

Vetanco S.A.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor BBB(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(miles de ARS)	30/06/2018 Año móvil	31/12/2017 12 Meses
Total Activos	668.828	461.089
Deuda Financiera	128.761	99.471
Ingresos	755.185	609.627
EBITDA	77.752	77.434
EBITDA (%)	10,3	12,7
Deuda / EBITDA	1,7x	1,3x
EBITDA / Intereses	2,7x	3,9x

Criterios

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

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

Analistas

Finanzas Corporativas

Analista Principal
 Pablo Cianni
 Director Asociado
 +54 11 5235 8146
pablo.cianni@fixscr.com

Analista Secundario
 Martin Frugone
 Analista
 +54 11 5235 8137
martin.frugone@fixscr.com

Responsable Sector
 Cecilia Minguilón
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguilon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Flexibilidad operativa: Vetanco es el principal exportador argentino de fármacos veterinarios, dedicado a la fabricación y venta de productos para la salud animal. En el plano local, la compañía es líder en el mercado avícola y ocupa el cuarto lugar en el segmento de grandes animales. La empresa posee un grado significativo de diversificación de su cartera de productos, minimizando la dependencia del negocio a la evolución de un segmento en particular. No obstante, la entrada de jugadores extranjeros podría repercutir al posicionamiento en el mediano plazo, aunque los productos con registros aprobados en el mercado local contribuyen como barrera de entrada a nuevos competidores.

Flujo de caja operativo presionado: Si bien la demanda de los productos comercializados por Vetanco es inelástica, la presión de las necesidades de capital de trabajo sobre el flujo generado por las operaciones disminuye la flexibilidad financiera ante la limitada liquidez disponible en el mercado.

Concentración en mercado brasilero: Aproximadamente el 47% de las ventas de Vetanco provienen de exportaciones a países como Brasil, Uruguay, Colombia, Panamá y México. Tras una caída en las exportaciones en 2016, por la situación macroeconómica en el principal destino de sus exportaciones, Brasil, en 2017 se observó una recuperación de las mismas, que se acrecentó en lo que va de 2018. En un contexto internacional más desafiante, la concentración en el mercado brasilero constituye un riesgo.

Reducción de márgenes operativos: Ante la persistencia de un contexto recesivo en el mercado local, el modelo de negocio orientado al mercado externo es positivo. Sin embargo, se anticipan dificultades para trasladar totalmente a precios la suba de los costos de materia prima, que son mayoritariamente en dólares. En 2017 la compañía obtuvo resultados operativos levemente inferiores a los promedios históricos, alcanzando un EBITDA de \$ 77 MM y un margen de 12,7%, por un atraso del tipo de cambio respecto a la inflación y las dificultades existentes para trasladar a precios el incremento de costos. En el año móvil a junio 2018 la generación de EBITDA fue de \$78 MM con un margen del 10,3%, principalmente por mayores gastos de I+D y de comercialización con el fin de incrementar las exportaciones. Fix estima que hacia delante el margen de rentabilidad se ubique en un rango en torno al 11%-12%, algo por debajo del promedio de los últimos 7 años.

Sensibilidad de la Calificación

Una baja en la calificación podría derivar ante limitaciones a las exportaciones a Brasil o mayor nivel de proteccionismo en los mercados externos, flujo libre negativo ante un contexto de limitada liquidez en el mercado, caída en los niveles de liquidez (caja e equivalentes + FGO / Deuda de corto plazo) por debajo de 0.8x y/o un aumento en los plazos de las cuentas por cobrar que resulte en mayores necesidades de financiamiento de capital de trabajo y, como consecuencia, en un perfil de endeudamiento más agresivo.

