

Red Surcos S.A. (Red Surcos)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	BBB (arg)
ON Pyme Serie I Clase Pesos por hasta \$100MM	BBB (arg)
ON Pyme Serie I Clase Dólar por hasta \$ 100MM (o su equivalente en dólares)	BBB (arg)
ON Serie II Clase Dólar por hasta USD 10MM ampliable a USD 20MM	BBB (arg)
ON Serie III Clase Pesos y Clase Dólar por hasta USD 5MM ampliable USD 10MM	A3 (arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Consolidado (\$ miles)	30/02/2019* (6 meses)	31/08/2018 Anual
Total Activos	6.547.909	4.913.608
Deuda Financiera	4.268.626	3.286.853
Ingresos	2.816.545	3.100.076
EBITDA	854.107	1.326.037
EBITDA (%)	30,3	42,8
Deuda Total / EBITDA	2,5	2,5
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	2,5	2,5
(Deuda Neta Total - IRR) / EBITDA	2,5	2,4
EBITDA / Intereses	1,6	4,0

La información con (*) se encuentra ajustada por inflación y no es comparable con períodos anteriores.

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

Agustina Bourel
Analista
+54 11 5235-8125
agustina.bourel@fixscr.com

Analista Secundario

Mariano De Sousa
Analista
+54 11 5235-8141
mariano.desousa@fixscr.com

Responsable del sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Perspectiva estable: La perspectiva estable refleja la buena y sostenida posición competitiva de Red Surcos en la producción y venta de agroquímicos en Argentina, a pesar de su acotada liquidez y flexibilidad financiera en un contexto de condiciones de liquidez más duras. Hacia adelante, FIX espera que los precios de agroquímicos se mantengan altos y que el crecimiento de deuda vaya acompañado de mayores ventas y aumentos en la rentabilidad. Hacia el cierre del ejercicio 2019, FIX espera ratios de deuda/EBITDA de 1,3x y cobertura de intereses por 4,0x.

Negocio cíclico y necesidades de capital de trabajo elevadas: La venta de agroinsumos presenta una fuerte ciclicidad de las ventas en función del ciclo productivo agrícola, que le demandan altas necesidades de capital de trabajo para el financiamiento de ventas a los productores. Red Surcos presenta un pico máximo de necesidades de financiar capital de trabajo en el último trimestre finalizado en agosto y luego decrecen para volver a crecer gradualmente. A feb'19 el Flujo Generado por Operaciones (FGO) fue positivo por USD 9,6 MM y las necesidades de capital de trabajo fueron de USD 5,6 MM. Como consecuencia el Flujo de Fondos Libres (FFL) fue positivo. No obstante, FIX espera que la compañía cierre el ejercicio 2019 con Flujo de Fondos Libres (FFL) negativo.

Acotada flexibilidad financiera: Red Surcos presenta una acotada flexibilidad financiera derivado de un elevado nivel de apalancamiento, una escala mediana de operaciones y un alto porcentaje de descuento de cheques. Cabe destacar que las ventas de la compañía están respaldadas por cheques que luego se descuentan y se vuelcan en el mercado de capitales o se utilizan para garantizar líneas bancarias. Asimismo, la cartera de créditos de Red Surcos está garantizada por un seguro. El índice de incobrabilidad es de 0,60%. La compañía planea la emisión de un fideicomiso de facturas con cheques atrás de aproximadamente USD 9,5 MM y la emisión de la ON serie III Clase Dólares y Pesos para financiar capital de trabajo.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación incorpora un entorno con condiciones de liquidez más duras. Una agresiva estrategia de crecimiento con elevados niveles de apalancamiento que derive en un debilitamiento de la estructura patrimonial podría derivar en una baja de la calificación. Por el contrario, una buena cobertura de intereses con una reducción de endeudamiento que derive en una estructura de capital más conservadora con una recomposición de su patrimonio neto y un Flujo de Fondos Libres (FFL) positivos a lo largo del tiempo, con mantenimiento del posicionamiento podrían tener un impacto crediticio positivo.

