

## Disal S.A. (Disal)

### Informe Integral

#### Calificaciones

Emisor	A-(arg)
ON Serie I Clase B por hasta \$ 30 MM ampliable hasta \$ 50 MM	A-(arg)
ON Serie II Clase D por hasta \$ 15 MM ampliable hasta \$ 50 MM	A-(arg)
ON Serie III Clase F por hasta un monto de \$ 25 MM ampliable a \$ 35 MM (1)	A-(arg)

(1) En conjunto con la ON Clase E no podrán superar el monto total de \$ 70 MM

#### Perspectiva

Negativa

#### Resumen Financiero

Consolidado	31/01/2019	31/07/2018
(\$ millones)	6 meses(*)	12 Meses
Total Activos	3.301	1.899
Deuda Financiera	809	598
Ingresos	1.928	1.984
EBITDA	521	353
EBITDA (%)	27,0	17,8
Deuda Total / EBITDA	0,8	1,8
Deuda Neta Total / EBITDA	0,8	1,7
EBITDA / Intereses	6,8	5,4

(\*) Ajustado por inflación. No comparable con ejercicios anteriores.

#### Criterios

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

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

#### Analistas

##### Analista Principal

Natalia Burcez  
Analista  
+54 11 5235-8133  
[natalia.burcez@fixscr.com](mailto:natalia.burcez@fixscr.com)

##### Analista Secundario

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

##### Responsable del sector

Cecilia Minguillon  
Director Senior  
+54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

#### Factores relevantes de la calificación

**Perspectiva negativa:** FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX – asignó perspectiva negativa a Disal S.A. (Disal) debido a que esperamos un debilitamiento en las coberturas de intereses medidas con EBITDA en un contexto de demanda deprimida y elevadas tasas de interés. Asimismo, FIX espera menores márgenes producto de un incremento en costos, teniendo en cuenta que 60% se encuentra denominado en dólares.

**Flujo de Fondos Libres negativo:** Históricamente Disal ha presentado Flujo Generado por Operaciones (FGO) positivo, pero con Flujo de Fondos Libres negativo (FFL) producto de las elevadas necesidades de capital de trabajo. Durante 2018 la compañía realizó inversiones de capital por \$130 millones, que incluyen la compra de Colorín. Para el ejercicio 2019 FIX estima que estén en torno a los \$100 millones, normalizándose en \$60 millones para los próximos ejercicios. Hacia adelante, FIX espera que Disal continúe mostrando un sólido FGO, aunque con FFL negativos debido a las elevadas necesidades de capital de trabajo.

**Mayor nivel de endeudamiento esperado:** Disal presenta una estructura de capital más agresiva luego de la compra de Colorín, La transacción involucró endeudamiento bancario adicional cercano a US\$ 17 millones. A enero 2019 la deuda financiera total era de \$848 millones, 87% corresponde a préstamos bancarios, el 8% a Obligaciones Negociables y el remanente a deuda con compañías relacionadas y arrendamientos financieros. En septiembre 2019 tienen lugar los vencimientos de las ON Clase D y Clase B por un servicio de deuda total (capital + intereses) en torno a \$16 millones. La ON Clase F amortiza en dos cuotas en 2020 por un servicio de deuda total estimado en torno a \$25 millones. El 84% de la deuda financiera total se encuentra denominada en moneda extranjera.

**Sólido posicionamiento con fuerte participación de mercado:** Disal mantiene un fuerte posicionamiento de su marca Tersuave, que cuenta con una trayectoria de más de 50 años en Argentina. La compañía ha expandido sus operaciones dentro del país, aumentando su presencia regional y mejorando su red de distribución, lo cual le ha permitido mantener su competitividad y participación de mercado. FIX considera que Disal realizó una buena gestión de tras la adquisición de Colorín que permitió mitigar los efectos del contexto macroeconómico adverso durante 2018. Esto se vislumbra en la participación de mercado que alcanzó el 15% consolidado y la estabilidad en los márgenes.

#### Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada a la baja por una caída significativa en la generación de fondos producto del entorno macroeconómico que debilite la demanda. No vislumbramos una suba de calificación en el mediano plazo.

#### Liquidez y estructura de capital

**Débil posición de liquidez:** Disal opera con una baja liquidez, a enero 2019 la posición de caja y equivalentes era de \$21 millones y cubría el 6,6% de la deuda corriente. No obstante, esto se encuentra parcialmente mitigado ya que la compañía cuenta con líneas bancarias disponibles por \$250 millones.

## Perfil de negocio

Disal S.A. (Disal) es una compañía orientada a fabricación de pinturas; barnices y productos de revestimientos similares; tintas de imprenta y masillas. Su actividad secundaria consiste en fabricación de productos químicos.

A partir de febrero 2018, tras la adquisición de Colorín Industria de Materiales Sintéticos S.A. (Colorín), Disal comercializa a través de dos marcas: Tersuave y Colorín. Ambas cuentan con más de 50 años de trayectoria y con una elevada diversificación geográfica en el país. Históricamente las ventas han mostrado una concentración casi en su totalidad en el mercado interno. Hacia adelante no esperamos que esta tendencia cambie. La consolidación de las compañías genera para Disal una mejor posición competitiva y un mayor alcance geográfico en Buenos Aires y el litoral, mientras que para Colorín el mayor beneficio proviene de las sinergias de su integración con Disal.

A partir de la consolidación de las compañías, la posición competitiva de Disal se consolidó y durante 2018 tuvo una participación de mercado en torno al 15%.

## Ventas

Disal posee tres canales de ventas, con distintas características: pinturerías, ferreterías y corralones, y cadenas de homecenters. El 80% de las ventas provienen del canal de pinturerías tradicionales. A pesar de que Disal no cuenta con una cadena propia de pinturerías, mantiene acuerdos comerciales con diversos puntos de venta asociados de manera histórica.

La compañía presenta una demanda estacional con una mayor concentración en los meses de septiembre a diciembre y se encuentran correlacionadas con el nivel de actividad económica del país

## Plantas de producción, almacenamiento y distribución

Disal S.A. cuenta con un predio de más de 15.000 m<sup>2</sup> ubicada en la provincia de San Luis localidad de Villa Mercedes, que se encuentra compuesta por cuatro plantas dedicadas a distintos productos:

- Fabricación y envasado de productos en base solvente
- Fabricación y envasado de productos en base acuosa
- Fabricación de resinas
- Fabricación de emulsiones

La capacidad instalada actual de la sede productiva de Villa Mercedes se encuentra en el 68% de la capacidad total, en línea con la historia.

## Estructura de costos

FIX considera que la compañía posee un descalce de moneda entre las ventas en pesos y una estructura de costos denominada en un 60% en dólares mitigado parcialmente por un elevado traspaso de costos a precios que se refleja en márgenes de rentabilidad históricamente estables. La compra de materia prima representa el principal costo de la compañía, alcanzando el 66% de los costos totales y el 59% de las ventas.

## Administración y calidad de los accionistas

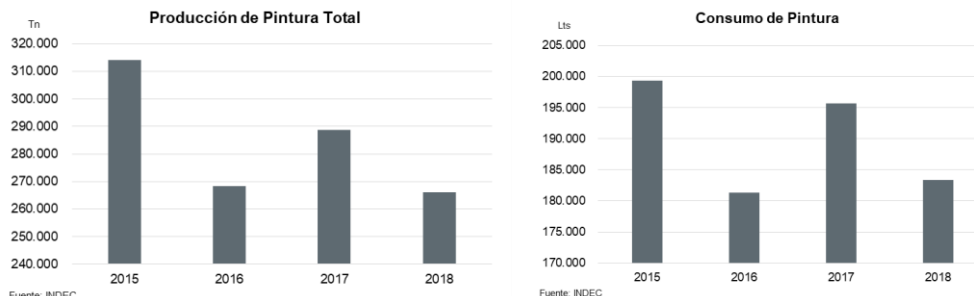
DISAL es una empresa familiar de capitales nacionales. Históricamente la compañía ha sido administrada en forma conservadora, con expansiones graduales financiadas fundamentalmente con el flujo generado por el negocio y niveles de endeudamiento a EBITDA que se han mantenido en niveles muy conservadores.

