

## S.E.D.A. P.I.C. S.A. (SEDA)

### Informe Integral

#### Calificaciones

Emisor	BBB(arg)
ON Pyme Clase I Serie I*	A2(arg)
ON Pyme Clase I Serie II*	A2(arg)

\* En conjunto o en forma individual por un valor nominal de hasta \$40 MM – o su equivalente en otras monedas – (ampliable hasta \$100 MM).

#### Perspectiva

Estable

#### Resumen Financiero

(\$ miles)	31/07/17 12 Meses	31/07/16 12 Meses
Total Activos	613.060	213.655
Deuda Total	268.103	19.605
Ventas Netas	1.100.351	768.264
EBITDA Operativo	129.267	52.152
Margen EBITDA (%)	11,7	6,8
Deuda/EBITDA	2,1	0,4
Deuda Neta/EBITDA	1,8	0,0
EBITDA/Intereses Brutos	12,9	15,8

#### Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas](#) registrada ante la [Comisión Nacional de Valores](#)

[FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO](#)

#### Analistas

**Analista Principal**  
 Juan Javier Camarero  
 Analista  
 +54 11 5235-8139  
[javier.camarero@fixscr.com](mailto:javier.camarero@fixscr.com)

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

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

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Fuerte posición competitiva y barreras de entrada:** S.E.D.A. P.I.C. S.A. (SEDA) es líder en la producción de aceites de alto contenido oleico con un 95% del mercado local y sus principales clientes son grandes empresas que firman contratos de exclusividad con la compañía por lapsos de hasta un año. Dicho mercado presenta ciertas barreras de entrada relacionadas a la ubicación geográfica de la planta que la ubica a una distancia óptima entre sus clientes y productores, y a las certificaciones internacionales que avalan a la compañía. Fix espera que se mantenga la estructura del negocio en el corto y mediano plazo.

**Buenas expectativas del negocio en el mediano plazo:** El consumo del aceite de girasol de alto contenido oleico se espera que aumente en el mediano plazo debido una tendencia creciente de consumo saludable acompañado de fuertes incrementos en el rendimiento de las frituras con respecto al aceite regular. El aceite de girasol común será reemplazado en mayores oportunidades por el aceite de girasol de alto contenido oleico en la producción de alimentos a gran escala que requieran de aceite para su cocción.

**Flujo de fondos presionados por rápida expansión:** SEDA ha mostrado históricamente flujo de fondos libres positivos (FFL) excepto en aquellos años donde requirió de grandes inversiones de capital. El FFL a julio'17 fue de \$220 MM negativos, debido al crecimiento del capital de trabajo. Fix estima que hacia adelante la compañía continúe presentando flujo de fondos libres mayormente negativos parcialmente compensados con incrementos de deuda financiera.

#### Sensibilidad de la Calificación

La calificación incorpora nuestra expectativa de que SEDA va a continuar mitigando los riesgos relativos al sector mediante su red de proveedores y manteniéndose como líder en su nicho de mercado mediante sus contratos de exclusividad y las certificaciones de calidad. La calificación podría verse presionada por una estrategia de crecimiento agresiva, que implique un fuerte aumento de capital de trabajo e inversiones apalancadas en niveles de deuda mayores a los esperados.

#### Liquidez y Estructura de Capital

**Apalancamiento estacional moderado y holgadas coberturas de intereses:** A julio'17, la deuda financiera de SEDA ascendía a \$268 MM con una relación deuda/EBITDA de 2,1x.; principalmente debido a la compra de la totalidad de semillas para la producción del año, fijando de esta forma el precio. Asimismo, la compañía observa holgadas coberturas de intereses con EBITDA de 12,9x. Hacia adelante, Fix espera que el endeudamiento se comporte estacionalmente junto con las necesidades de financiar el capital de trabajo, estando cercanos a 2.0x en los periodos de abastecimiento y que las coberturas se mantengan holgadas superiores a 6.0x.