Liquidez y Estructura de Capital

Estructura de capital apalancada y acotada liquidez: A feb'19, Red Surcos registraba deuda financiera por USD 109 MM con una concentración del 80% en el corto plazo. El 51% de la deuda total correspondía a préstamos bancarios en dólares y el 32% a valores de pago diferido, debido a la fuerte estrategia de financiamiento a clientes. Según información de gestión a may'19 la caja era de USD 3,9 MM. El 27 de junio de 2019, Red Surcos presenta el vencimiento de la ON Pyme Serie I Clase dólar y pesos por un total de USD 5,3 MM. La calificación incorpora que las mismas serán pagadas en tiempo y forma. Hacia el cierre del ejercicio 2019, FIX espera que la deuda total se ubique en USD 92 MM.

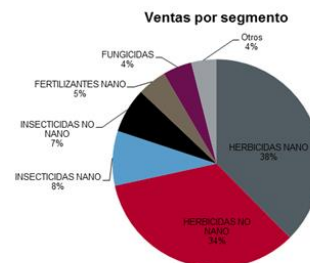
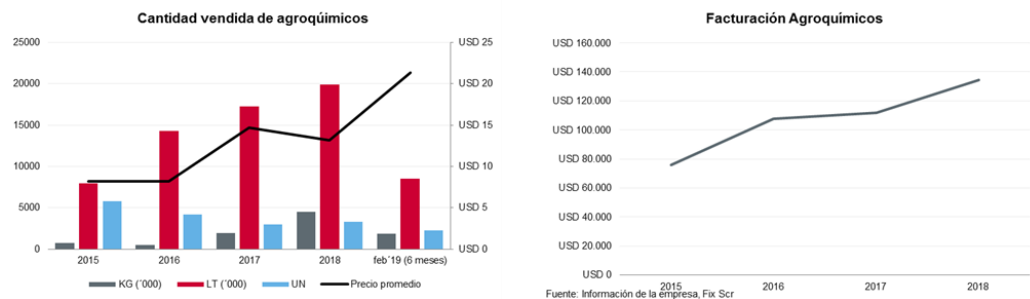
Perfil del Negocio

Red Surcos es una compañía de capitales argentinos dedicada al desarrollo, la producción y la comercialización de insumos para el sector agrícola. El foco de la compañía está en el desarrollo de fitosanitarios con nanotecnología que aporten valor agregado a la producción agrícola al mismo tiempo que disminuyen el impacto ambiental.

La compañía, abastece a su red comercial, conformada por depósitos propios y una extensa red de distribución ubicadas en localidades estratégicas del territorio argentino. Asimismo, cuenta con dos plantas industriales en Buenos Aires y Santa Fe donde se elaboran de forma exclusiva los productos de la marca Red Surcos y dos centros de acopio y comercialización en Capitán Sarmiento y Santo Tomé. Además, cuenta con presencia en los mercados de Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia a través de oficinas o representantes comerciales. Aproximadamente, el 10% de la facturación total son exportaciones dirigidas a estos mercados.

Ventas

A partir de 2008 la compañía se ha focalizado en la producción de productos que incorporan mayor tecnología, mejorando su mix de producto a través de la introducción de formulaciones más rentables, en consecuencia, la evolución de los márgenes ha ido en incremento. En el ejercicio 2018 el 96% de la facturación de Red Surcos fue por la venta de agroquímicos, siendo los herbicidas el principal segmento, con el 72% de la facturación total de agroquímicos. Debido a la continua incorporación de nuevos productos con nanotecnología y a la agresiva estrategia de financiamiento a clientes, la compañía registró un fuerte aumento de ventas durante los últimos años.