FIX considera que Disal realizó una buena gestión de tras la adquisición de Colorín que permitió mitigar los efectos del contexto macroeconómico adverso durante 2018.

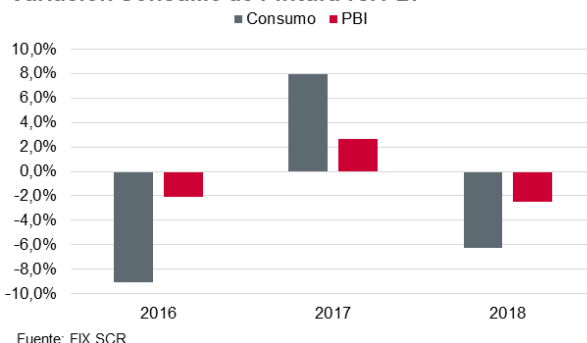
Los balances son presentados bajo normas NIIF.

## Riesgos del sector

La actividad de fabricación y venta de pinturas presenta una elevada correlación con el nivel de actividad económica particularmente con la dinámica de los sectores de consumo masivo y de construcción y viviendas. En los últimos tres años el consumo de pintura ha mostrado una mayor volatilidad respecto a la evolución del PBI en torno a 3.0x. Durante 2018 la producción y el consumo de pintura cayeron un 9% y 6% interanual respectivamente.



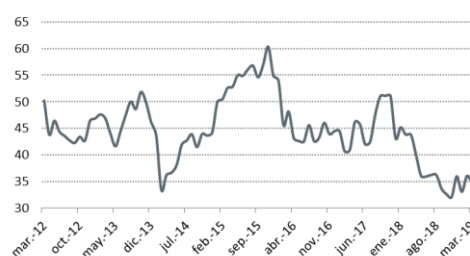
## Variación Consumo de Pintura vs. PBI



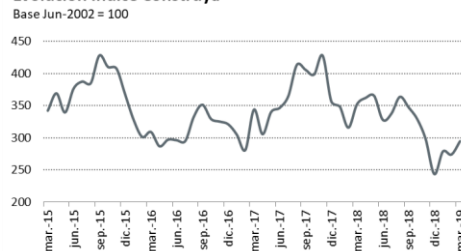
Durante el 2018, los márgenes del sector consumo masivo se mantuvieron debilitados por una combinación de altas tasas de interés, depreciación del peso y un bajo nivel de actividad sectorial que presionó sobre la estructura de costos fijos de las compañías. Hacia adelante, FIX espera que las coberturas de intereses continúen presionadas.

El nivel de actividad de construcción se mantiene deprimido desde el último trimestre de 2017. A marzo el Índice Construya muestra una caída interanual del 16,3% y FIX estima que durante los próximos dos años el nivel de actividad sectorial se mantenga por debajo de su promedio histórico.

## Índice de Confianza del Consumidor Nacional



## Evolución Índice Construya



## Posición competitiva

FIX considera que el sector de fabricantes de pintura en Argentina se encuentra concentrado ya que las cuatro empresas más grandes (Alba, Sintoplast, Tersuave/Colorín y Sherwin Williams) poseen el 74% de la participación de mercado. A diciembre 2018 Disal alcanzó una participación de mercado por encima del 15%. Las sinergias generadas tras la compra de Colorín le permitieron a Disal ampliar la escala de operaciones, diversificar productos e ingresar a nuevos mercados.

