

S.E.D.A. P.I.C. S.A. (SEDA) Informe Integral

Calificaciones

Emisor	BBB(arg)
ON PyME Clase II Serie I*	A2(arg)
ON PyME Clase II 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 \$200 MM).

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Consolidado (\$ miles)	ene-19 (6 meses)*	2018 12 Meses
Total Activos	855.779	795.610
Deuda Financiera	228.260	506.954
Ingresos	1.403.115	1.532.713
EBITDA	220.439	131.516
EBITDA (%)	15,7	8,6
Deuda Total / EBITDA	0,5	3,9
(Deuda Total -IRR) / EBITDA	0,5	3,1
(Deuda Neta Total -IRR) / EBITDA	0,5	3,1
EBITDA / Intereses	3,8	2,9

(*) Los resultados exhibidos al cierre de enero 2019 se encuentran ajustados por inflación y no son comparables con los resultados de períodos anteriores.

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

Informes Relacionados

Metodología de Calificación de Empresas registrada 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 Sector
 Cecilia Minguillón
 Director Senior
 +54 11 5235-8123

Factores Relevantes de la Calificación

Fuerte posición competitiva y barreras de entrada: SEDA es líder en la producción de aceites de alto contenido oleico con un 85% 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.

Necesidades de capital de trabajo estacionales: El FCO de SEDA sigue la estacionalidad propia del negocio agrícola y demanda al momento de abastecimiento de materia prima, fuertes necesidades de capital de trabajo. En el período que va de marzo a abril los productores fijan el precio del grano y se realiza la compra del mismo. Esto se encuentra parcialmente mitigado por la existencia de IRR y buen acceso al financiamiento.

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.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación incorpora nuestra expectativa de que SEDA continúe 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. Asimismo, márgenes fuertemente presionados podrían derivar también, en una baja en la calificación.

Liquidez y Estructura de Capital

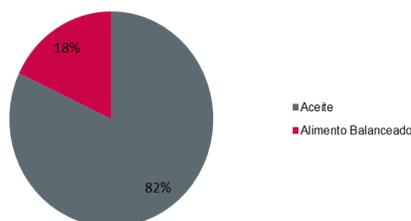
Apalancamiento estacional y buena cobertura de intereses: A enero 2019 (6 meses), la deuda financiera de SEDA ascendía a \$228 MM con una relación deuda medida por EBITDA de 0,5x. Asimismo, la compañía presenta una holgada cobertura de intereses con EBITDA de 3,8x. Hacia delante, FIX espera que el endeudamiento se comporte estacionalmente junto con las necesidades de capital de trabajo, y presente una relación entre 2,5x y 3x. en los periodos de abastecimiento y mantenga holgada cobertura de intereses.

Liquidez moderada: El perfil de liquidez de SEDA se encuentra presionado por un calendario de amortización de deudas totalmente concentrado en el corto plazo. A enero 2019, la posición de caja alcanzaba \$4,5 MM y la deuda corriente se ubicaba en \$228 MM. SEDA además, contaba con IRR por \$9,8 millones. La caja + los IRR cubrían apenas el 6% de la deuda de corto plazo. Por otro lado, las cuentas por cobrar derivadas de los contratos con compañías de primera línea proveen un colchón de liquidez y a enero 2019 fueron de \$ 300 MM. Con la cancelación total de las Obligaciones Negociables Serie I en diciembre 2018, la compañía planea una nueva emisión de Obligaciones Negociables que le brindará mayor diversificación a su estructura de capital. El destino de los fondos será para financiar capital de trabajo.

Perfil del Negocio

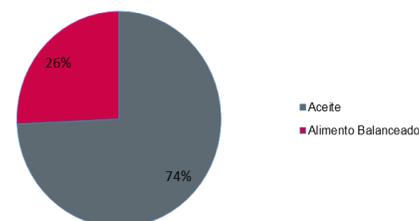
SEDA es una empresa familiar fundada en 1943 en la ciudad de Lezama, Provincia de Buenos Aires. La compañía tiene dos líneas de negocios, siendo la más importante la producción y comercialización de aceite de girasol de alto contenido oleico junto con la venta de pellets, mientras que, de forma secundaria, la empresa produce y comercializa alimento balanceado

Ventas por segmento 2018



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

EBITDA por segmento 2018



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Segmentos de Negocios

Aceite:

La producción de aceite de alto contenido oleico y pellets (negocio derivado y complementario al de la producción de aceite) es el negocio principal de SEDA, el cual representa el 82% de las ventas de la compañía y 74% del EBITDA. En este negocio, la compañía posee el 85% de mercado y posee contratos de exclusividad con diversos clientes.