**Liquidez moderada:** El perfil de liquidez de SEDA se encuentra presionado por un calendario de amortización de deudas totalmente concentrado en el corto plazo. Al considerar la posición de caja y los inventarios de rápida realización a julio'17, la cobertura alcanza un 50% de la deuda corriente. Por otro lado, las cuentas por cobrar derivadas de los contratos con compañías de primera línea proveen un colchón de liquidez. La emisión de las ONs PyME Clase I y II diversificarán las fuentes de financiamiento de la compañía; no obstante, la deuda continuará concentrada en el corto plazo. Fix no visualiza cambios en la estructura de capital actual en el corto plazo.

## Perfil del Negocio

Sociedad Elaboradora de Aceites S.A. (SEDA S.A.) es una empresa familiar fundada en 1943 en la ciudad de Lezama, Provincia de Buenos Aires. La compañía tiene dos líneas de negocios, siendo la más importante la producción y comercialización de aceite de girasol de alto contenido oleico, mientras que, de forma secundaria, la empresa produce y comercializa alimento balanceado.

### Operaciones

A julio de 2017, la mayor proporción (85%) corresponde a la venta de aceites de alto contenido oleico, de los cuales el 74% se destina al mercado interno y el resto se exporta. Este negocio no tiene estacionalidad ya que las ventas son determinadas por contrato. En segundo lugar, se encuentra la venta de alimento balanceado para mascotas con un 15%.

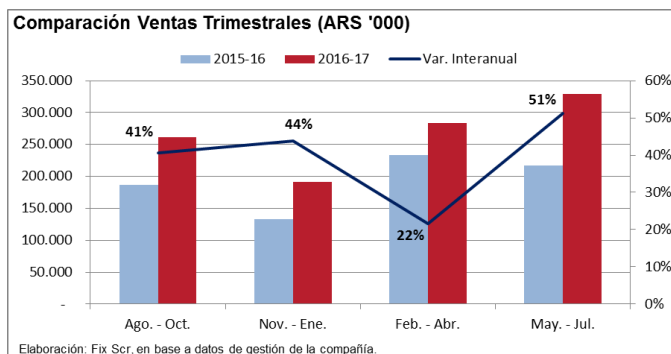
Las ventas a julio de 2017 crecieron en total un 43% respecto del año anterior mientras que la variación entre julio 2016 y el ejercicio anterior fue del 200%. Esto se debe al traspaso de la operatoria de venta por parte de Dow a SEDA que se realizó en dos tramos, el 50% de los clientes del mercado local en el primer año mientras que el 50% restante y los clientes del mercado externo se realizaron en 2016. Fix estima que hacia adelante las ventas crezcan a un ritmo real normalizado más cercano a la evolución de la actividad en Argentina.

Los márgenes de EBITDA crecieron a 11,7% a julio de 2017 vs. 6,8% a julio 2016. El crecimiento de márgenes en el segmento de mascotas se debió a que la compañía comercializa en mayor medida aquellas marcas que atacan un segmento intermedio de la demanda. En el caso de aceites, los márgenes de EBITDA crecieron de 6,7% a julio de 2016 a 10,4% a julio de 2017 debido a que la compañía utiliza mayor capacidad instalada de la planta y a que sólo comercializa aceite refinado actualmente.

Ventas por segmento ARS '000	2014	2015	2016	2017
Aceite de alto contenido oleico	109.577	193.666	681.990	818.939
Alimento balanceado	22.885	40.446	78.827	163.090
Mercado Externo			9.423	118.322
<b>Total</b>	<b>132.461</b>	<b>234.112</b>	<b>770.240</b>	<b>1.100.351</b>

EBITDA por segmento ARS '000	2014	2015	2016	2017
Aceite de alto contenido oleico	9.649	16.777	45.693	85.170
Alimento balanceado	2.015	3.504	5.518	31.803
Mercado Externo			941	12.295
<b>Total</b>	<b>12.731</b>	<b>22.136</b>	<b>52.152</b>	<b>129.267</b>