Comercialización

La comercialización de los productos de Red Surcos en Argentina se realiza a través de una red de 25 sucursales distribuidas en la zona agrícola del país, también cuenta con presencia comercial en Bolivia, Colombia, Paraguay y Uruguay. A través de la diversificación geográfica, la compañía busca la exposición a diferentes tipos de cultivos, a la vez que diversifica riesgos por eventos climáticos. No obstante, el 70% de los clientes se encuentran distribuidos en Santa Fé, Buenos Aires y Córdoba.

Cientes

Red Surcos financia las ventas de sus productos principalmente con préstamos bancarios garantizados con cheques, líneas bancarias en dólares y con el mercado de capitales a través de la emisión de Obligaciones Negociables y Fideicomisos Financieros.

Red Surcos opera con una base diversificada de clientes. De un portafolio total de aproximadamente 4.000 cuentas activas, ninguno supera más del 3% de las ventas individualmente.

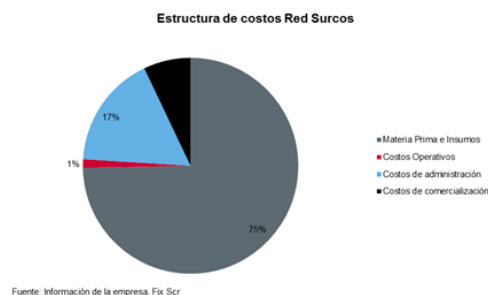
Las cobranzas de Red Surcos se componen en un 65% con cheques de pago diferido, 20% con canje de cereales, 10% con tarjetas agropecuarias y el 5% restante con transferencias, canjes de productos y otros. Desde agosto de 2015, los créditos se encuentran asegurados por COFACE por riesgo de impago. Según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

Proveedores

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

Estructura de costos

Red Surcos presenta una adecuada flexibilidad operativa. El costo asociado a la compra de materia prima para la producción de agroquímicos representa aproximadamente el 75% de los costos totales.



Posición competitiva

Red Surcos opera en un mercado altamente competitivo y con altas barreras de entrada, por patentes y procesos de registros, liderado por multinacionales y con una atomización moderada. El mercado fitosanitario argentino es de aproximadamente USD 2,6 billones. Actualmente, Red Surcos cuenta con una participación del 6%, mientras que en el 2017 la misma era de 4%. La compañía logró incrementar su posición competitiva a través del patentamiento de agroquímicos con nanotecnología en Argentina, Brasil y algunos países de Europa. Hacia adelante, Red Surcos piensa continuar lanzando productos con esta tecnología y seguir creciendo en participación de mercado.

Estrategia

La estrategia de Red Surcos se focaliza en la mejora de la rentabilidad mediante el desarrollo de productos nanotecnológicos de alto valor agregado e ir reemplazando los productos tradicionales por productos con nanotecnología. Para ello, Red Surcos cuenta con laboratorios propios que

incursionan en diversas líneas de investigación productiva, incluida, una fábrica en China que utilizan para proveerse de materia prima. A la fecha, la compañía cuenta con más de 100 productos con registro propio (70 con nanotecnología).

Administración y calidad de los accionistas

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

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

Riesgos del Sector

Los agroquímicos se analizan como subproductos de los Commodities químicos y presentan una fuerte correlación con el comportamiento del sector agropecuario. Asimismo, la actividad del sector agropecuario es considerada fuertemente cíclica debido a que los precios del sector se forman de acuerdo a las condiciones de oferta y demanda mundial de cada cultivo, y a su vez la oferta de cada cultivo es afectada por las condiciones climáticas de cada región que determinan el rinde de cada campaña. También, la oferta de los agroquímicos está determinada por la cantidad de producto existente en el mercado, nuevas regulaciones en materia ambiental pueden generar una reducción en la cantidad mundial de productos agroquímicos ofrecidos y aumentar el precio de los mismos.

