibilidad financiera: FIX considera que la compañía presenta una adecuada posición de liquidez, ya que a marzo 2018 la posición de caja y equivalentes era de USD 6 MM y cubría el 47% de la deuda de corto plazo de USD 13 MM. En marzo 2018 decidió distribuir \$ 220 MM de dividendos, que fueron puestos a disposición en mayo del mismo año.

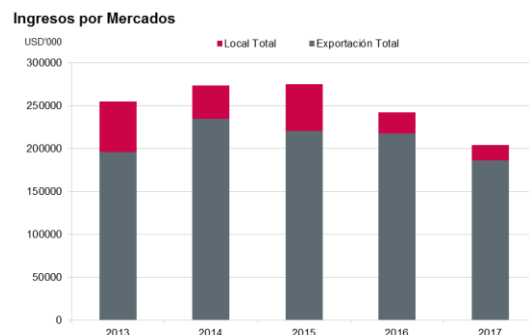
Perfil del negocio

Sadesa desarrolla actividades de curtido de cuero y comercializa sus productos mayormente en el mercado internacional. La compañía se especializa en cueros para calzado, que representa 95% del volumen de cuero comercializado en 2017. El otro 5% del volumen es de cueros para tapicería destinada a la industria automotriz. Por otro lado, el cuero vegetal no se produce desde hace dos años, no obstante continúa vendiéndose el stock restante. El segmento de tapicería detenta ingresos más volátiles que los de calzado, y actualmente la compañía está intentando crecer por medio de la búsqueda de nuevos clientes, ya que la venta de cueros de calzado ya se encuentra en un estado de maduración con crecimiento demográfico.



Fuente: Información de gestión de la compañía.

Sadesa concentra sus ventas en el mercado internacional, el cual en 2017 representó más del 90% de las ventas totales de la empresa. Las exportaciones se realizan en gran parte a Sadesa Macau, empresa vinculada del Grupo económico. El contrato de abastecimiento internacional con Sadesa Macau estipula que la compañía se compromete a adquirir de Sadesa cueros por un valor mínimo de USD100MM.



Fuente: Información de gestión de la compañía.

La compañía cuenta actualmente con 2 plantas industriales. La planta de la localidad de Esperanza (Santa Fe) posee una capacidad de producción anual de 78 millones de sf, mientras que la planta de Lomas de Zamora (Buenos Aires), presenta una capacidad de producción anual de 48 millones de sf, representando en conjunto un grado de utilización de producción de 87%. El Grupo también posee plantas industriales en Uruguay, Paraguay y Tailandia. Además la compañía cuenta con la posibilidad de tercerizar parte de su producción en caso de alcanzar su límite de capacidad de producción, lo cual Sadesa estima que podría pasar en el segundo semestre del actual ejercicio

Estructura de costos e inversiones de capital

El principal componente de la estructura de costos de Sadesa corresponde a costos de materias primas. La incidencia de este rubro sobre las ventas es cercana al 50%, no obstante durante el primer trimestre de 2018 la relación bajó al 46%, debido principalmente a la disminución de los costos en un 6,5% aunque las ventas se vieron disminuidas en un 2,5% interanual. La baja paulatina de los precios de venta desde 2016 permitió aumentar los volúmenes de venta de exportación, lo cual permitió una mejor absorción de los costos fijos. Sadesa mantiene niveles estables de ventas debido a la naturaleza de las exportaciones en el segmento calzado al que abastece, y hacia adelante FIX espera un margen EBITDA similar al promedio histórico entre el 10% y 11%.

Los costos laborales a diciembre 2017 superaron el 50% del total de los gastos de administración y comercialización, dado que los mismos crecieron por encima de la evolución del tipo de cambio y de la inflación, siendo uno de los principales gastos junto con Despachos y Fletes, que a 2017 representó cerca del 30%.

La relación de inversiones de capital sobre ventas ha sido en 2017 de 4,61%, similar al promedio de los últimos años. FIX estima que el nivel de inversiones continuará en estos niveles en 2018 y 2019.

ARS'000	2014	2015	2016	2017
Inversiones de Capital	7.698	18.429	7.623	9.327
Ventas	273.612	272.523	242.123	202.359
Capex / Ventas	2,81%	6,76%	3,15%	4,61%

Riesgo del sector

El mercado de cuero a nivel mundial es estimado en más de U\$S 50.000 millones al año, y la demanda presenta un comportamiento creciente. Argentina cuenta con una elevada participación internacional debido a su calidad y productividad.