## Factores de riesgo

- **Descalce de moneda:** La compañía presenta el 82% de su deuda financiera y el 60% de sus costos en moneda extranjera, mientras que los ingresos se concentran en el mercado interno en pesos. Esto se encuentra parcialmente mitigado, porque históricamente la compañía logró trasladar los incrementos en costos.
- **Débil posición de liquidez:** La posición de caja a enero 2019 cubría sólo el 6,6% de la deuda corriente.

## Perfil Financiero

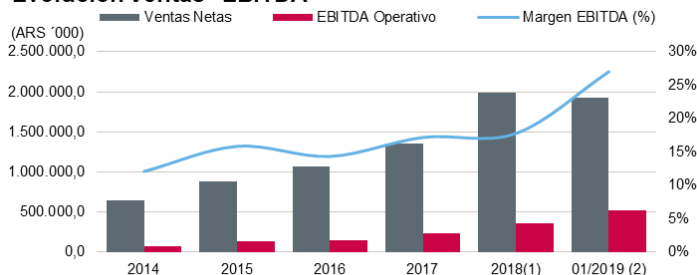
### Rentabilidad

Disal ha presentado históricamente márgenes de rentabilidad estables en torno al 16,3%. Las ventas y el EBITDA de la compañía para el ejercicio finalizado en julio de 2018 fueron de \$ 1.984 millones y \$ 353 millones respectivamente. En dicho periodo las ventas reales crecieron un 12% aunque sin considerar la consolidación de Colorín las ventas presentaron una caída real del 5,5%.

Durante el primer semestre del ejercicio 2019 Disal individual detentó ventas por \$1.380 millones con una caída real de ventas del 2% explicado principalmente por una caída en los litros vendidos mitigado por un incremento en los precios de venta. En términos consolidados durante el último semestre los litros vendidos por la compañía cayeron por encima de la caída de la industria. No obstante Disal presenta márgenes de rentabilidad estables producto de una adecuada flexibilidad operativa.

Para el ejercicio 2019 FIX espera una caída en las ventas en litros, en torno a más de 3.0x la caída del PBI y que los precios de venta se ajusten levemente por debajo de la inflación, con márgenes en torno al 15%, por debajo del promedio de los últimos cuatro años que fue de 16,3%.

### Evolución Ventas - EBITDA



(1) En 02/2018 adquirió Colorín.

(2) Ajustado por inflación.

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

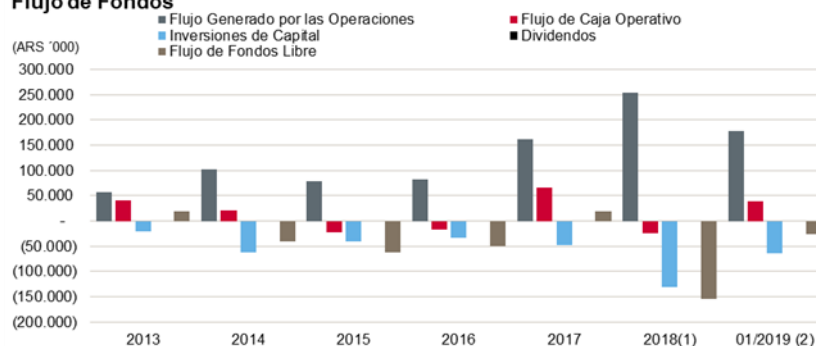
### Flujo de fondos

Históricamente el Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de la compañía fue positivo con un Flujo de Fondos Libres (FFL) negativo por las elevadas necesidades de capital de trabajo. A julio 2018 el FFL de Disal fue de \$ 154 millones negativo, producto de las elevadas inversiones por

\$130 millones, que incluyen la compra de Colorín. La compañía históricamente no distribuye dividendos.