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

Durante el ejercicio 2018 la fuerte sequía del sector agrícola, impacto negativamente en la demanda de agroinsumos en Argentina. Esto fue parcialmente mitigado por un aumento de precios internacionales de herbicidas generado por una menor oferta de los mismos debido al cierre de fábricas chinas de herbicidas por cuestiones ambientales. Para el ejercicio 2019, FIX espera un ambiente favorable para el sector de agroquímicos debido a las buenas perspectivas para el sector agrícola, dado la fuerte devaluación y las buenas perspectivas climáticas, y precios de agroquímicos elevados por la reducción de oferta de producto.

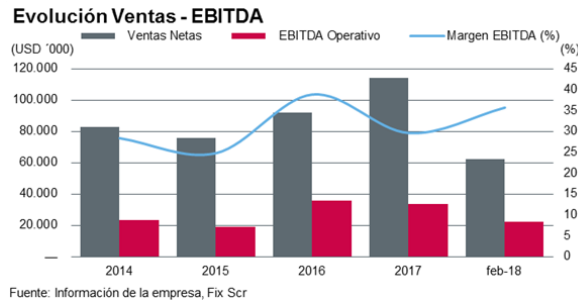
Factores de Riesgo

- La emisora importa insumos desde el exterior, principalmente materias primas básicas, productos intermedios e ingredientes activos. Por este motivo, la compañía podría enfrentar un riesgo devaluatorio, aunque está mitigado por el hecho que el precio del producto de Red Surcos se encuentra dolarizado.
- Elevados requerimientos de capital de trabajo para financiar el ciclo agrícola.
- Fuerte estacionalidad del negocio.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En el ejercicio 2018 los márgenes fueron del 40%, 10% por encima del promedio. Asimismo, durante el 2018, las ventas alcanzaron los USD 144 MM y el EBITDA fue de USD 62 MM, un 21% y 77% superior respectivamente al ejercicio anterior. En los primeros 6 meses del ejercicio 2019 finalizado en feb'19, la compañía continuó reportando crecimientos operativos. Las ventas ajustadas por inflación fueron de USD 72,2 MM y el EBITDA fue de USD 22 MM, que compara con USD 46 MM y USD 14 MM en los 6 primeros meses del ejercicio anterior. Esto se debe a la fuerte estrategia de crecimiento implementada por la compañía a través de la continua introducción de productos nuevos nanotecnológicos, que le otorgan mayor eficiencia en la producción y le permiten seguir ganando mercado, y la fuerte estrategia de financiamiento a clientes.



FIX estima que las ventas del año fiscal 2019 se ubicarán en torno a USD 150 MM con un EBITDA estimado de USD 68 MM. Hacia adelante, esperamos que la rentabilidad muestre una tendencia de estable a levemente creciente en el segmento de insumos nanotecnológicos debido a una mayor eficiencia en la producción producto de una mayor escala. En el largo plazo, FIX estima márgenes de EBITDA normalizados promedio en torno al 40%.

Flujo de fondos

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

La evolución del capital de trabajo determina en gran medida los flujos libres de Red Surcos. Los mismos se encuentran ligados al ciclo agrícola, y por lo tanto presentan una fuerte ciclicidad. Al cierre del ejercicio 2018, la compañía presentó un FGO positivo por USD 41 MM, sin embargo las altas necesidades de financiar capital de trabajo por USD 85 MM impactaron de forma negativa en el FFL que resultó negativo en USD 45 MM.

Durante los primeros 6 meses del ejercicio 2019 a feb'19, Red Surcos reportó un FGO ajustado por inflación positivo por USD 10 MM y necesidades de financiar capital de trabajo por USD 6 MM, como consecuencia el FFL fue positivo por USD 4 MM. No obstante, FIX espera que la compañía genere un FFL negativo en los próximos ejercicios por la agresiva estrategia de crecimiento que demandará mayores necesidades de financiar capital de trabajo.