Liquidez y Estructura de Capital

Moderado nivel de apalancamiento ante la acotada flexibilidad financiera: En el año móvil a jun'18 la deuda financiera, que incluía préstamos bancarios y obligaciones negociables, alcanzó \$ 129 MM, alcanzando un ratio Deuda / EBITDA de 1,7x. Sin embargo, la deuda se encuentra concentrada en un 84% en el corto plazo, exponiendo a la compañía a riesgo de refinanciación. A la misma fecha, el nivel de liquidez es bajo, con caja e inversiones corrientes que cubrían en un 13% la deuda de corto plazo. La cobertura de intereses con EBITDA es de 2,7x en el año móvil a jun'18. A pesar de haber emitido una ON PyME, que fue cancelada a su vencimiento el 1 octubre 2018, consideramos que la flexibilidad financiera de Vetanco es acotada.

Perfil del Negocio

Con más de 25 años de trayectoria, Vetanco se dedica a la fabricación y venta de productos para la salud animal. La compañía posee una orientación hacia el mercado externo, principalmente Latinoamérica, que representa alrededor del 47% de los ingresos hasta septiembre de 2018, con concentración en el mercado brasilero.

Los clientes de Vetanco son grandes veterinarias y productores pecuarios. En el mercado local, ningún cliente concentra más del 20% del total de las ventas. En el mercado externo, la empresa posee alianzas con distribuidores que actúan como intermediarios entre la compañía y clientes finales. Durante 2017, detentó un elevado incremento en las ventas en Brasil (21%), Ecuador (61%), Bolivia (39%) y Colombia (31%). No obstante, las principales caídas se registraron en Perú y en Medio Oriente.

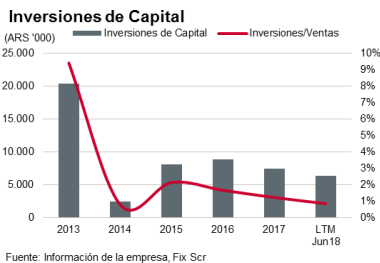
Vetanco cuenta con una planta central en el partido de Vicente López con capacidad para desarrollar y producir distintas líneas de productos. La compañía posee un grado significativo de diversificación en su cartera de productos con varios registros aprobados en la Argentina y en el exterior. Estos registros representan una barrera de entrada para nuevos competidores potenciales. Del mismo modo, los altos costos de registración en Estados Unidos, Europa y Japón, constituyen una barrera de entrada para Vetanco. La compañía desarrolla aproximadamente dos nuevos productos por año. Los productos que la compañía vende tienen una demanda bastante inelástica, debido a que los costos en que incurren los clientes si no utilizan el producto son altos y representan un bajo valor en su estructura de costos. Esto implica un nivel de inversiones de aproximadamente 2% de las ventas anualmente para mantener un adecuado posicionamiento y nivel de ventas.

La gama de productos de Vetanco abarca distintos segmentos en términos de tipo de animal (mercados aviar, vacuno, porcino, etc.) y tipo de enfermedad (antibióticos, anticoccidianos, antiinflamatorios, antiparasitarios, inmunoestimulantes, probióticos, reproducción y sanidad ambiental).

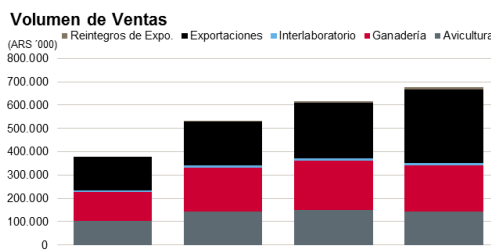
Mercado Externo (47% de las ventas): Se observó una recuperación de las cantidades en 2017 luego de dos años de caídas por el proceso recesivo que afectó a Brasil. La recuperación de este mercado, que es el principal destino de las exportaciones de la compañía, permite retomar niveles de exportación por encima del 40%. Vetanco también se focalizó en fortalecer sus vínculos con los distribuidores en mercados con desarrollo comercial, como México y Colombia. Además, la compañía impulsó la consolidación de la alianza técnico-comercial con Dr. Bata Ltd. (biotecnología) para desarrollar mercados como el americano, tanto a nivel comercial-técnico como de investigación. Vetanco no realiza diferencia de precios con los distribuidores. FIX espera que el crecimiento de Vetanco esté asociado a este sector.