Márgenes por segmento ARS '000	2014	2015	2016	2017
Aceite de alto contenido oleico	8,8%	8,7%	6,7%	10,4%
Alimento balanceado	8,8%	8,7%	7,0%	19,5%
Mercado Externo			10,0%	10,4%
<b>Total</b>	<b>9,6%</b>	<b>9,5%</b>	<b>6,8%</b>	<b>11,7%</b>



### Estructura de Costos

SEDA posee una estructura de costos flexible ya que el principal costo de la compañía es la compra de materia prima para ser utilizada en la producción, representando casi un 78% de

las ventas mientras que el segundo costo más importante, sueldos y cargas sociales sólo representan un 6,1%. La empresa realiza la compra de las semillas de girasol enteramente entre los meses de marzo-abril lo que implica una fuerte concentración de necesidades de capital de trabajo. No obstante, ello mismo le ha permitido a SEDA sostener márgenes estables en el tiempo al negociar los contratos de venta con los clientes una vez conocido su principal costo. Fix considera que la compañía podrá mantener dicha estabilidad en el mediano plazo.

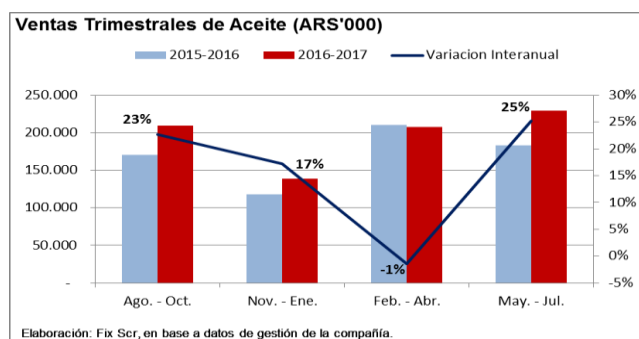
## Segmentos

### Negocio del Aceite

La producción de aceite de alto contenido oleico es el negocio principal de SEDA, el cual representa el 85% de las ventas de la compañía. Para asegurarse de contar con materia de prima de calidad, SEDA trabaja con 55.000 hectáreas de productores asociados. La compañía ofrece a los productores financiación de hasta un 50% de los costos; además, de capacitación acerca de la plantación, cuidado y cosecha del girasol. Las hectáreas se encuentran ubicadas en un radio de 200 kms, lo que minimiza los costos de transporte. Debido a lo mencionado anteriormente, SEDA puede mitigar los riesgos asociados la producción agrícola, ya que la producción de materia prima no se encuentra a cargo de la compañía. Sin embargo, debido a que la plantaciones se encuentran en un radio acotado, los rindes pueden verse afectados por factores climáticos.

El grano es recibido entre los meses de marzo y abril, y la gran mayoría del precio se paga los 10 días de recepción, mientras que los premios y castigos se pagan a 30 días. Aun así, en el caso de no conseguir las toneladas necesarias, SEDA puede sustituir el faltante comprando granos en el mercado, aunque estos no suelen ser de la misma calidad.

La planta cuenta con certificaciones que avalan la calidad en manufactura, almacenamiento y traslado de aceite de girasol como la norma FSSC 2000 y la norma HACCP sobre higiene otorgada por Intertek en 2016. Recientemente, la compañía incorporó una nueva extracción por solvente, incrementando así la capacidad de molienda de girasol a 500 tn./día. La compañía se encuentra utilizando el 80% de su capacidad instalada en el segmento de aceites, aunque la capacidad instalada para producir aceite refinado se encuentra utilizada en su totalidad. Actualmente, SEDA no considera conveniente la venta de aceite crudo desde un punto de vista estratégico. La producción en aceites refinado es de 5.100 toneladas mensuales.



### Negocio de Alimentos Balanceados

Seda elabora adicionalmente alimentos balanceados para mascotas con altos estándares de calidad en materias primas y procesos. Dicho segmento representa sólo un 15% de las ventas y la compañía cuenta con su propio laboratorio y departamento técnico.