Flujo de Fondos	2013	2014	2015	2016	2017	2018	feb' 19 (6 meses)*
USD '000							
Ventas	101.664	102.821	82.710	117.032	118.722	144.068	72.219
Flujo Generado por las Operaciones	(8.182)	5.494	7.689	7.172	13.004	41.305	9.612
Variación del Capital de Trabajo	(1.256)	684	(8.507)	(19.141)	(44.795)	(85.089)	(5.615)
Flujo de Caja Operativo	(9.438)	6.178	(818)	(11.969)	(31.791)	(43.784)	3.997
Inversiones de Capital	(656)	(294)	(2.174)	(135)	(4.767)	(995)	(514)
Dividendos	-	-	-	-	-	(565)	-
Flujo de Fondos Libre	(10.095)	5.883	(2.992)	(12.103)	(36.558)	(45.345)	3.483

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

A feb'19, Red Surcos registró deuda financiera por USD 109 MM con una concentración del 80% en el corto plazo. El 51% de la deuda total correspondía a préstamos bancarios en dólares y el 32% a valores de pago diferido negociados en entidades financieras, este último, tuvo un aumento del 46% respecto al cierre del ejercicio 2018 debido a la fuerte estrategia de financiamiento a clientes adoptada por la compañía. Asimismo, el apalancamiento de la compañía fue alto, con un indicador Deuda Total medido por EBITDA de 2,5x y cobertura de intereses de 1,6x. Red surcos presenta una estructura de capital agresiva ya que el 84% de su capital es deuda.

A feb'19, la posición de caja alcanzaba USD 1,8 MM y la deuda corriente se ubicaba en USD 90 MM por lo que el ratio de liquidez era del 2%. No obstante, Red Surcos cuenta con un seguro de créditos de COFACE que asegura a todos los créditos de la compañía, disminuyendo de así el riesgo de refinanciación.

Según información de gestión al 31/03/19 la financiera era de USD 45 MM (41% correspondía a préstamos bancarios en dólares, 38% a Obligaciones Negociables, 19% a financiación de importaciones y el porcentaje restante correspondía a arrendamientos. Además contaba con USD 31 MM de cheques descontados en bancos. El 77% de la deuda financiera era corriente.

FIX espera que hacia el cierre del ejercicio 2019, la deuda total de Red Surcos se encuentre alrededor de USD 92 MM con un ratio de deuda/EBITDA de 1,4x y cobertura de intereses de 4,0x.

El 27 de junio de 2019, Red Surcos presenta el vencimiento de la ON Pyme Serie I Clase dólar y pesos por un total de USD 5,3 MM. Asimismo, la compañía planea la emisión de las Obligaciones Negociables Serie III de corto plazo Clase Dólar y Pesos por un monto total de hasta USD 10 MM. Las mismas serán utilizadas para financiar capital de trabajo. Además planean la emisión de un nuevo fideicomiso de facturas con cheques atrás de aproximadamente USD 9,5 MM.

Deuda Total y Ratios de Endeudamiento

USD '000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	feb' 19 (6 meses)*
Deuda Total	50.504	38.996	37.082	59.280	93.895	88.535	109.452
Deuda/EBITDA	3,1	1,8	2,0	1,8	2,9	2,5	2,5
Deuda Neta/EBITDA	2,9	1,4	1,9	1,7	2,8	2,4	2,5
Deuda Neta de IRR/EBITDA	1,6	0,8	0,8	0,6	2,9	2,5	2,5

Fuente: Información de la empresa. Los resultados con (*) se encuentran ajustados por inflación y no son comparables con períodos anteriores

Liquidez - Red Surcos S.A.