A enero 2019 (6 meses) el Flujo Generado por las Operaciones (FGO) fue de \$ 178 millones. Las inversiones de capital fueron de \$65 millones y esperan que durante el segundo semestre del ejercicio las inversiones superen los \$100 millones normalizándose en torno a \$60 millones en los siguientes años. Hacia adelante, FIX espera que Disal continúe mostrando un sólido FGO, aunque con FFL negativos debido a las elevadas necesidades de capital de trabajo.

### Flujo de Fondos

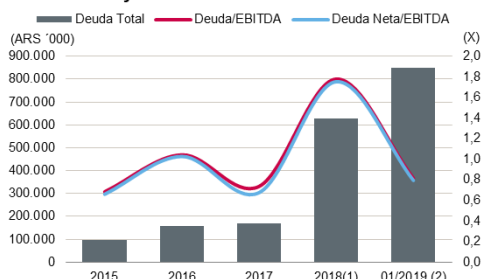


(1) En 02/2018 adquirió Colorín.  
(2) Ajustado por inflación.  
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Liquidez y estructura de capital

Disal S.A. ha presentado históricamente una estructura de capital adecuada, con un endeudamiento en promedio de 1.0x EBITDA y holgadas coberturas de intereses. La deuda financiera total ajustada a enero 2019 era de \$ 848 millones, compuesto 83,37% por préstamos bancarios, 7,90% por Obligaciones Negociables, 4,6% corresponde a descuento de cheques y el resto por préstamos con compañías relacionadas y arrendamientos financieros. El 84,2% de la deuda se encuentra denominada en dólares. En septiembre 2019 tienen lugar los vencimientos de las ON Clase D y Clase B por un servicio de deuda total (capital + intereses) en torno a \$16 millones. La ON Clase F amortiza en dos cuotas en 2020 por un servicio de deuda total estimado en torno a \$25 millones. FIX estima que la compañía podrá afrontar dicho servicios de deuda con una combinación de flujo operativo y endeudamiento bancario. FIX espera que al cierre del ejercicio 2019 Disal presentará coberturas de intereses debilitadas.

### Deuda Total y Endeudamiento



(1) En 02/2018 adquirió Colorín.  
(2) Ajustado por inflación.  
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

ARS '000	2018	(%)	ene-19	(%)
Deuda Bancaria	636.590	83,8	707.056	87,4
Obligaciones Negociables	91.131	12,0	66.968	8,3
Con compañías relacionadas	25.067	3,3	31.034	3,8
Acreedores por leasing	6.858	0,9	4.301	0,5
Otros				
<b>Deuda Total</b>	<b>759.646</b>	<b>100</b>	<b>809.359</b>	<b>100</b>
Deuda en Pesos	142.898	18,8	127.484	15,8
Deuda en moneda Extranjera	616.748	81,2	681.875	84,2

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Capitalización enero 2019

ARS '000		
Deuda de Corto Plazo	318.397	15%
Deuda de Largo Plazo	490.962	23%
Otros	39.039	2%
Deuda Total Ajustada	848.398	40%
Total Patrimonio	1.262.255	60%
Total Capital Ajustado	2.110.653	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Disal opera con una baja liquidez, a enero 2019 la posición de caja y equivalentes era de \$21 millones y cubría el 6,6% de la deuda corriente.

Hacia adelante, se espera que Disal continúe con una liquidez ajustada.

**Liquidez - Disal S.A.**

ARS '000	2013	2014	2015	2016	2017	2018(1)	01/2019 (2)
EBITDA Operativo	55.664	77.550	139.302	152.401	231.669	352.671	521.262
Caja e Inversiones Corrientes	48.252	9.725	3.397	2.336	14.075	8.940	20.896
Deuda Corto Plazo	11.231	12.515	52.505	95.570	73.030	148.922	318.397
Deuda Largo Plazo	30.067	24.576	42.716	47.647	68.200	449.214	490.962

**Indicadores Crediticios**

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

(1) En 02/2018 Disal adquirió Colorín.