Avicultura (21% de las ventas): Entre 2007-2011 recibieron subsidios directos, indirectos y préstamos del bicentenario los cual los hizo crecer significativamente en bases no sustentables. El aumento del precio del maíz provocó problemas financieros en las compañías por ende hubo una merma en las ventas.

Ganadería (30% de las ventas): La tendencia hacia el futuro es ambigua, por un lado los precios bajos de los commodities provocan incentivos al productor pecuario a producir, sin embargo en periodos recesivos el consumo de carne disminuye. Dentro de este segmento, el subsegmento de porcinos viene mostrando un potencial de crecimiento, debido al aumento del consumo per cápita anual que se observó en los últimos años en Argentina.

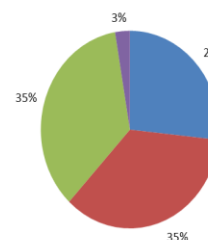


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



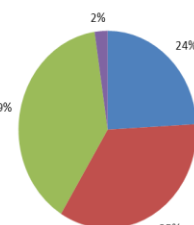
(*) Hasta septiembre 2018. Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ventas por Segmento 2016



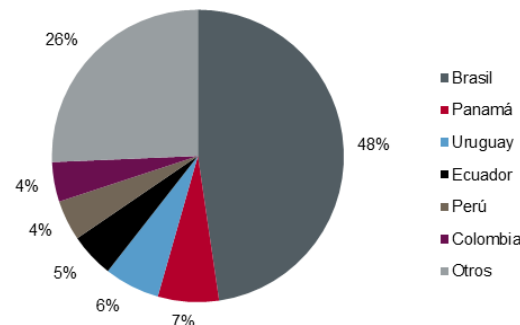
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ventas por Segmento 2017



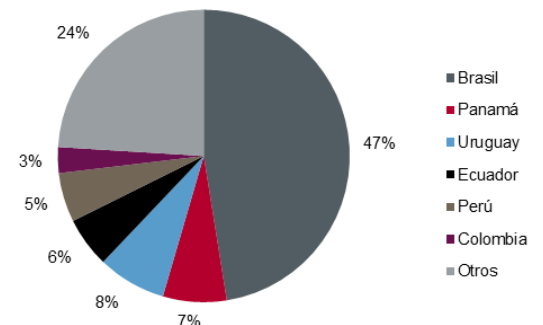
Brasil sigue siendo el principal destino de las exportaciones de Vetanco, y las mismas volvieron a incrementarse tras la caída que habían sufrido hasta 2016 por la recesión brasileña.

Ventas en Pesos al Mercado Exterior - 2017



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ventas en Pesos al Mercado Exterior - 2017

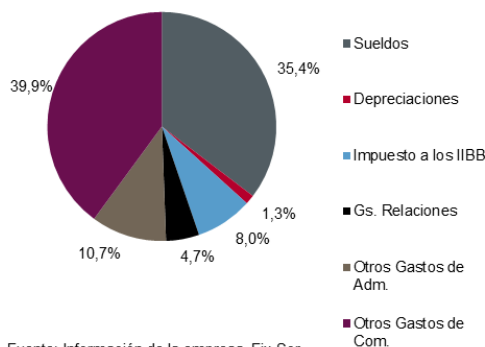


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Costos

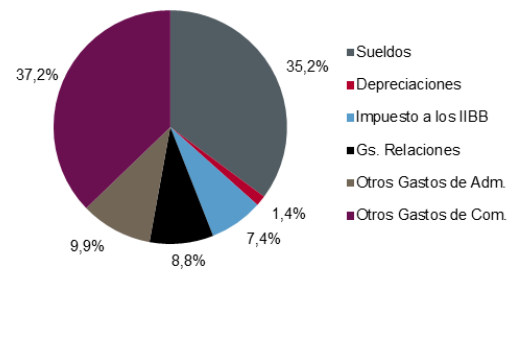
Los sueldos y Cargas Sociales representan el principal costo de la compañía históricamente, seguido por honorarios y servicios. La materia prima está dolarizada en un 75%, con proveedores de India y China.