USD '000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	feb' 19 (6 meses)* anualizado
EBITDA Operativo	17.720	25.919	19.306	40.204	34.911	61.624	43.800
Caja e Inversiones Corrientes	3.763	8.674	3.192	3.676	3.132	3.273	1.773
Deuda Corto Plazo	26.599	19.133	15.730	18.582	86.206	64.384	89.773
Deuda Largo Plazo	1.891	1.083	688	3.170	7.689	24.151	19.679
Inventarios de Rápida Realización	2.962	1.971	2.193	1.011	609	477	266

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	0,7	1,4	1,2	2,2	0,4	1,0	0,5
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,8	1,8	1,4	2,4	0,4	1,0	0,5
LTM EBITDA + Disponibilidades + IRR / Deuda CP	0,9	1,9	1,6	2,4	0,4	1,0	0,5
IRR + Disponibilidades / Deuda CP	0,3	0,6	0,3	0,3	0,0	0,1	0,0
Deuda Total / LTM EBITDA	1,6	0,8	0,9	0,5	2,7	1,4	2,5

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr. Los resultados con (*) se encuentran ajustados por inflación y no son comparables con períodos anteriores.

Fondeo y flexibilidad financiera

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

Red Surcos planea emitir la Obligación Negociable Serie III Clase Dólar y Pesos por hasta USD 5 MM ampliable a USD 10 MM. La emisión de deuda será utilizada para financiar capital de trabajo.

Anexo I. Resumen Financiero

La información con (*) se encuentra ajustada por inflación y no es comparable con períodos anteriores. Los IRR se calculan al 80%.

Resumen Financiero - Red Surcos S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Agosto)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

	NIIF 39,00	NIIF 37,13	NIIF 16,60	NCP 14,92	NCP 9,09	NCP 8,13
	39,00	21,52	15,45	12,01	8,61	6,80
	feb-19*	2018	2017	2016	2015	2014
	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	854.107	1.326.037	539.388	482.754	166.220	176.190
Margen de EBITDA	30,3	42,8	29,4	34,4	23,3	25,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	17,7	31,6	23,3	27,8	39,0	34,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,8	(31,5)	(30,8)	(10,3)	(3,6)	5,7
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	16,1	60,4	55,9	56,5	26,3	26,3
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,7	3,7	1,9	1,4	1,6	1,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,6	4,0	2,3	2,2	1,5	1,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,2	0,5	0,3	1,0	0,7	0,7
FGO / Cargos Fijos	1,7	3,7	1,9	1,4	1,6	1,4
FFL / Servicio de Deuda	0,3	(0,2)	(0,2)	0,1	0,3	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	(0,2)	(0,2)	0,3	0,5	0,8
FCO / Inversiones de Capital	7,8	(44,0)	(6,7)	(89,0)	(0,4)	21,0
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	2,4	2,7	3,6	2,9	1,9	2,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	2,5	2,9	1,8	2,0	1,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	2,4	2,8	0,6	0,7	0,5
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	2,5	2,5	2,9	1,8	2,0	1,8
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	2,5	2,4	2,8	1,7	1,9	1,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	27,8	13,6	24,7	35,8	34,1	34,5
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	82,0	72,7	91,8	85,4	95,8	94,6
Balance						
Total Activos	6.547.909	4.913.608	2.251.612	986.570	429.988	431.749
Caja e Inversiones Corrientes	69.160	121.494	51.987	54.849	29.004	70.541
Deuda Corto Plazo	3.501.147	2.390.265	1.430.888	277.251	142.927	155.600
Deuda Largo Plazo	767.480	896.589	127.622	47.293	6.247	8.808
Deuda Total	4.268.626	3.286.853	1.558.510	324.544	149.174	164.408
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.268.626	3.286.853	1.558.510	324.544	149.174	164.408
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	559.908	187.774	152.734
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.268.626	3.286.853	1.558.510	884.452	336.948	317.141
Total Patrimonio	821.817	565.306	301.564	212.447	118.420	90.898
Total Capital Ajustado	5.090.444	3.852.159	1.860.074	1.096.898	455.368	408.039
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	374.877	888.796	200.917	86.123	66.203	37.345
Variación del Capital de Trabajo	(219.002)	(1.830.950)	(692.098)	(229.840)	(73.247)	4.649
Flujo de Caja Operativo (FCO)	155.875	(942.153)	(491.181)	(143.718)	(7.043)	41.994
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(20.050)	(21.421)	(73.658)	(1.615)	(18.721)	(2.001)
Dividendos	0	(12.164)	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	135.824	(975.738)	(564.839)	(145.333)	(25.764)	39.993
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(3.734)	(10.059)	10.305	(22.622)	25.962	(49.686)
Variación Neta de Deuda	(258.839)	1.114.787	587.043	175.370	(15.233)	10.985
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(126.749)	128.990	32.509	7.415	(15.035)	1.292
Estado de Resultados						
Ventas Netas	2.816.545	3.100.076	1.834.316	1.405.274	712.113	698.934
Variación de Ventas (%)	41,6	69,0	30,5	97,3	1,9	40,0
EBIT Operativo	839.840	1.312.171	530.778	479.793	163.150	172.905
Intereses Financieros Brutos	525.962	329.275	232.514	218.559	111.524	101.608
Resultado Neto	55.914	261.779	143.755	93.527	27.522	21.144
Otros Indicadores						
IRR	10,385	17,698	10,113	15,087	19,930	16,027
Deuda Total Neta de IRR	4.258.241	3.269.156	1.548.397	309.457	129.244	148.381
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	2,5	2,5	2,9	0,6	0,8	0,8
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	2,5	2,4	2,8	0,5	0,6	0,4
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	2,3	5,8	4,3	25,2	34,2	55,6
Deuda Corto Plazo / IRR	337,1	135,1	141,5	18,4	7,2	9,7