(2) Ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Fondeo y flexibilidad financiera

Disal cuenta con un probado acceso a diversas fuentes de financiamiento. Actualmente cuenta con préstamos de los bancos: Galicia, Santander Río, BST, BAPRO, Córdoba, entre otros. Además cuenta con acceso al Mercado de Capitales y soporte de accionistas.

A marzo 2019 la compañía contaba con líneas bancarias disponibles en torno a \$250 millones.

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Disal S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en julio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NIIF ene-19 6 meses (2)	NIIF 2018 12 meses (1)	NIIF 2017 12 meses	NIIF 2016 12 meses	NIIF 2015 12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	521.262	352.671	231.669	152.401	139.302
EBITDAR Operativo	521.262	352.671	231.669	152.401	139.302
Margen de EBITDA	27,0	17,8	17,2	14,3	15,8
Margen de EBITDAR	27,0	17,8	17,2	14,3	15,8
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,1	27,4	34,2	27,1	26,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	(1,3)	(7,8)	1,4	(4,6)	(7,0)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	40,2	20,1	32,6	12,7	26,3
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,3	4,9	4,4	2,7	4,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,8	5,4	4,9	3,2	6,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	6,8	5,4	4,9	3,2	6,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,3	1,7	1,9	1,1	1,9
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,3	1,7	1,9	1,1	1,9
FGO / Cargos Fijos	3,3	4,9	4,4	2,7	4,8
FFL / Servicio de Deuda	0,2	(0,4)	0,6	(0,0)	(0,6)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	(0,4)	0,7	0,0	(0,5)
FCO / Inversiones de Capital	0,6	(0,2)	1,4	(0,5)	(0,5)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,7	2,0	0,8	1,2	1,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	1,8	0,7	1,0	0,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	1,7	0,5	0,9	0,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,8	1,8	0,7	1,0	0,7
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,8	1,8	0,7	1,0	0,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	21,7	17,5	33,1	39,8	31,1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	39,3	24,9	51,7	66,7	55,1
<b>Balance</b>					
Total Activos	3.300.591	1.898.655	949.628	727.885	601.334
Caja e Inversiones Corrientes	20.896	8.940	14.075	2.336	3.397
Deuda Corto Plazo	318.397	148.922	73.030	95.570	52.505
Deuda Largo Plazo	490.962	449.214	68.200	47.647	42.716
Deuda Total	809.359	598.136	141.230	143.217	95.221
Deuda Fuera de Balance	39.039	29.207	29.234	15.704	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	848.398	627.343	170.464	158.921	95.221
Total Patrimonio	1.262.255	533.341	442.970	318.910	280.916
Total Capital Ajustado	2.110.653	1.160.684	613.433	477.830	376.136
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	178.720	253.684	162.393	81.893	79.076
Variación del Capital de Trabajo	(139.903)	(277.633)	(95.872)	(98.760)	(100.652)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	38.817	(23.949)	66.521	(16.866)	(21.576)
Inversiones de Capital	(64.444)	(130.083)	(47.007)	(32.401)	(39.993)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(25.627)	(154.032)	19.514	(49.267)	(61.569)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	7.114	(62.929)	(1.371)	3.461	495
Otras Inversiones, Neto	(10.990)	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	39.021	211.826	(6.404)	44.746	54.745
Variación de Caja	9.542	(5.135)	11.738	(1.060)	(6.329)
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	1.928.306	1.984.131	1.348.325	1.063.385	879.394
Variación de Ventas (%)		47,2	26,8	20,9	37,0
EBIT Operativo	483.518	324.441	214.218	136.213	125.316
Intereses Financieros Brutos	76.332	64.712	47.142	47.491	20.575
Resultado Neto	180.310	98.004	124.060	37.993	65.355

(1) A partir de 2018 consolida con Colorín.