SEDA cuenta con más de 120 clientes de alimentos balanceados, distribuidos en todo el país y al igual que el negocio de granos, ninguno representa más del 20% del total de ventas del segmento. En el último año las ventas del segmento crecieron en un 107% respecto al del año anterior, y la compañía espera un crecimiento de un 20% adicional para el año 2017-18. Hacia adelante, Fix espera que SEDA mantenga la composición actual de ventas por línea de negocio.

### **Posición Competitiva**

SEDA cuenta con más de 80 clientes, con contratos de corto plazo cuya duración alcanza desde los seis meses hasta un año. Entre los principales clientes se encuentran compañías

internacionales pertenecientes a diversas industrias: bebidas, alimentos, farmacéuticas, sabores y cosmética. Entre ellos se destacan: Unilever, Mc Cain, Granix, Pepsico, Mondelez, Arcor-Bagley, Mc Donald, entre otros. El precio de los contratos se determina mediante el precio de la materia prima en dólares más un margen por producción y traslado. Debido a que la compra de materia prima se realiza una vez al año, la empresa conoce el 80% de sus costos y puede fijar un precio por tonelada de aceite para toda la duración del contrato. El precio se paga en pesos al tipo de cambio del momento de pago.

Es importante resaltar que ninguno de los clientes de ambos segmentos de negocio representa más del 20% de la facturación total de la Sociedad y los contratos que realizan con sus clientes son de exclusividad. También, es importante destacar que sus clientes más grandes (Pepsico y Mc Cain) se encuentran a una distancia no mayor de 300 km.

## **Estrategia**

La estrategia de SEDA hacia el futuro se encuentra ligada a la consolidación de su posición de liderazgo en aceites de girasol de alto contenido oleico. SEDA trabaja actualmente con el 80% de la capacidad instalada en el segmento de aceites, aunque la capacidad para producir aceite refinado se encuentra utilizada en su totalidad. En el corto plazo, la compañía no pretende hacer grandes inversiones en el negocio del aceite, aunque si tiene la intención de ampliar la planta para mascotas. La incorporación de un nuevo molino de molienda gruesa le permitirá ampliar la capacidad de producción en un 20%. La posible emisión en los mercados de capitales serán utilizadas prácticamente en su totalidad para financiar el capital de trabajo.

## **Administración y calidad de los accionistas**

SEDA es una empresa familiar cuyos accionistas son Jorge Osvaldo Lalin (86%) y Héctor Daniel Lalin (14%). Actualmente, no mantiene vínculos con otras sociedades y no posee un directorio independiente, aunque sí cuenta con comisión fiscalizadora conformada por un síndico titular y un suplente.

## **Riesgo del Sector**

El sector agrícola presenta una actividad fuertemente cíclica, con generación de flujos volátiles debido a los precios internacionales que se forman de acuerdo a las condiciones de oferta y demanda mundial de cada cultivo y son afectados por las condiciones climáticas de cada región, la estacionalidad de las producciones y el nivel de inventarios.

Considerando el sector del girasol propiamente dicho, se espera un incremento del 5,9% en la cantidad de hectáreas sembradas para la campaña 2017/18 respecto del año anterior, totalizando 1,8 millones de hectáreas.

SEDA opera con productores asociados, sin exponerse directamente a los mencionados riesgos. Sin embargo, dichos riesgos le impactan en forma indirecta a través de los precios y disponibilidad de su principal materia prima. Las condiciones climáticas pueden afectar los rindes y la calidad del girasol de alto contenido oleico sembrado bajo las exigencias de SEDA. En el caso de no obtener la cantidad suficiente, puede comprar girasol de alto contenido oleico a otros productores y mezclarlo para lograr la calidad necesaria. Debido a los contratos firmados con sus clientes, la compañía puede trasladar el costo de la materia prima a los precios de venta, ya que compra la materia prima una vez al año, los contratos son por 6 meses o un año y los precios de venta se fijan luego de la compra de materia prima, que es el principal costo. El riesgo del sector de producción se encuentra mitigado por barreras de entrada en la industria dadas por la inversión en montar la planta, la educación y formación de red de proveedores, certificaciones de calidad y además, por la ubicación en la que se encuentra la planta.