La Sociedad cuenta con una planta 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. Para la producción de aceites crudos, la compañía cuenta con una capacidad instalada de 400 tn/día y utiliza el 66%; y para la producción de aceite refinado cuenta con una capacidad instalada de 180tn/día y utiliza el 80% del total.

Para abastecer la planta de producción de aceite de girasol de alto contenido oleico, SEDA necesita aproximadamente 45 mil hectáreas de plantación, que se traducen en aproximadamente 90 y 100 mil toneladas de grano. Para ello, la compañía posee 10 mil hectáreas de producción propia y con productores asociados. Las asociaciones consisten en que la compañía brinda el arrendamiento del campo y la compra de todos los insumos para la producción de grano de girasol (semilla agroquímico, etc) y el productor provee el know how de la siembra, cosecha y conocimiento del campo. El precio se fija desde el inicio a través de un precio forward referenciado a la pizarra de rosario, por lo que cuando llega el grano a SEDA, el mismo ya se encuentra pago.

La producción restante de grano de girasol de alto contenido oleico, se hace mediante contratos con chacareros o distribuidores que trabajan en espejo con los chacareros. Bajo este esquema, el chacarero siembra y cosecha independientemente el grano de girasol y el precio se fija una vez entregado el mismo.

Las hectáreas de producción propia o asociada se encuentran ubicadas en un radio de 200kms, minimizando así costos de flete pero con una baja diversificación de riesgo climático. Bajo el esquema de producción mediante productores asociados SEDA asume el 50% del riesgo mientras que bajo el esquema de producción con chacareros, la compañía puede mitigar la totalidad de los riesgos asociados a la producción debido a que estos se concentran 100% en el chacarero.

La Sociedad recibe los granos entre los meses de marzo y abril, y paga a los 10 días de recepción. 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.

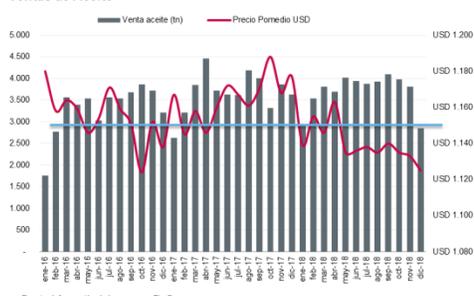
Los principales proveedores de semilla de girasol son Dow y Syngenta, Dow además les provee un servicio de distribución.

En el último año calendario SEDA tuvo un crecimiento de cantidad de toneladas vendidas de un 4% mientras que el precio promedio se mantuvo constante, esto se tradujo en un aumento de sus ventas en USD de aproximadamente 4%. La Sociedad percibió para los últimos dos años un precio promedio por tonelada de USD 1.150,00, mientras que a partir del último trimestre del ejercicio 2018 el precio promedio comenzó a disminuir para ubicarse en USD 1.130,00. El mismo se mantuvo durante los primeros 5 meses del ejercicio 2019.

Esto compara contra un precio promedio del commodity de grano de girasol y aceite de girasol durante el ejercicio 2018 de USD 336 y USD 707 respectivamente.

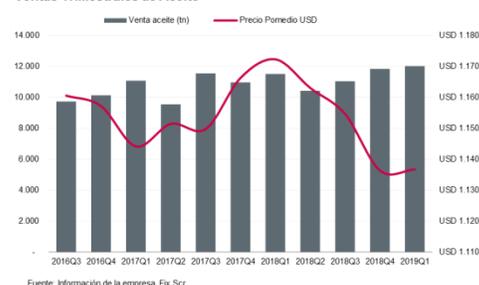
Hacia adelante, FIX según información provista por la compañía espera que los volúmenes de producción se mantengan estables, alrededor de 45 mil toneladas, y un aumento del precio en pesos debido a la continua depreciación del mismo frente al dólar cuando las ventas se realizan en esta última moneda. Cabe destacar que SEDA además de vender aceites de alto contenido oleico puro vende, para ciertos clientes, mezclas de aceite de alto contenido oleico y aceite de girasol común. Este último tiene un valor menor y tiene participación en la formación del precio promedio del segmento aceites de la compañía.