(2) Ajustado por inflación. No comparable con ejercicios anteriores

## 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
- NCP: Normas Contables Profesionales de aplicación local.
- NIIF: Normas internacionales de información financiera.
- PBI: Producto Bruto Interno
- *Homecenter*: Tienda de gran tamaño que comercializa artículos para el hogar.

## Anexo III. Características de los instrumentos

### Obligación Negociable Serie I Clase B

Monto Autorizado:	Por hasta \$ 30 MM ampliable hasta \$ 50 MM
Monto Emisión:	\$ 30.000.000
Moneda de Emisión:	Pesos argentinos
Fecha de Emisión:	23/09/2014
Fecha de Vencimiento:	26/09/2019
Amortización de Capital:	26/03/2018, 26/09/2018, 26/03/2019 y 26/09/2019
Intereses:	BADLAR + 6,0% 29/12/2014, 31/03/2015, 30/06/2015, 30/09/2015, 29/12/2015, 25/03/2016, 30/06/2016, 30/09/2016, 29/12/2016, 31/03/2017, 30/06/2017, 29/09/2017, 29/12/2017, 26/03/2018, 29/06/2018, 26/09/2018, 28/12/2018, 26/03/2019, 28/06/2019 y 24/09/2019
Cronograma de Pago de Intereses:	
Destino de los fondos:	Los fondos netos obtenidos por la colocación de las ON Serie I serán aplicados para uno o más de los siguientes fines: (a) Capital de trabajo en la Argentina; (b) Cancelación de pasivos; y c) Inversiones en activos físicos ubicados en el país
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	La emisora podrá rescatar parcial o totalmente en forma anticipada sus obligaciones negociables en las siguientes condiciones: PARCIALMENTE: En cualquier momento después de ciento ochenta (180) días contados a partir de la fecha de emisión y hasta el 90% del monto total de la emisión; TOTALMENTE: En cualquier momento a partir de la finalización del primer año contado a partir de la fecha de emisión. El o los rescates anticipados deberán efectuarse al cien por cien (100%) de su valor nominal residual, más los intereses efectivamente devengados hasta la fecha de rescate, debiendo la Emisora dar aviso a los Obligacionistas mediante publicación por tres días en el Boletín diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, con una anticipación mínima de 30 días corridos a la fecha del inicio del rescate en la que se pondrán a disposición de los obligacionistas los importes correspondientes al capital y renta devengada hasta la fecha de rescate
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA



## Obligación Negociable Serie II Clase D

Monto Autorizado:	Por hasta \$ 15 MM ampliable hasta \$ 50 MM
Monto Emisión:	\$ 13.500.000
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	24/09/2015
Fecha de Vencimiento:	29/09/2019
Amortización de Capital:	29/03/2019 y 29/09/2019
Intereses:	BADLAR +5,95%
Cronograma de Pago de Intereses:	29/12/2015, 29/03/2016, 29/06/2016, 29/09/2016, 29/12/2016, 29/03/2017, 29/06/2017, 29/09/2017, 29/12/2017, 29/03/2018, 29/06/2018, 29/09/2018, 29/12/2018, 29/03/2019, 29/06/2019 y 29/09/2019
Destino de los fondos:	Los fondos netos obtenidos por la colocación de las ON Serie I serán aplicados para uno o más de los siguientes fines: (a) Capital de trabajo en la Argentina; (b) Cancelación de pasivos; y c) Inversiones en activos físicos ubicados en el país
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	La emisora podrá rescatar parcial o totalmente en forma anticipada sus obligaciones negociables en las siguientes condiciones: PARCIALMENTE: En cualquier momento después de ciento ochenta (180) días contados a partir de la fecha de emisión y hasta el 90% del monto total de la emisión; TOTALMENTE: En cualquier momento a partir de la finalización del primer año contado a partir de la fecha de emisión. El o los rescates anticipados deberán efectuarse de acuerdo con lo siguiente: (i) las Obligaciones Negociables Clase C, serán rescatadas al 102% de su valor nominal residual, más los intereses efectivamente devengados hasta la fecha de rescate; y (ii) las Obligaciones Negociables Clase D, serán rescatadas al 105% de su valor nominal residual, más los intereses efectivamente devengados hasta la fecha de rescate. En todos los casos la Emisora deberá dar aviso a los Obligacionistas mediante publicación por tres días en el Boletín diario de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires y en la AIF, con una anticipación mínima de 30 días corridos a la fecha del inicio del rescate en la que se pondrán a disposición de los obligacionistas los importes correspondientes al capital y renta devengada hasta la fecha de rescate
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