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- IRR: Inventarios de Rápida realización.
- Commodities: Bienes transables.
- MM: Millones.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Red Surcos planea la emisión de las siguientes obligaciones negociables:

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

Monto Autorizado:	\$ 100.000.000
Monto Emisión:	\$14,665,172
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	27 de junio de 2017
Fecha de Vencimiento:	27 de junio de 2019
Amortización de Capital:	En 8 cuotas trimestrales y consecutivas, cada cuota será del 12,5% del valor emitido
Tasa de Interés:	Badlar + 5%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

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

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

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

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

ON PyME Serie III Clase Pesos por USD 5 MM ampliable a USD 10 MM.

Monto Autorizado:	USD 10.000.000
Monto Emisión:	N/A
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	N/A
Fecha de Vencimiento:	365 días
Amortización de Capital:	50% del capital a los 6 meses y el 50% restante a la fecha de vencimiento
Tasa de Interés:	Trimestral
Cronograma de Pago de Intereses:	N/A
Destino de los fondos:	Capital de trabajo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

ON PyME Serie III Clase Dólar por USD 5 MM ampliable a USD 10 MM.

Monto Autorizado:	USD 10.000.000
Monto Emisión:	N/A
Moneda de Emisión:	Dólares estadounidenses
Fecha de Emisión:	N/A
Fecha de Vencimiento:	365 días
Amortización de Capital:	2 cuotas del 20% y otra cuota del 60% restante
Tasa de Interés:	Trimestral
Cronograma de Pago de Intereses:	N/A
Destino de los fondos:	Capital de trabajo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Anexo IV. Dictamen de Calificación

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

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), (en adelante FIX)**, realizado el **23 de mayo de 2019** confirmó(*) en la **Categoría BBB(arg)** a la calificación de Emisor de **Red Surcos S.A.** y a las siguientes Obligaciones:

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

En la misma fecha se asignó en la **Categoría A3(arg)** a las siguientes Obligaciones a emitir:

- ON Serie III clase Dólar y Pesos por hasta USD 5 MM ampliable a USD 10 MM.

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 agregará "(arg)".

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

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

Fuentes

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

- Balances consolidados auditados hasta el 30/02/19 (6 meses).
- Informe del auditor externo a la fecha del último balance: Cdor. Héctor A. Tristán. (Mat. N°19371 C.P.C.E. Santa Fe).
- Suplemento de precios ON PyME Serie I.
- Suplemento de precios ON Serie II.

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

- Información de gestión provista por la compañía.
- Suplemento de precios ON Serie III Clase Dólar y Pesos.

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 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.