

Asociados Don Mario S.A. (Don Mario) Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor	A+(arg)
ON Simples Serie IV por h/ USD 10MM (ampliable h/ USD 20MM)	A+(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Consolidado	30/09/2018	31/12/2017
(\$ miles)	LTM	12 Meses
Total Activos	6.620.315	3.594.201
Deuda Financiera	3.642.839	1.709.393
Ingresos	2.324.428	1.635.358
EBITDA	720.816	385.204
EBITDA (%)	31,0	23,6
Deuda Total / EBITDA	5,1	4,4
(Deuda Total -IRR) / EBITDA	4,8	4,3
(Deuda Neta Total -IRR) / EBITDA	4,7	1,3
EBITDA / Intereses	6,6	3,8

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

Natalia Burcez
Analista
+54 11 5235-8133
Natalia.burcez@fixscr.com

Analista Secundario

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

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
+54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Fuerte posición competitiva: Don Mario detenta una posición de liderazgo en el mercado local y alianzas estratégicas con las principales multinacionales que fortalecen la generación interna de caja. Fix considera que si bien las nuevas condiciones del mercado favorecen la rentabilidad del negocio, el entorno operacional continua desafiante con altos niveles de mercado no controlado, que alcanzan alrededor del 64% en el caso de la soja.

Reestructuración societaria: Asociados Don Mario es una subsidiaria del grupo GDM Holding S.A. con base en Uruguay, siendo Don Mario la principal compañía operativa del grupo con el 40% del EBITDA consolidado y el 80% de la deuda consolidada. Don Mario está llevando a cabo un proceso de reestructuración organizacional y desendeudamiento. La calificación contempla que hacia adelante la compañía solo mantenga deuda para financiar su propio ciclo operativo. Se espera que la estrategia financiera de Don Mario privilegie una estructura de capital conservadora, con un ratio Deuda total medido por EBITDA en torno a 3x y una cobertura de intereses por encima de 5x.

Flujo Libre Negativo (FFL): Don Mario se caracteriza por tener una generación de caja con una marcada estacionalidad en el último semestre del año y un FFL negativo recurrente. En 2017 la compañía generó un FGO por USD 27,8 millones. Esto le permitió cubrir las inversiones en investigación y desarrollo por USD 9,4 millones. No obstante, el Flujo de Fondos Libre (FFL) fue negativo por USDS 16,9 millones luego del pago de dividendos por USD 33,2 millones utilizados para afrontar el préstamo del Holding a raíz del cambio en la estructura de apalancamiento del Grupo.

Generación de flujo estacional: La evolución de la generación de flujo futuro depende de la inversión en investigación y desarrollo, y las alianzas estratégicas con los grandes jugadores del mercado. A sept'18 (año móvil), la compañía reportó un Flujo Generado por las Operaciones positivo de USD 16 millones. A la misma fecha, la compañía presentó necesidades de financiar capital de trabajo de USD 17 millones. El Flujo de Fondos Libre fue negativo por USD 4.8 millones.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación asignada contempla el desendeudamiento esperado a 2018 con un indicador de deuda a EBITDA debajo de 3x y una cobertura de intereses con EBITDA superior a 5x. La calificación podría verse presionada a la baja por una suba en el nivel de endeudamiento por una estrategia agresiva de crecimiento o una caída en la posición de liquidez.

Una suba de calificación podría derivar de una reducción de la deuda de Don Mario por debajo de 1,5x y una limitación del financiamiento a empresas no operativas del grupo. La sanción de la Ley de semillas es un evento disruptivo que podría llegar a revisar la calificación a la suba.

Liquidez y Estructura de Capital

Elevado nivel de deuda: A sept'18 la compañía reportó deuda por USD 89 millones, que se traduce en un nivel de deuda medido por EBITDA de 2.8x descendiendo desde 3,7x a Jun'18. FIX estima que a dic'18 Don Mario cancele toda la deuda de las compañías relacionadas y que la deuda se ubique en torno a USD 68 millones. A la misma fecha, el ratio de cobertura de intereses con EBITDA fue de 6.6x.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Asociados Don Mario S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	40,90	40,90	18,77	15,85	13,01
Tipo de Cambio Promedio	23,03	24,69	16,57	14,78	9,27
Período	Año Móvil	sep-18	2017	2016	2015 9M
	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	9 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	720.816	446.285	385.204	418.504	189.228
Margen de EBITDA	31,0	22,8	23,6	19,7	20,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	10,9	8,7	23,1	22,9	19,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(4,8)	(28,8)	(17,1)	10,3	(27,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	33,5	15,7	30,2	20,4	24,4