## **Factores de Riesgo**

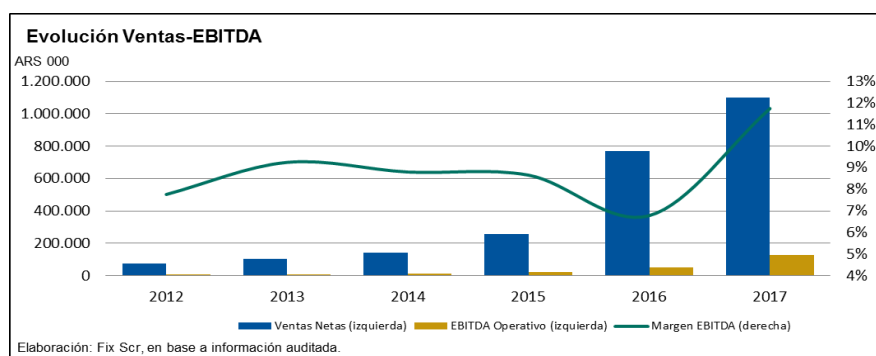
- Fuertes necesidades de capital de trabajo concentradas entre febrero y abril.
- El negocio se encuentra ligado al ciclo agrícola, sujeto a sus condiciones climáticas y variaciones de precios aunque parcialmente mitigado por la red de proveedores.
- Mayores niveles de competencia por entrada de nuevos competidores mitigados por el fuerte posicionamiento de la marca y ciertas barreras de entrada comprendidas por la localización geográfica y diversas certificaciones internacionales de calidad.

## Perfil financiero

### Rentabilidad

A julio '17, las ventas y EBITDA de SEDA alcanzaron los \$ 1.100 MM y \$ 129 MM respectivamente. Los ingresos representaron un crecimiento de aproximadamente 43% respecto del ejercicio anterior, mientras que el EBITDA evidenció una suba del 148%. El margen de EBITDA registró un aumento del 5% respecto a 2016, superando los máximos alcanzados en julio'13. Al negociar los contratos de venta con los clientes una vez conocido su principal costo, esto le otorga a SEDA una ventaja comparativa respecto de la mayoría de las empresas agroindustriales.

Hacia adelante, Fix espera que la rentabilidad ajustada muestre una tendencia estable en el segmento de aceites debido a una mayor eficiencia en la producción producto de una mayor escala así como un leve aumento de márgenes en alimentos balanceados Premium. En el mediano plazo, Fix estima márgenes de EBITDA se mantengan similares al último ejercicio.



### Flujo de Fondos

A julio de 2017, SEDA generó un flujo de caja operativo negativo (FCO) de \$210 MM, principalmente explicada por el crecimiento del capital de trabajo. A su vez, la compañía financió inversiones de capital por \$10 MM. Como resultado, generó un flujo de fondos libre negativo de \$220 MM, que compara negativamente con el flujo de fondos libre a la misma fecha el año anterior que resultó ser de \$7 MM.

Las fluctuaciones que exhibe el flujo de fondos libre se explican principalmente por la variación del capital de trabajo, con un crecimiento de 10,0x respecto al año anterior. El incremento en sus necesidades de capital de trabajo se debió principalmente al crecimiento exponencial de ventas. En línea con la estrategia operativa de SEDA, FIX prevé que la compañía continúe arrojando un nivel de flujo de fondos libre similar hacia el futuro presionado por necesidades de capital de trabajo y las inversiones de capital de mantenimiento necesarias.

### Liquidez y Estructura de Capital

SEDA posee una estructura de capital con un nivel de apalancamiento moderado con concentración en el corto plazo a julio'17. A dicha fecha, el endeudamiento alcanzó los \$ 268 MM. El ratio deuda / EBITDA se encuentra aproximadamente a 2,1x a julio 2017, mostrando un crecimiento considerable en relación a julio'16 (0,4x). El crecimiento se debió principalmente a la financiación de capital de trabajo. Respecto a la cobertura de intereses, la compañía presenta una relación EBITDA a Intereses de 12,9x a julio 2017, manteniéndose sobre 10x desde 2014.

