

Sadesa S.A. (Sadesa)

Informe de Actualización

Calificaciones

Nacional

Calificación del Emisor A+(arg)

Perspectiva

Estable

Cifras consolidadas

	6 meses 30/06/17 ¹	12 meses 31/12/16 ¹
Total Activos (\$ miles)	1.606.689	1.563.351
Total Deuda Financiera (\$ miles)	424.119	522.408
Ingresos (\$ miles)	1.794.373	3.578.433
EBITDA (\$ miles)	139.893	533.863
EBITDA (%)	7,8%	14,9%
Deuda/ EBITDA	1,4x	1,0x
EBITDA/ Intereses	17,0x	18,9x

¹ NIIF: Normas internacionales de información Financiera.

Informes relacionados

Metodología de calificación de empresas registrado ante la CNV

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

Analista Principal:

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

Analista Secundario:

Patricio Bayona
 Director Asociado
 +5411 5235 8124
patricio.bayona@fixscr.com

Responsable de sector:

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

Factores relevantes de la calificación

Fuerte grado de integración internacional: La calificación de la compañía contempla la fuerte integración global del grupo que le brinda acceso a financiamiento a bajo costo y generación de fondos estable en moneda extranjera, a través de alianzas comerciales de largo plazo con empresas internacionales de reconocida trayectoria. Sadesa desarrolla la actividad de curtido de cueros en Argentina y se posiciona como uno de los principales activos del Grupo Económico, el cual integra diferentes etapas de la cadena de valor de la elaboración de cueros, principalmente para la industria del calzado.

Conservadora estructura de capital mitiga volatilidad de márgenes y capital de trabajo: La compañía se encuentra expuesta a la variación del precio del cuero crudo, con mayor volatilidad en relación a precios de cueros terminados y semi terminados, de mayor estabilidad. Adicionalmente, si la oferta de cuero crudo se ve afectada, un aumento del costo de producción de este componente puede impactar en una reducción de márgenes operativos y mayor necesidad de capital de trabajo, traduciéndose en flujo de fondo negativo y mayor endeudamiento. La volatilidad implícita se encuentra mitigada por el bajo nivel de apalancamiento que tiene la compañía. A jun'17 la compañía detentaba una relación deuda / EBITDA de 1,4x y cobertura de intereses con EBITDA de 17,0x.

Sólida generación de fondos operativos: Sadesa presenta una sólida generación de fondos operativos, con un EBITDA que promedió US\$26MM en los últimos años. Un contexto macroeconómico más favorable para la compañía durante 2016 repercutió en una significativa mejora de la rentabilidad y de sus indicadores crediticios respecto a los años anteriores. Fix estima para 2017 márgenes semejantes a los promedios 2014/2015, del orden del 8%. La empresa podría registrar flujos de fondos libres positivos en los próximos años tras haber finalizado un intensivo plan de inversiones y el repago de las Obligaciones Negociables.

Sensibilidad de la calificación

La perspectiva estable refleja expectativas de que Sadesa mantenga un nivel de apalancamiento, medido en términos de deuda total/EBITDA, menor a 1,5x, y coberturas de intereses con EBITDA superiores a 4,5x. Un debilitamiento sostenido del Flujo de Caja Operativo causado principalmente por el desplazamiento de la demanda de cuero hacia otros sustitutos, podría derivar en una baja de las calificaciones.

Liquidez y estructura de capital

Reducción de la liquidez mitigada por flexibilidad financiera: A jun'17 la compañía mantenía una liquidez ajustada, y el saldo de efectivo y equivalentes representaba el 12% del total de la deuda, que es en su totalidad de corto plazo. De todas formas, el riesgo de liquidez se encuentra mitigado por el amplio acceso al crédito que mantiene la empresa. El 22/8/17 la compañía canceló a su vencimiento la última cuota e intereses de las ON Clase I.

Anexo I Resumen Financiero

Los indicadores correspondientes a los Estados Contables cerrados a jun17 se han estimado anualizando las cifras del semestre.