Ventas de Aceite



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ventas Trimestrales de Aceite



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Alimento Balanceado

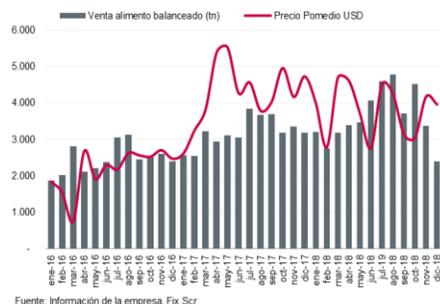
Seda elabora adicionalmente alimentos balanceados para mascotas y representa un 18% de las ventas y un 26% del EBITDA. SEDA cuenta con más de 120 clientes de alimentos balanceados, distribuidos en todo el país. La capacidad instalada para la producción de dicho alimento es de 150tn/día y la compañía utiliza el 90% del total.

El 47% del alimento para mascotas tiene como principal componente el maíz, para la totalidad del abastecimiento del mismo SEDA cuenta con siembras propias. La compañía suele sembrar diferentes variantes de maíz para tener diferentes fechas de cosecha y que no se superponga con la cosecha de girasol. La venta de alimentos para mascotas se realiza en pesos y se trabaja de acuerdo a los márgenes, el aumento de costos se le transfiere al cliente. Es un segmento que prácticamente no requiere de capital de trabajo, debido a que la venta es más corta que la compra de insumos.

En el último año las ventas del segmento crecieron en un 21% respecto al volumen del año anterior, mientras que el precio promedio por tonelada aumentó de USD 301 a USD 319. Como consecuencias las ventas totales tuvieron un aumento de aproximadamente 30% en dólares.

FIX, en base a información provista por la compañía, espera que las toneladas vendidas en este segmento aumenten levemente durante los próximos años y que los márgenes no presenten variaciones significativas en el futuro.

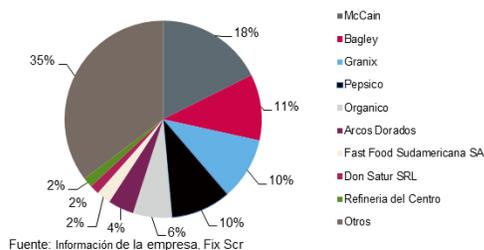
Ventas de Alimento Balanceado



Ventas Trimestrales de Alimento Balanceado



Participación de las ventas por cliente

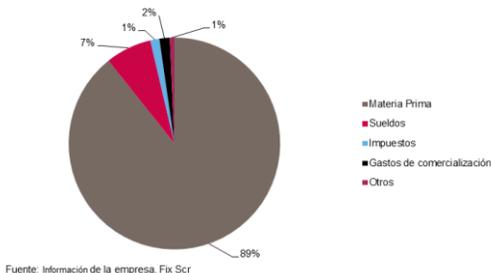


Clientes

Seda cuenta con más de 80 clientes, con contratos cuya duración alcanza desde los seis meses hasta los tres años (la mayoría son a plazos de 1 año). Ninguno de los clientes representa más del 20% de la facturación total de la Sociedad y los contratos que realizan con sus clientes son de exclusividad. No obstante, la compañía presenta cierta concentración por cliente ya que el 39% del total de ventas se encuentra concentrado entre Mc Cain, Bagley y Granix, parcialmente mitigado por la trayectoria y calidad crediticia de dichas contrapartes.

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 ya fija 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 de la fecha de pago.

Estructura de costos



Estructura de Costos

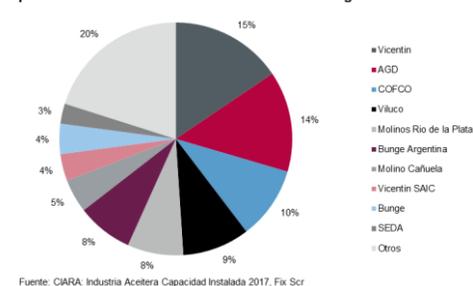
SEDA es una empresa intensiva en capital de trabajo. La sociedad posee una estructura de costos flexible ya que el principal costo de la compañía es la compra de materia prima para ser utilizada en la producción, y representa un 89% de los costos, mientras que el segundo costo más importante, sueldos y cargas sociales sólo representan un 7%. 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

Posición Competitiva

Seda cuenta con más de 80 clientes, con contratos cuya duración alcanza desde los seis meses hasta los tres años (la mayoría son a plazos de 1 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.