A septiembre'17, la deuda financiera de la empresa alcanzaba \$150 MM, de los cuales el 96% se concentraba en el corto plazo. El aumento de endeudamiento a julio se debe a que la empresa financia el capital de trabajo que presenta fuertes aumentos entre febrero y mayo por la compra de la materia prima.

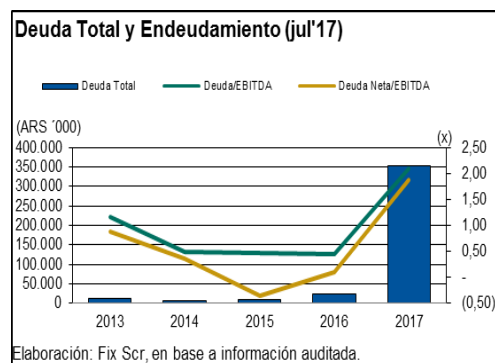
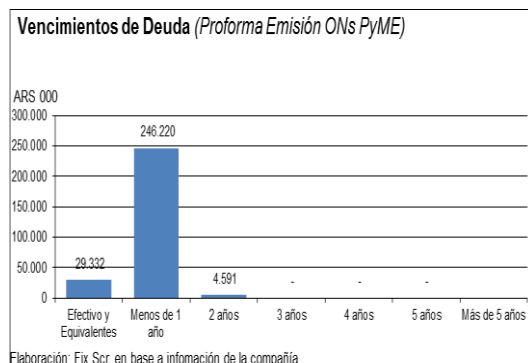
FIX estima que la estructura de capital no presentará grandes cambios hacia adelante, al menos en el mediano plazo. La relación entre endeudamiento y EBITDA se mantendrá en torno a 1,0x



fuera de los periodos de abastecimiento mientras que en periodos de compra de materia prima se acercará a 2.0x. Los ratios de cobertura se mantendrían sobre 6,0x en todo momento.

A julio de 2017, SEDA contaba con caja y equivalentes por \$29,3 MM mientras que la deuda de corto plazo se ubicaba en \$268 MM, implicando un ratio de liquidez de 24%. Al considerar la posición de caja y los inventarios de rápida realización a julio'17, la cobertura alcanza un 50% de la deuda corriente. Asimismo, la empresa contaba con cuentas a cobrar por \$210 MM, que dada la calidad crediticia de sus contrapartes, presentan una baja probabilidad de incobrabilidad.

SEDA planea la emisión de dos instrumentos financieros de corto plazo por el valor conjunto o individual de \$40 MM, ampliable hasta \$ 100 MM destinados al financiamiento de capital de trabajo. Post emisión de ONs PyME Clase I y II, el endeudamiento se mantenga en torno a 2.0x deuda / EBITDA.



### Fondeo y Flexibilidad Financiera

SEDA detenta un adecuado acceso a los mercados de créditos, lo cual le otorga cierta flexibilidad financiera. Adicionalmente, la compañía ha obtenido fondos a través del descuento de cheques. A julio'17, el apalancamiento se concentra en su totalidad al corto plazo, en línea con lo observado en empresas del sector. Para los años siguientes, la compañía pretende financiarse con préstamos bancarios y a través de una emisión en el mercado de capitales. Recientemente, la compañía ha conseguido nuevas líneas de crédito. La emisión de la ON le permitirá diversificar sus fuentes de financiamiento y mejorar el perfil de la deuda.