Gastos 2016



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Gastos 2017



Hubo un fuerte incremento de los Gastos de Relaciones y representación del 137%, con el fin de abrir nuevos mercados e incrementar las exportaciones de la compañía. Ese esfuerzo ha empezado a mostrar resultados en 2018, con un aumento en la proporción de las exportaciones respecto a las ventas totales.

ARS '000	2016	%	2017	%	Variación
Sueldos	39.311	35%	49.016	35%	25%
Depreciaciones	1.477	1%	2.012	1%	36%
Impuesto a los IIBB	8.938	8%	10.365	7%	16%
Gs. Relaciones	5.206	5%	12.315	9%	137%
Otros Gastos de Adm.	11.862	11%	13.865	10%	17%
Otros Gastos de Com.	44.372	40%	51.874	37%	17%
Total	111.166		139.447		

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estrategia

La capacidad de producción de Vetanco se amplió luego de la inauguración de la planta de General Rodríguez en 2013. Esto le permitió continuar con su estrategia de incrementar las ventas orientadas hacia el sector externo. La empresa destina actualmente el 47% de sus ventas a este mercado. En el mediano plazo, la estrategia es continuar con la inserción de la compañía en el mercado externo, principalmente en México, Colombia, EEUU y Sudeste Asiático.

Posición competitiva

Vetanco compete con empresas multinacionales como Zoetis, Merial y Elanco, y nacionales como Biogénesis Bagó. La compañía es el principal exportador argentino de fármacos veterinarios. En el plano local, la compañía es líder en el mercados avícola y ocupa el cuarto lugar en el segmento de grandes animales.

Mercado local Avicultura: empresas multinacionales con presencia en Argentina (Zoetis, Merial; Elanco), pocos jugadores locales menores e importadores de drogas químicas. Vetanco S.A. es líder en este segmento.

Mercado local Grandes animales: empresas locales grandes (Biogénesis Bagó, Over), multinacionales con presencia en Argentina (Zoetis, Merial), y muchos jugadores locales menores. Vetanco S.A. ocupa el 4to lugar en el mercado considerando los segmentos que participa.

Mercados internacionales: En cada país el esquema de competencia es distinto, pero en general, el posicionamiento de Vetanco S.A es alternativo al de los distribuidores de las multinacionales, con mayor nivel de servicio, y atención técnica para estos mercados.

Riesgos del sector

La industria de fármacos veterinarios está ligada a la evolución de la producción avícola ganadera. El contexto operacional con un tipo de cambio más competitivo, debería repercutir favorablemente sobre la industria en el mediano plazo.

Las empresas multinacionales del sector farmacéutico presentan flujos operativos estables debido a la estabilidad de los productos frente a los ciclos económicos. Asimismo, el flujo operativo y el EBITDA dependen de la cantidad de patentes propias (mix de productos) que poseen y del poder de mercado.

Asimismo es importante tener ratios de apalancamientos conservadores y flexibilidad financiera debido a que el sector es más riesgoso que otros en cuanto al éxito de una patente nueva.

Las empresas del sector en economías emergentes están expuestas a la variación del tipo de cambio ya que la mayoría de los insumos se importan.

Factores de Riesgo

- Concentración en el mercado brasilero
- Exposición a las variaciones del tipo de cambio por tener un 75% de los costos en moneda extranjera, que se mitiga parcialmente por tener ventas en el mercado externo.
- Industria correlacionada con la actividad económica del país, específicamente a la actividad agropecuaria, aunque el nivel de exportaciones equivalente a aproximadamente el 47% de las ventas, actúa como mitigantes.
- Concentración de deuda en el corto plazo, expone a la compañía a riesgo de refinanciación.