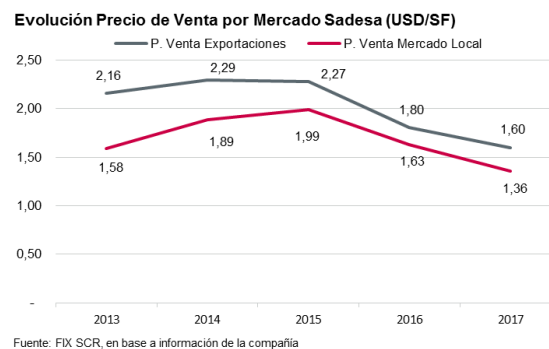
El sector curtidor local está integrado aproximadamente por unos 200 establecimientos fabriles con capacidad total de procesamiento de 16 millones de cueros vacunos, y una capacidad ociosa estimada en 30%. Durante los últimos años, la actividad en conjunto ha sufrido un proceso de concentración y centralización a lo largo de la cadena productiva. El nivel de faena se constituye como el principal factor determinante de los precios locales. Para 2018 se estiman volúmenes de faena algo superiores a los de 2017, ya que se espera que la demanda se mantenga en niveles sostenidos respecto al año anterior y que crezca levemente durante el segundo semestre del ejercicio. Por este motivo, FIX no espera que suban los precios de materia prima.

Los principales riesgos del sector los constituyen la volatilidad de precios del cuero crudo, y la sensibilidad de la demanda.

Volatilidad de precios del cuero crudo: Sadesa adquiere cuero crudo en el mercado local, y comercializa productos terminados y semi terminados cuyos precios cuentan con mayor estabilidad. En este sentido, el margen EBITDA ha fluctuado entre 7% y 15% en los últimos años. La coyuntura actual de precios deprimidos de materias primas en el mercado local, como consecuencia de baja demanda, es beneficiosa para Sadesa. En este sentido ha logrado incrementar su rentabilidad en el primer trimestre de 2018.



Sensibilidad de la demanda: La demanda de cuero presenta una fuerte sensibilidad a los cambios en el ingreso, y a tendencias de modas. Un menor ritmo de crecimiento mundial, implica menor demanda de productos de cuero por su característica de bien de lujo y su elevada elasticidad al ingreso. En segundo lugar, cambios en la moda hacia productos sustitutos del cuero representan una amenaza y factor de riesgo del sector.



Posición competitiva

La empresa presenta una posición de liderazgo en el mercado local de cueros, el cual se caracteriza por ser fragmentado con varios productores de reducida escala. La compañía cuenta con una importante escala de producción, que junto con la red de distribución global que integra, explican dicho posicionamiento. A nivel mundial la empresa se posiciona como un proveedor

confiable de cuero para calzado, que le permite alcanzar alianzas de largo plazo con distintos clientes de reconocida trayectoria. Si bien Sadesa ha incursionado recientemente en el segmento de cueros para tapicería, se estima que la contribución del mismo sea reducida y bastante volátil, porque apunta a los autos de alta gama con un cuero de mayor calidad que el de Brasil.

Administración y calidad de los accionistas

La empresa es controlada por Sadesa Inversora S.A. Los beneficiarios finales son Ernesto Silvio Galperin y Silvia Julia Lebach de Galperin, quienes también resultan beneficiarios de otras empresas del grupo, relacionadas con la producción de cuero.

Factores de riesgo

Sadesa se encuentra expuesta a los riesgos del sector, no obstante, ha demostrado posicionarse en un segmento de productos con demanda estable como lo son los calzados. Además, presenta un bajo grado de sustitución ya que su trayectoria como un proveedor confiable se constituye como una importante barrera de ingreso.