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero- S.E.D.A. P.I.C. S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Julio)

Cifras consolidadas

Normas Contables

	NCP	NCP	NCP	NCP	NCP
	jul-17 12 meses	jul-16 12 meses	jul-15 12 meses	jul-14 12 meses	jul-13 12 meses
<b>Meses</b>					
<b>Rentabilidad</b>					
<b>EBITDA Operativo</b>	129.267	52.152	22.136	12.731	9.613
<b>EBITDAR Operativo</b>	129.267	52.152	22.136	12.731	9.613
<b>Margen de EBITDA</b>	11,7	6,8	8,7	8,8	9,3
<b>Margen de EBITDAR</b>	11,7	6,8	8,7	8,8	9,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	23,2	60,7	45,2	55,4	38,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(20,0)	0,9	10,7	5,2	(2,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	59,3	105,6	72,5	50,5	38,1
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	9,2	17,1	18,5	10,1	3,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	12,9	15,8	23,4	11,4	4,4
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	12,9	15,8	23,4	11,4	4,4
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	2,3	2,0	1,7	0,7
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,5	2,3	2,0	1,7	0,7
FGO / Cargos Fijos	9,2	17,1	18,5	10,1	3,4
FFL / Servicio de Deuda	(0,8)	0,5	2,5	1,2	0,0
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,7)	1,3	4,1	1,4	0,2
FCO / Inversiones de Capital	(21,0)	1,4	8,3	5,2	1,6
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	4,3	0,4	0,6	0,6	2,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,1	0,4	0,5	0,5	1,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	0,0	(0,3)	0,4	0,9
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,7	0,4	0,5	0,5	1,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,5	0,0	(0,3)	0,4	0,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	3,9	22,2	11,5	12,9	21,3
Deuda Garantizada / Deuda Total	0	0	0	0	0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
<b>Balance</b>					
Total Activos	613.060	213.655	100.330	35.834	31.447
Caja e Inversiones Corrientes	29.332	18.792	17.819	1.647	2.599
Deuda Corto Plazo	268.103	19.605	10.177	6.226	11.082
Deuda Largo Plazo	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total</b>	<b>268.103</b>	<b>19.605</b>	<b>10.177</b>	<b>6.226</b>	<b>11.082</b>
Deuda asimilable al Patrimonio					
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>268.103</b>	<b>19.605</b>	<b>10.177</b>	<b>6.226</b>	<b>11.082</b>
Deuda Fuera de Balance	81.544	0	0	0	0
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>349.647</b>	<b>19.605</b>	<b>10.177</b>	<b>6.226</b>	<b>11.082</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>125.685</b>	<b>73.580</b>	<b>28.507</b>	<b>14.009</b>	<b>8.485</b>
<b>Total Capital</b>	<b>393.788</b>	<b>93.185</b>	<b>38.684</b>	<b>20.235</b>	<b>19.567</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	81.549	53.297	16.531	10.096	5.272
Variación del Capital de Trabajo	(291.989)	(27.358)	14.413	(781)	623
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(210.440)	25.939	30.944	9.316	5.895
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	1	2
Inversiones de Capital	(10.011)	(18.812)	(3.709)	(1.794)	(3.746)
Dividendos	0	0	0	0	(4.286)
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(220.451)</b>	<b>7.127</b>	<b>27.235</b>	<b>7.522</b>	<b>(2.135)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(22.057)	3.871	(13.871)	0	0
Variación Neta de Deuda	248.498	9.428	3.951	(4.856)	1.700
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	(0)
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>5.991</b>	<b>20.426</b>	<b>17.315</b>	<b>2.667</b>	<b>(435)</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
<b>Ventas Netas</b>	<b>1.100.351</b>	<b>768.264</b>	<b>255.525</b>	<b>144.577</b>	<b>103.884</b>
Variación de Ventas (%)	43,2	200,7	76,7	39,2	37,0
<b>EBIT Operativo</b>	<b>123.212</b>	<b>46.942</b>	<b>19.392</b>	<b>10.645</b>	<b>7.906</b>
Intereses Financieros Brutos	9.988	3.306	945	1.114	2.179
Alquileres	0	0	0	0	0
<b>Resultado Neto</b>	<b>69.017</b>	<b>53.902</b>	<b>15.414</b>	<b>5.675</b>	<b>3.437</b>
<b>Otros Indicadores</b>					
IRR*	105.786	N/A	N/A	N/A	N/A
Deuda Neta	320.315	N/A	N/A	N/A	N/A
(Deuda Neta - IRR) / EBITDA	1,0	N/A	N/A	N/A	N/A
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	50,4	N/A	N/A	N/A	N/A
Deuda Corto Plazo / IRR	2,5	N/A	N/A	N/A	N/A