Perfil Financiero

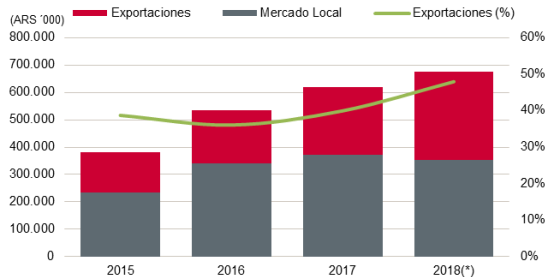
Rentabilidad

El margen EBITDA de Vetanco en 2017 fue del 12,7%, levemente por debajo del promedio histórico, del 13/14%, alcanzando un EBITDA de \$ 77 millones. Esto se debió principalmente al atraso del tipo de cambio respecto a la inflación y las dificultades para trasladar a precios el incremento de costos.

En el año móvil a junio 2018, la compañía detentó ventas por \$755 millones, un 40,3% superiores a las del año móvil a junio 2017. A junio 2018 el margen EBITDA fue del 10,3%, en parte explicado por mayores gastos en I+D, que al no activarse aumentaron los costos operativos, y también por un aumento en los gastos de comercialización, con el objetivo de impulsar las exportaciones de la

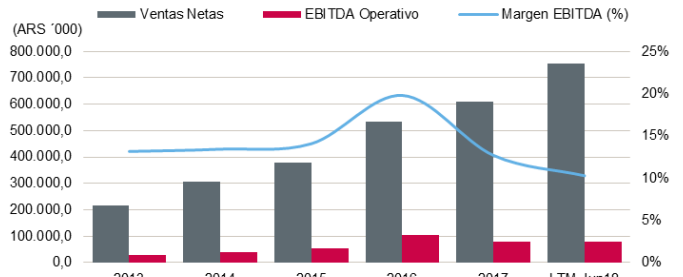
compañía. Estas actividades de promoción y representación, sumadas al aumento del tipo de cambio, ya empezaron a generar un aumento en el volumen de exportaciones de Vetanco. Durante los nueve meses transcurridos, las exportaciones crecieron un 92% respecto al mismo periodo del año anterior, representando el 47% de las ventas totales. Hacia adelante, FIX espera que la participación de las exportaciones en el mix de ventas sea cercana al 50%.

Ventas por Segmento



(*) Hasta septiembre 2018.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Para los próximos años FIX espera una recuperación gradual de los márgenes, entre el 11% y el 12%, por debajo de los valores históricos, fundamentalmente debido a las dificultades para trasladar a precios el aumento de costos.

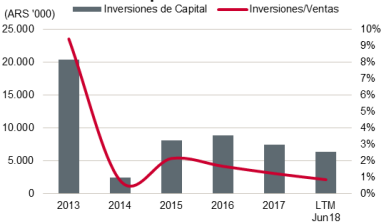
Flujo de fondos

Los productos que la compañía vende tienen una demanda bastante inelástica, lo cual le otorga cierta estabilidad al Flujo Generado por las Operaciones (FGO). En consecuencia, Vetanco ha generado un FGO positivo y estable en los últimos años.

En el año móvil a junio 2018 se observa un FGO positivo por \$ 74 millones y un FFL negativo debido al fuerte aumento del capital de trabajo, principalmente porque gran parte del inventario y de los créditos por ventas están dolarizados.

Vetanco no posee una política agresiva de dividendos, lo que le permitió tener ratios deuda/ EBITDA bajos y financiarse orgánicamente. Excepto en el año 2013 con la construcción de una nueva planta, las inversiones de mantenimiento suelen ser del orden del 1% sobre ventas.