Según la Cámara de la Industria Aceitera de la República Argentina, SEDA tiene el 3% de la capacidad teórica de producción de aceite de girasol de argentina. La compañía lidera el mercado local de aceite alto oleico con un 95% de las ventas ya que es la única empresa que ofrece aceites todo el año. Sus principales competidores son Bunge y Molinos Cañuelas que producen aceite de alto contenido oleico solamente cuando hay granos disponibles en el mercado y tienen capacidad ociosa para producir este tipo de aceite.

Capacidad de Producción de Aceite de Girasol Argentina



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. Las inversiones de capital no van a estar relacionadas a la expansión, sino a aumentos en la rentabilidad, asimismo la compañía posee capacidad instalada ociosa suficiente para duplicar la producción de aceite crudo y aumentar un 20% la producción de aceite refinado sin inversiones de capital.

El crecimiento de la compañía actualmente está ligado a la exportación de aceite de alto contenido oleico. Durante el comienzo del 2019 se generó un aumento de la demanda internacional de este tipo de aceite por una falla en la producción en los mercados europeos por lo que, actualmente, el precio internacional del aceite de alto contenido oleico se encuentra aproximadamente USD 50 arriba del aceite de girasol. La compañía exporta el 10% de las ventas, pero debido a las buenas condiciones de comercio internacional esperadas por la compañía, durante el 2019 esperan llegar al 20%. De todos modos la principal venta de la compañía seguirá dirigida al mercado interno donde ya tienen contratos firmados con sus principales clientes.

Administración y calidad de los accionistas

SEDA es una empresa familiar que no mantiene vínculos con otras sociedades. Actualmente no posee un directorio independiente aunque sí cuenta con comisión fiscalizadora conformada por un síndico titular y un suplente. La compañía presenta sus balances PyME bajo las Normas Contables Argentinas.

Riesgo del Sector

La actividad agropecuaria es considerada fuertemente cíclica y se caracteriza por la generación de flujos volátiles. Los mismos responden al comportamiento errático de los precios internacionales de los granos y oleaginosas que responden a las cambiantes situaciones de oferta y demanda mundial para cada cultivo. A su vez, la oferta de cada cultivo es afectada por las condiciones climáticas de cada región que afectan el rinde de cada campaña.

El bajo nivel de producción generado por las condiciones climáticas desfavorables, el tipo de cambio atrasado, las cotizaciones internacionales oscilantes y las restricciones comerciales internacionales impactaron negativamente en el sector agrícola/granadero argentino en la campaña 2017/2018.

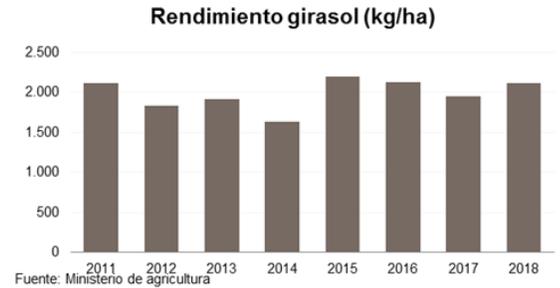
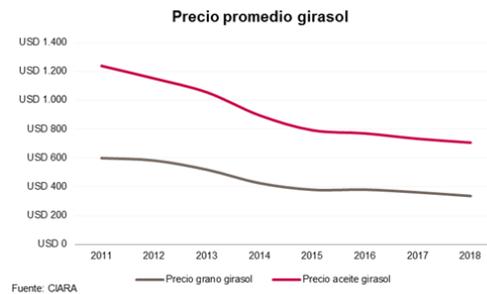
SEDA opera con productores asociados y con contratos de producción con chacareros, sin exponerse directamente a los mencionados riesgos. Sin embargo, dichos riesgos le impactan en forma indirecta a través de los precios y disponibilidad de su principal materia prima. Las condiciones climáticas pueden 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 la variación de costos 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 granos. 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.

Durante los últimos años el precio del grano de girasol y del aceite de girasol fue disminuyendo debido a un exceso de oferta a nivel mundial. La compañía no fue afectada por este fenómeno debido a que la misma, con la producción de grano y aceite de girasol de alto

contenido oleico forman parte de un nicho y el precio del mismo no responde en su totalidad al precio del commodity girasol.