Perfil Financiero

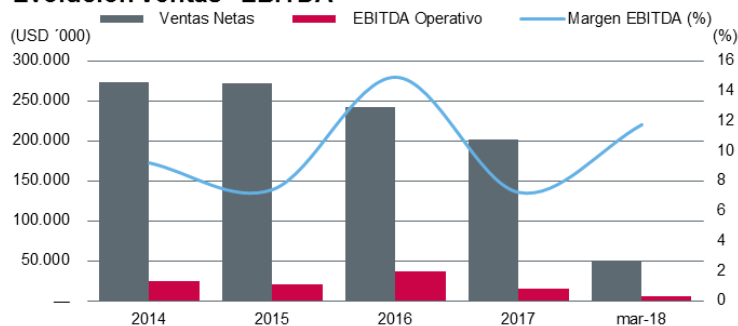
Rentabilidad

Las ventas de Sadesa a marzo 2018 se ubicaron en los USD 49 MM que comparan negativamente con las ventas a marzo 2017, de USD 62 MM, lo cual se explica por la baja en los precios de venta. Por otra parte el EBITDA fue de USD 5,7 MM a mar'18 y de USD 4,8 MM a mar'17, resultando en un margen EBITDA del 11,8% este año en comparación a 7,9% en 2017. El margen de rentabilidad del año anterior había sido inferior por el atraso del tipo de cambio, que repercutió en suba de costos en proporción a las ventas.

FIX estima que el mercado local se recuperará paulatinamente a lo largo del ejercicio 2018, sin alcanzar los volúmenes de 2015, y se mantendrá estable para el próximo año. Con respecto a las exportaciones, se espera que la demanda se comporte de manera similar a los últimos años, ya que el mercado principal que es el de cuero para calzado, se encuentra maduro y depende principalmente del crecimiento demográfico. Por otro lado, el segmento de tapicería es más volátil, pero es mucho menos relevante

FIX espera hacia adelante un EBITDA de unos USD 23 MM, que es similar al promedio de los últimos 6 años, con un margen del orden del 10%-11%, en línea con los ratios históricos.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

La empresa ha demostrado en los últimos años una fuerte generación interna de fondos. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) a marzo 2018 fue de USD 13 MM que compara

positivamente con el FGO de USD 2 MM a marzo 2017, producto principalmente del financiamiento a través de anticipos de clientes. Las necesidades de capital de trabajo son muy variables, dependiendo mayormente del precio de las materias primas. A marzo 2018 los aumentos de inventario y de cuentas por cobrar se financiaron con aumento de proveedores, casi sin variación de capital de trabajo.

La empresa ha iniciado en 2014 un plan expansivo de inversiones de capital, con un pico en 2015 de USD 18,5 MM. Hacia adelante, FIX espera un Flujo de Fondos Libres (FFL) positivo con inversiones en el orden de los USD 9 MM.

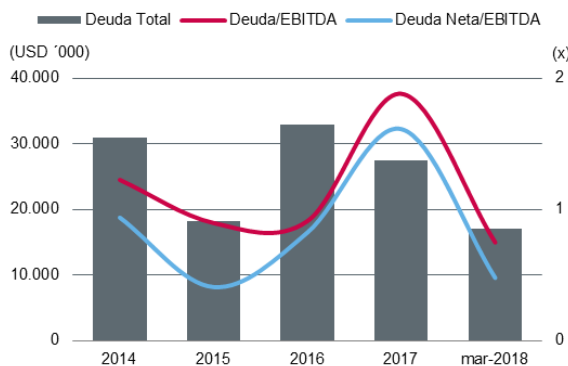
USD ('000)	2014	2015	2016	2017	mar-2018
Ventas Netas	273.612	272.523	242.123	202.359	48.577
EBITDA Operativo	25.179	20.235	36.122	14.638	5.710
Resultado Neto	6.597	(4.885)	13.542	352	380
Depreciaciones y amortizaciones	2.064	2.034	1827	1.147	581
Otros Ajustes al Cash Flow	19.829	33.073	(25.181)	15.990	12.533
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	28.490	30.222	(9.812)	17.489	13.494
Variación del Capital de Trabajo	(33.974)	(5.101)	(8.437)	(7.015)	459
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(5.485)	25.121	(18.249)	10.475	13.953
Inversiones de Capital	7.698	18.429	7.623	9.327	2.691
Dividendos	-	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(13.182)	6.693	(25.872)	1.148	11.262