Inversiones de Capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

ARS '000	2014	2015	2016	2017	LTM Jun18
Ventas	305.359	379.908	534.067	609.627	755.185
Flujo Generado por las Operaciones	27.596	29.761	75.563	74.443	145.600
Variación del Capital de Trabajo	(17.895)	(26.202)	(69.048)	(60.222)	(156.589)
Flujo de Caja Operativo	9.701	3.559	6.514	14.220	(10.989)
Inversiones de Capital	(2.377)	(8.113)	(8.832)	(7.400)	(6.343)
Dividendos	-	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre	7.324	(4.554)	(2.318)	6.820	(17.332)

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Evolución Capital de Trabajo

ARS '000	2015	2016	2017	LTM Jun18
Créditos por Ventas	83.997	117.621	156.647	307.247
Inventarios	76.681	129.678	133.246	242.458
Cuentas a Pagar	55.386	73.466	80.428	183.186
Capital de Trabajo	105.292	173.833	209.465	366.519
Capital de Trabajo / Ventas	28%	33%	34%	49%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

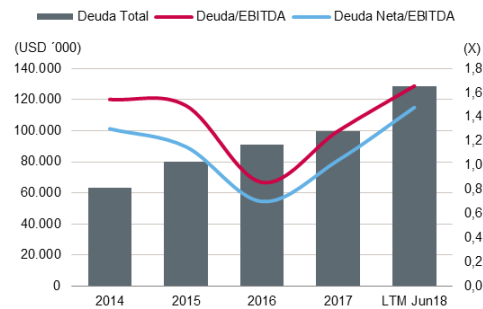
Liquidez y estructura de capital

Las inversiones realizadas por Vetanco en la planta de General Rodriguez provocaron un incremento de la deuda financiera, que fue bajando gradualmente desde USD 10 millones en 2013 a USD 4,5 millones

a junio 2018, 45% de la misma en moneda extranjera. La estrategia financiera de la compañía es que la deuda no incremente en términos reales.

A jun'18 el 84% de la deuda estaba concentrada en el corto plazo. Vetanco presentaba coberturas de intereses de 2.7x y un ratio deuda a EBITDA de 1.7x. Se prevé que Vetanco maneje sus vencimientos de corto plazo con una combinación de flujo operativo y refinanciación de pasivos. Hacia delante FIX estima que la compañía mantendrá la misma política conservadora, con un nivel de Deuda/EBITDA por debajo de 2,0x y cobertura de intereses por encima de 2,0x.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vetanco posee una liquidez acotada. A jun'18, la caja y equivalentes rondaba en torno a los \$ 14 MM que alcanzaba a cubrir solamente el 13% de la deuda de corto plazo.

Históricamente la compañía ha contado con bajos niveles de liquidez, sin embargo la relación de tenencias liquidas y deuda de corto plazo se ha deteriorado en relación a dic'17, en donde el ratio era de 20%, y a dic'16 en donde el ratio era de 28%.

Liquidez - Vetanco S.A.

ARS '000	2014	2015	2016	2017	LTM Jun18
EBITDA Operativo	41.030	53.497	105.761	77.434	77.752
Caja e Inversiones Corrientes	9.956	18.214	16.684	18.782	13.810
Deuda Corto Plazo	51.475	55.800	59.112	92.552	107.851
Deuda Largo Plazo	11.883	24.115	31.711	6.920	20.910

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	0,8	1,0	1,8	0,8	0,7
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	1,0	1,3	2,1	1,0	0,8
Deuda Total / EBITDA	1,5	1,5	0,9	1,3	1,7

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

Vetanco obtiene financiamiento a través de diversas entidades bancarias como Banco Ciudad, Provincia, Nación, Itaú, Santander, Francés, Credicoop, etc. También tuvo una emisión en el mercado de capitales (ON Pyme por \$ 15 MM) que terminó de cancelar el 1º de octubre de 2018.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Vetanco S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

	NIIF 12 meses	NIIF 6 meses	NIIF 12 meses	NIIF 12 meses	NIIF 12 meses	NIIF 12 meses
	Año Móvil	jun-18	2017	2016	2015	2014