## Anexo II. Glosario

- **BADLAR** (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*): Se trata de la tasa de interés que paga el promedio de entidades financieras por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos.
- **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.
- **EBITDA**: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- **EBITDAR**: EBITDA + Alquileres Devengados.
- **MM**: Millones.
- **Servicio de Deuda**: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.
- **IRR**: Inventarios de Rápida Realización.

## Anexo III. Características de los Instrumentos

**Obligaciones Negociables Pyme Clase I Serie I y Clase I Serie II en conjunto o individual por un valor nominal de hasta \$ 40 millones – o su equivalente en otras monedas - (ampliable hasta \$100 millones) a ser emitida.**

**Fecha de colocación:** -.

**Monto colocado:** en conjunto o individual de \$ 40 millones ampliable por hasta \$ 100 millones (o su equivalente en otras monedas).

**Amortización:** El capital de las Obligaciones Negociables será amortizado en cuatro cuotas mensuales y consecutivas, 25% en el noveno período de servicios (mes 9), 25% en el décimo (mes 10), 25% en el decimoprimer (mes 11) y 25% en la Fecha de Vencimiento. Los pagos se realizarán en las fechas de pago de servicios que se indiquen en el cuadro de pago de servicios indicado en el Aviso de Suscripción siempre y cuando ese día fuera un Día Hábil, si no lo fuera, el pago correspondiente será efectuado el Día Hábil inmediatamente posterior. Cada fecha de pago de capital será referida en adelante como "Fecha de Amortización". Las Fechas de Amortización serán informadas oportunamente en el Aviso de Resultados (tal como se define más adelante).

**Intereses (devengamiento y pago):** El capital no amortizado de las *Obligaciones Negociables Pyme Clase I Serie I* devenga intereses a una tasa variable equivalente a la *Tasa BADLAR Privada* más un margen a determinar. El capital no amortizado de las *Obligaciones Negociables Pyme Clase I Serie II* devenga intereses a una tasa variable equivalente a la *Tasa Fija Nominal Anual* a licitar. Los intereses se pagan mensualmente en forma vencida.

**Fecha de vencimiento:** 365 días desde la Fecha de Emisión.

**Destino de los fondos:** Capital de trabajo.



## Anexo III. Dictamen de Calificación

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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **13 de noviembre de 2017**, confirmó(\*) en **BBB(arg)** la calificación de emisor de las de **S.E.D.A. P.I.C. S.A.**:

Asimismo, el citado consejo asignó en **A2(arg)** la calificación de corto plazo de las Obligaciones Negociables Pyme Clase I Serie I y Clase I Serie II en conjunto o individual por un valor nominal de hasta \$40 millones - o su equivalente en otras monedas - (ampliables hasta \$100 millones) a ser emitidas.

Las calificaciones cuentan con perspectiva **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 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 es inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

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

**Categoría A2(arg):** Indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

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

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

## Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter privado:

- Estados financieros anuales hasta el 31-07-2017 y desde el 31-07-2012 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *Fernando Roque Milanese*).
- Prospecto del *Programa Global de emisión de Obligaciones Negociables Simples por hasta un valor nominal de \$100 millones (o su equivalente en otras monedas)* del 18 de mayo de 2017.
- Suplemento borrador de *Obligaciones Negociables Pyme Clase I Serie I y Clase I Serie II en conjunto o individual por un valor nominal de hasta \$40 millones - o su equivalente en otras monedas - (ampliables hasta \$100 millones)* a ser emitidas.

**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 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.