Resumen Financiero - Sadesa

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

Cifras consolidadas

Period End Exchange Rate	16,65	16,17	13,30	8,57	6,53	4,93
Average Exchange Rate	15,74	15,60	9,26	8,13	5,49	4,55
	<u>jun-17</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>
	6 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses		
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	139.893	533.863	187.555	204.425	153.840	96.301
EBITDAR Operativo	139.893	533.863	187.555	204.425	153.840	96.301
Margen de EBITDA	7,8	14,9	7,4	9,2	11,0	9,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	17,1	18,5	(4,4)	18,7	44,6	37,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	5,4	(10,7)	2,3	(4,8)	(2,2)	4,9
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	15,4	45,6	(13,2)	16,4	22,5	22,3
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	10,5	7,0	(0,8)	3,4	9,4	3,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	17,0	18,9	6,1	6,1	7,7	5,1
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	1,0	1,8	0,7	1,2	0,9
FGO / Cargos Fijos	10,5	7,0	(0,8)	3,4	9,4	3,8
FFL / Servicio de Deuda	0,5	(0,6)	0,8	(0,3)	(0,1)	0,7
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,6	(0,6)	2,1	(0,0)	0,1	0,8
FCO / Inversiones de Capital	2,4	(2,4)	1,3	(0,7)	(0,6)	5,3
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	2,5	2,6	(9,5)	2,3	0,6	1,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	1,0	1,3	1,3	0,8	0,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,3	0,9	0,6	1,0	0,7	0,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,5	7,5	12,3	13,5	19,5	17,6
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	1,00	1,00	0,31	0,96	0,9	1,0
Balance						
Total Activos	1.606.689	1.563.351	1.371.022	1.105.732	714.897	528.078
Caja e Inversiones Corrientes	50.089	49.523	128.444	61.899	20.022	11.470
Deuda Corto Plazo	424.119	522.408	74.241	252.448	108.165	83.257
Deuda Largo Plazo	0	0	161.974	11.585	12.815	0
Deuda Total	424.119	522.408	236.215	264.033	120.980	83.257
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	424.119	522.408	236.215	264.033	120.980	83.257
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	424.119	522.408	236.215	264.033	120.980	83.257
Total Patrimonio	586.662	543.171	335.529	352.450	300.244	107.978
Total Capital Ajustado	1.010.780	1.065.579	571.744	616.483	421.224	191.235
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	77.988	169.270	(55.614)	81.936	167.771	53.202
Variación del Capital de Trabajo	87.778	(438.985)	283.444	(126.464)	(179.326)	9.247
Flujo de Caja Operativo (FCO)	165.767	(269.715)	227.830	(44.528)	(11.555)	62.449
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(68.128)	(112.657)	(170.812)	(62.496)	(19.471)	(11.726)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	97.639	(382.372)	57.018	(107.024)	(31.026)	50.723
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.340	9.958	6.618	5.891	2.119	2.680
Otras Inversiones, Neto	(124)	(200)	(272)	(42)	(4)	16
Variación Neta de Deuda	(98.290)	286.193	(27.818)	143.054	37.722	(48.661)
Variación Neta del Capital	0	7.500	31.000	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	565	(78.921)	66.546	41.879	8.811	4.758
Estado de Resultados						
Ventas Netas	1.794.373	3.578.433	2.525.992	2.221.403	1.399.845	1.029.973
Variación de Ventas (%)	0,1	41,7	13,7	58,7	35,9	(3,7)
EBIT Operativo	120.887	506.861	168.706	187.669	137.058	79.432
Intereses Financieros Brutos	8.207	28.284	30.733	33.511	19.906	18.888
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	43.491	200.141	(45.274)	53.556	45.911	21.639
Otros Indicadores						
IRR	197.647	177.613	143.220	168.843	105.190	86.995
(Deuda Neta - IRR) / EBITDA	0,63	0,55	(0,19)	0,16	(0,03)	(0,16)
(Caja e Inversiones corrientes + IRR) / Deuda Corto Plazo	0,58	0,43	3,66	0,91	1,16	1,18

Anexo II Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- M2: Metros cuadrados
- Commodities: Bienes transables.
- MM: Millones.
- SF: Pies cuadrados

Anexo III Características de los instrumentos

Los principales términos y condiciones de los instrumentos emitidos se detallan a continuación:

Obligaciones Negociables Serie I Clase I por hasta Valor Nominal US\$ 10 MM

Monto de la Emisión: US\$ 8.4 MM

Amortización: Estas ON fueron totalmente amortizadas en la fecha de vencimiento, no quedando ningún saldo pendiente de cancelación.

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 **7 de septiembre de 2017** confirmó* en **Categoría A+(arg)** la calificación del emisor de **Sadesa S.A.**

Las calificaciones cuentan con perspectiva estable.

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

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agrega "(arg)".

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondeo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 11 de Julio de 2017 disponible en www.cnv.gob.ar, y 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.

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

Fuentes

- Balances auditados hasta el 30-06-2017, disponible en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Contador Público Nacional Daniel Amadeo Corbacho. Matrícula N° 2458.
- Prospecto del Programa para la emisión de Obligaciones Negociables de fecha 10/08/2015 disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de precios de las Obligaciones Negociables Serie I Clase I y II de fecha 10/08/2015 disponible en 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 TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un substituto 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.