Rentabilidad

EBITDA Operativo	77.752	37.922	77.434	105.761	53.497	41.030
Margen de EBITDA	10,3	9,1	12,7	19,8	14,1	13,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	39,4	21,0	29,2	37,6	27,5	34,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(2,3)	(9,4)	1,1	(0,4)	(1,2)	2,4
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	39,8	62,9	27,3	46,3	30,2	20,5

Coberturas

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

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,7	0,7	1,1	0,9	1,6	1,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,7	1,7	1,3	0,9	1,5	1,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	1,5	1,0	0,7	1,2	1,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,7	1,7	1,3	0,9	1,5	1,5
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,5	1,5	1,0	0,7	1,2	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	25,3	28,7	21,1	27,1	29,2	32,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	83,8	83,8	93,0	65,1	69,8	81,2

Balance

Total Activos	668.828	668.828	461.089	350.479	283.673	218.178
Caja e Inversiones Corrientes	13.810	13.810	18.782	16.684	18.214	9.956
Deuda Corto Plazo	107.851	107.851	92.552	59.112	55.800	51.475
Deuda Largo Plazo	20.910	20.910	6.920	31.711	24.115	11.883
Deuda Total	128.761	128.761	99.471	90.823	79.915	63.358
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	128.761	128.761	99.471	90.823	79.915	63.358
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	128.761	128.761	99.471	90.823	79.915	63.358
Total Patrimonio	313.884	313.884	224.112	171.389	104.438	77.029
Total Capital Ajustado	442.645	442.645	323.583	262.212	184.353	140.387

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	145.600	74.472	74.443	75.563	29.761	27.596
Variación del Capital de Trabajo	(156.589)	(110.065)	(60.222)	(69.048)	(26.202)	(17.895)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(10.989)	(35.593)	14.220	6.514	3.559	9.701
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(6.343)	(3.698)	(7.400)	(8.832)	(8.113)	(2.377)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(17.332)	(39.291)	6.820	(2.318)	(4.554)	7.324
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	674	293	2.537	160	239	310
Otras Inversiones, Neto	(14.711)	4.384	(15.629)	(3.974)	(2.849)	(968)
Variación Neta de Deuda	29.612	29.289	8.648	10.908	16.557	(3.467)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(622)	0	0	22	0	(600)
Variación de Caja	(2.379)	(5.324)	2.376	4.797	9.393	2.599

Estado de Resultados

Ventas Netas	755.185	418.761	609.627	534.067	379.908	305.359
Variación de Ventas (%)	40,3	53,3	14,1	40,6	24,4	40,9
EBIT Operativo	71.081	35.119	71.249	99.992	48.649	37.473
Intereses Financieros Brutos	28.886	18.409	20.055	23.126	20.902	21.442
Resultado Neto	124.986	89.419	53.904	63.877	27.410	14.373

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.
- LTM: Últimos doce meses.

Anexo III. Características del Instrumento

Obligaciones Negociables PyME con garantía por hasta \$15 millones.

Monto: \$15 millones.

Fecha de vencimiento: 30 de septiembre de 2018.

Estas Obligaciones Negociables fueron totalmente canceladas en la fecha de vencimiento.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN 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 **5 de noviembre de 2018**, confirmó(*) la calificación de Vetanco S.A. en **BBB(arg)**.

La perspectiva es **Estable**.

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 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. 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 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 Fondo 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. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

Fuentes

La calificación se determinó en base a información cuantitativa y cualitativa disponible en cnv.gov.ar:

- Estados contables anuales hasta el 31/12/2017. Auditor externo: Rafael A. Galanternik.
- Estados contables trimestrales hasta el 30/06/2018. Auditor externo: Rafael A. Galanternik.

También se analizó la siguiente información de carácter privado suministrada por el emisor:

- Información de gestión.

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 LÍDER 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 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.