Coberturas

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

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	7,6	9,5	3,0	2,1	2,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,1	6,1	4,4	2,4	2,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,0	6,0	1,5	1,2	0,5
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	5,1	6,1	4,4	2,4	2,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	5,0	6,0	1,5	1,2	0,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,7	4,6	7,5	13,5	10,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	56,5	56,5	56,7	51,3	65,4

Balance

Total Activos	6.620.315	6.620.315	3.594.201	3.476.112	2.476.639
Caja e Inversiones Corrientes	49.177	49.177	1.138.436	506.574	590.863
Deuda Corto Plazo	2.057.933	2.057.933	969.803	513.128	473.868
Deuda Largo Plazo	1.584.906	1.584.906	739.590	487.575	250.665
Deuda Total	3.642.839	3.642.839	1.709.393	1.000.703	724.533
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.642.839	3.642.839	1.709.393	1.000.703	724.533
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.642.839	3.642.839	1.709.393	1.000.703	724.533
Total Patrimonio	782.244	782.244	719.250	1.039.524	844.391
Total Capital Ajustado	4.425.083	4.425.083	2.428.643	2.040.227	1.568.924

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	372.557	195.028	459.838	357.221	172.785
Variación del Capital de Trabajo	(393.677)	(678.800)	(34.167)	105.956	(262.016)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(21.120)	(483.772)	425.671	463.177	(89.231)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(64.558)	(53.992)	(155.726)	(244.085)	(82.212)
Dividendos	(25.600)	(25.600)	(550.000)	0	(83.811)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(111.278)	(563.364)	(280.055)	219.092	(255.254)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(1.309.258)	(1.506.161)	(363.815)	(563.900)	(114.385)
Variación Neta de Deuda	1.342.329	1.933.446	708.690	437.279	230.133
Variación Neta del Capital	13.465	0	13.465	(3.498)	192.318
Otros (Inversión y Financiación)	(37.075)	0	(49.694)	0	0
Variación de Caja	(101.817)	(136.079)	28.591	88.974	52.812

Estado de Resultados

Ventas Netas	2.324.428	1.954.241	1.635.358	2.121.064	934.620
Variación de Ventas (%)	0,0	54,5	(22,9)	499,6	(5,1)
EBIT Operativo	646.926	400.756	301.596	317.354	129.906
Intereses Financieros Brutos	109.922	93.165	101.754	109.678	58.637
Resultado Neto	260.260	88.594	265.955	198.631	131.747

Otros Indicadores

IRR	214.812	214.812	56.733	99.270	158.634
Deuda Total Neta de IRR	3.428.027	3.428.027	1.652.660	901.433	565.899
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	4,8	5,8	4,3	2,2	2,2
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	4,7	5,7	1,3	0,9	(0,1)
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	12,8	12,8	123,2	118,1	158,2

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- 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
- LTM: Últimos doce meses.
- FIX: FIX SCR afiliada de Fitch Ratings.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Clase/Serie IV

Monto Autorizado:	USD 20.000.000,00
Monto Emisión:	USD 20.000.000,00
Moneda de Emisión:	Dólar Americano
Fecha de Emisión:	11 de agosto de 2017
Fecha de Vencimiento:	11 de agosto de 2022
Amortización de Capital:	El 100% del valor nominal de las Obligaciones Negociables Serie IV será pagadero en cinco cuotas anuales del 20% del valor nominal de las Obligaciones Negociables cada una (11/08/2018, 11/08/2019, 11/08/2020, 11/08/2021 y 11/08/2022)
Tasa de Interés:	6,15%
Cronograma de Pago de Intereses:	Los Intereses serán pagaderos de forma semestral (11/02/2018, 11/08/2018, 11/02/2019, 11/08/2019, 11/02/2020, 11/08/2020, 11/02/2021, 11/08/2021, 11/02/2022 y 11/08/2022)
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	La Emisora podrá en cualquier momento adquirir las Obligaciones Negociables Serie IV en el mercado secundario, a cualquier precio, y podrá revender en cualquier momento, con el alcance y de la forma admitida por la normativa aplicable a la Sociedad. Cualquier Obligación Negociable Serie IV podrá ser cancelada conforme a los procedimientos establecidos por Caja de Valores
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 diciembre de 2018** confirmó* en Categoría **A+(arg)** la calificación del emisor de **Asociados Don Mario S. A** y la calificación de sus Obligaciones Negociables Simples Serie IV por hasta USD 10 millones (ampliable a USD 20 MM) emitidas por la compañía.

La Perspectiva es **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.

El presente Informe Resumido es complementario al Informe Integral de fecha 8 de octubre de 2018, disponible en www.fixscr.com. El informe contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del periodo bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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:

- Balances auditados hasta el 30/09/2018 (9 meses), disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte & Co SRL.
- Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Simples Serie IV.

Y adicionalmente la siguiente información privada:

- Información de gestión suministrada por la compañía.

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 de 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.