Estructura de capital

A marzo 2018 Sadesa detentaba una relación deuda total con EBITDA de 0,8x, con una cobertura de intereses de 50,2x, por encima de la del mismo período de 2017 que fue de 14x. Esto se debe a la reducción en el costo de financiamiento, al obtener préstamos por prefinanciación de exportaciones a tasas muy bajas (del orden entre el 1,5% y el 2%). Para 2018, se prevén holgadas coberturas de intereses y una relación de Deuda a EBITDA menor a 1,7x. La compañía cuenta con el 77% de la deuda financiera en el corriente, lo que muestra un cambio en el perfil de deuda de la compañía respecto a los últimos dos años, en que estaba totalmente concentrada en el corto plazo. Tras la cancelación de las obligaciones negociables durante el ejercicio anterior, la compañía no tiene pensado realizar emisiones nuevas, dado que planea financiarse con la mencionada prefinanciación de exportaciones con distintos bancos y con anticipos de clientes a través de Sadesa Macau. Esto le permite seguir reduciendo el costo de financiamiento implícito, que a marzo 2018 fue de 2,1%, que compara positivamente con el del mismo periodo del año anterior, que fue de 6,5%.

La deuda financiera totalizaba a marzo 2018 USD 17 MM, completamente nominada en moneda extranjera y proveniente de préstamos bancarios. Asimismo, mantenía pasivos por anticipo de clientes por USD 37 MM correspondiente a adelantos recibidos de Sadesa Macau, empresa vinculada y cliente principal del exterior, a cuenta de exportaciones. A través de su flexibilidad financiera, el grupo logra un manejo eficiente de los costos financieros consolidados, y toma deuda a través de las empresas con menores costos.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización

'000 USD	% Total Capital	
Deuda de Corto Plazo	13.116	38,8
Deuda de Largo Plazo	4.003	11,8
Otros	—	—
Deuda Total Ajustada	17.119	50,6
Total Patrimonio	16.700	49,4
Total Capital Ajustado	33.819	100,0

Fuente: Información de la empresa

Liquidez

La liquidez de la compañía es adecuada, ya que la posición de caja y equivalentes a marzo 2018 era de USD 6 MM y cubría el 47% de la deuda de corto plazo de USD 13 MM. El análisis crediticio para el sector agroindustrial considera ratios de apalancamiento que excluyen de la deuda los inventarios listos para comercializar. En este caso se considera al cuero como un inventario de rápida realización. A marzo 2018, el ratio (Deuda Financiera Neta-IRR)/EBITDA fue negativo, lo que significa que se cubría completamente la deuda financiera total. A su vez, la compañía cuenta con líneas de crédito con distintos bancos, además de tener probado acceso al mercado de capitales.

Liquidez - Sadesa S.A.

(miles de USD; cifras consolidadas)	mar-2017	FY 2017	FY 2016	FY 2015	FY 2014	FY 2013
EBITDA Operativo (LTM)	15.514	14.638	36.122	20.235	25.179	28.079
Caja e Inversiones Corrientes	6.173	3.931	3.124	9.877	7.238	3.072
Deuda Corto Plazo	13.116	27.542	32.959	5.709	29.519	16.595
Deuda Largo Plazo	4.003	0	0	12.455	1.355	1.966

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	1,2	0,5	1,1	3,5	0,9	1,7
LTM EBITDA + Disponibilidades + AR / Deuda CP	2,1	0,9	1,4	6,6	1,3	2,2
Deuda Total / LTM EBITDA	1,1	1,9	0,9	0,9	1,2	0,7

Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía cuenta con una importante flexibilidad financiera producto de integrar un Grupo económico internacional. Esta integración le permite acceso al financiamiento a bajo costo con importantes contrapartes y generación de fondos en moneda dura. Sadesa cuenta con líneas de crédito para prefinanciación de exportaciones con varios bancos locales (HSBC, BBVA, Santander, Provincia, Ciudad, etc), como también probado acceso al mercado de capitales tras la emisión de obligaciones negociables.

Anexo I Resumen Financiero

Los indicadores correspondientes a los Estados Contables cerrados a mar'18 se han estimado anualizando las cifras del trimestre.