## Obligación Negociable Serie III Clase F

Monto Autorizado:	Por hasta un monto de \$ 25 MM ampliable a \$ 35 MM (1)
Monto Emisión:	\$ 22.200.000
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	15/11/2016
Fecha de Vencimiento:	15/11/2020
Amortización de Capital:	15/05/2020 y 15/11/2020
Intereses:	BADLAR + 5,8%
Cronograma de Pago de Intereses:	15/02/2017, 15/05/2017, 15/08/2017, 15/11/2017, 15/02/2018, 15/05/2018, 15/08/2018, 15/11/2018, 15/02/2019, 15/05/2019, 15/08/2019, 15/11/2019, 15/02/2020, 15/05/2020, 15/08/2020 y 15/11/2020
Destino de los fondos:	Los fondos netos obtenidos por la colocación de las ON Serie I serán aplicados para uno o más de los siguientes fines: (a) Capital de trabajo en la Argentina; (b) Cancelación de pasivos; y c) Inversiones en activos físicos ubicados en el país
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	La emisora podrá rescatar parcial o totalmente en forma anticipada en las siguientes condiciones: (i) Parcialmente: en cualquier momento después de ciento ochenta (180) días contados a partir de la Fecha de Emisión y Liquidación y hasta el 90% del monto total de la emisión; (ii) Totalmente: En cualquier momento a partir de la finalización del primer año contado a partir de la Fecha de Emisión y Liquidación. Las Obligaciones Negociables Clase F serán rescatadas al 105% de su valor nominal residual, más los intereses efectivamente devengados hasta la fecha de rescate. En todos los casos la Emisora deberá dar aviso a los Obligacionistas mediante publicación por tres días en el Boletín Diario de la BCBA y en la AIF, con una anticipación mínima de 30 días corridos a la fecha del inicio del rescate en la que se pondrán a disposición de los obligacionistas los importes correspondientes al capital y renta devengada hasta la fecha de rescate.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

(1) En conjunto las ON Clase E y Clase F no podrán superar el monto total de \$70 MM

## 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 **29 de abril de 2019** confirmó\* en categoría A-(arg) a la calificación de Disal S.A. y a las siguientes Obligaciones Negociables emitidas por la compañía:

- ON Serie I Clase B por hasta \$ 30 MM ampliable hasta \$ 50 MM.
- ON Serie II Clase D por hasta \$ 15 MM ampliable hasta \$ 50 MM.
- ON Serie III Clase F por hasta un monto de \$ 25 MM ampliable a \$ 35 MM (1)

(1) En conjunto con la ON Clase E y no podrá superar el monto total de \$70 MM

La perspectiva es Negativa.

**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 altera la definición de la categoría correspondiente a la cual se los añade.

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.

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)".

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

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

- Estados contables hasta el 31/01/2018, disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar). Auditor externo a la fecha del último balance: Marcelo Alejandro Rittatore MAT.PROF. 982 CPCE (S.L.) y Rodolfo Constantino Onofri MAT 10-10646-2 CPCE (CBA).
- Prospecto de Emisión de Programa de Obligaciones Negociables disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Suplemento de Obligaciones Negociables Serie I, Serie II y Serie III, disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).

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 TODC 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.