Resumen Financiero - Sadesa

(miles de ARS\$, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	3 Meses	12 Meses
Period End Exchange Rate	8,55	13,01	15,85	18,77	20,14	
Average Exchange Rate	8,12	9,27	14,78	16,57	19,49	
	2014	2015	2016	2017	mar-18	
	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	3 Meses	
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	204.425	187.555	533.863	242.505	111.290	153.840
Margen de EBITDA	9,2	7,4	14,9	7,2	11,8	11,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	43,0	54,4	(11,0)	28,3	155,7	44,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(4,8)	2,5	(10,7)	0,6	23,2	(2,2)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	16,4	(13,2)	45,6	1,1	6,7	22,5
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	7,9	10,1	(4,1)	24,6	119,6	9,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,1	6,1	18,9	19,7	50,2	7,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,7	1,8	1,0	0,5	1,6	1,2
FGO / Cargos Fijos	7,9	10,1	(4,1)	24,6	119,6	9,4
FFL / Servicio de Deuda	(0,3)	0,9	(0,6)	0,1	3,2	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,0)	2,1	(0,6)	0,2	3,7	0,1
FCO / Inversiones de Capital	(0,7)	1,4	(2,4)	1,1	5,2	(0,6)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,0	0,8	(4,5)	1,7	0,3	0,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,3	1,3	1,0	2,1	0,8	0,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	0,6	0,9	1,8	0,5	0,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	13,5	12,3	7,5	2,4	2,1	19,5
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,96	0,31	1,00	1,00	0,77	0,9
Balance						
Total Activos	714.897	1.371.022	1.563.351	1.912.824	2.035.251	2.035.251
Caja e Inversiones Corrientes	20.022	128.444	49.523	73.795	124.343	124.343
Deuda Corto Plazo	108.165	74.241	522.408	517.086	264.189	264.189
Deuda Largo Plazo	12.815	161.974	0	0	80.640	80.640
Deuda Total	120.980	236.215	522.408	517.086	344.829	344.829
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	120.980	236.215	522.408	517.086	344.829	344.829
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	120.980	236.215	522.408	517.086	344.829	344.829
Total Patrimonio	300.244	352.450	543.171	548.994	336.385	336.385
Total Capital Ajustado	421.224	571.744	1.065.579	1.066.079	681.213	681.213
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	167.771	231.301	(145.021)	289.735	263.010	263.010
Variación del Capital de Trabajo	(179.326)	(275.829)	(124.694)	(116.208)	8.946	8.946
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(11.555)	(44.528)	(269.715)	173.528	271.955	271.955
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	(3)	(4)	(4)
Inversiones de Capital	(19.471)	(62.496)	(112.657)	(154.514)	(52.457)	(52.457)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(31.026)	(107.024)	(382.372)	19.011	219.494	219.494
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	2.119	5.891	9.958	10.838	3.376	3.376
Otras Inversiones, Neto	(4)	(42)	(200)	(257)	(70)	(70)
Variación Neta de Deuda	37.722	143.054	286.193	(5.323)	(172.257)	(172.257)
Variación Neta del Capital	0	0	7.500	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	8.811	41.879	(78.921)	24.269	50.544	50.544
Estado de Resultados						
Ventas Netas	1.399.845	2.221.403	3.578.433	3.352.388	946.782	946.782
Variación de Ventas (%)	35,9	58,7	41,7	(6,3)	(1,9)	(1,9)
EBIT Operativo	137.058	187.669	506.861	223.499	99.964	99.964
Intereses Financieros Brutos	19.906	33.511	30.733	12.292	2.218	2.218
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	45.911	53.556	200.141	5.823	7.411	7.411
Otros Indicadores						
IRR	105,190	143,220	177,613	223,997	248,400	248,400
(Deuda Neta - IRR) / EBITDA	(0,03)	0,16	0,55	0,90	(0,06)	(0,06)
(Caja e Inversiones corrientes + IRR) / Deuda Corto Plazo	1,16	3,66	0,43	0,58	1,41	1,41

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
- M2: Metros cuadrados
- Commodities: Bienes transables.
- MM: Millones.
- SF: Pies cuadrados

Anexo III. 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 **6 de julio de 2018** confirmó* en **Categoría A+(arg)** la calificación del emisor de **Sadesa S.A.**

La calificación cuenta con perspectiva estable.

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas 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 agrega "(arg)".

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

- Balances auditados hasta el 31-03-2018, disponible en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Contador Público Nacional Héctor Eugenio Chauque. Matrícula N° 3800.

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.