Para la campaña 2018/2019 se prevé un ambiente propicio para el sector debido a que se espera que el peso se siga depreciando y aumentos en la producción de granos debido a las perspectivas de buenas condiciones climáticas. Asimismo, se proyecta que el precio del aceite de girasol de alto contenido oleico este por encima del promedio durante todo el ejercicio 2019 debido a una mala campaña europea que generará una disminución en la oferta mundial del mismo.



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. Este riesgo se encuentra parcialmente mitigado por los contratos de la compañía de producción con productores asociados y con chacareros.
- Baja diversificación del área geográfica y de producto. La totalidad de la producción de SEDA se encuentra en la zona núcleo del país,
- 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.

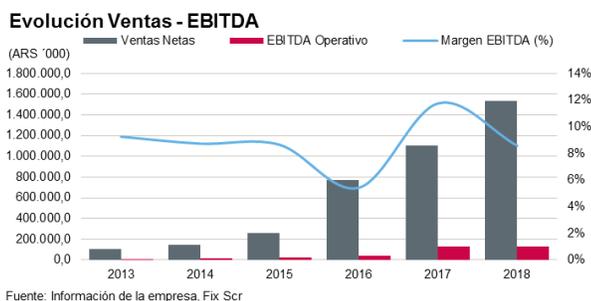
Perfil Financiero

Rentabilidad

Al cierre del ejercicio fiscal 2018, las ventas y EBITDA de SEDA alcanzaron los \$1.532 MM y \$131 MM respectivamente. El margen de EBITDA cayó de 11,7% en 2017 a 8,6% en 2018. La volatilidad en el margen de rentabilidad de la compañía está sujeto al tipo de cambio del momento de compra de la materia prima y el precio cerrado en los contratos de venta. Los mismos en niveles normales se encuentran alrededor de 8%-9%.

Durante el primer semestre cerrado en enero 2019, las ventas ajustadas por inflación aumentaron un 33% mientras que el EBITDA tuvo una mejora de 2,8x con respecto al mismo período del año anterior. Los márgenes pasaron de 5,4x en enero 2018 a 15,7 en enero 2019.

FIX estima que las ventas en términos corrientes del año fiscal 2019 se ubicarán en torno a \$2.500 MM con un EBITDA estimado de \$235 MM. Hacia adelante, esperamos que la rentabilidad muestre una tendencia de estable a levemente creciente en el segmento de aceites y alimento balanceado debido a una mayor eficiencia en la producción de aceites (SEDA durante el 2018 realizó inversiones para generar mejoras en la rentabilidad) e incrementos en precios promedios mayores a la inflación en ambos segmentos. En el mediano plazo, FIX estima márgenes normalizados de EBITDA en torno al 9%.

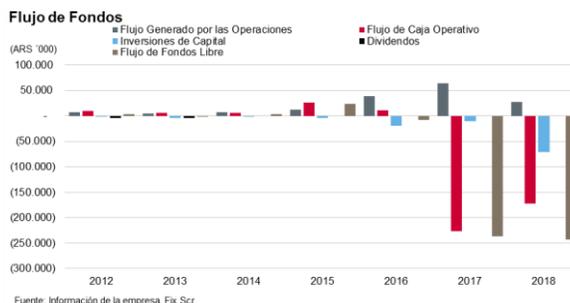


Flujo de Fondos

Al cierre del ejercicio 2018, SEDA exhibió resultados netos positivos por \$ 34 millones. Los mismos estuvieron afectados por aumentos en los pagos de intereses de deuda y pérdidas por tipo de cambio. A la misma fecha, la compañía tuvo necesidades de financiar capital de trabajo por aproximadamente \$ 200 millones debido, en mayor medida, a una disminución en los días de pago a proveedores, los mismos pasaron de 73 en 2017 a 20 en 2018. A su vez la compañía durante el 2018, realizó inversiones de capital por \$ 70,7 millones para la compra de un extractor de solvente que en un futuro permitirá incrementar la rentabilidad del negocio debido a que aumentará el porcentaje de recupero del mismo. Durante el ejercicio 2018 no se realizaron pago de dividendos.

Durante los primeros 6 meses del ejercicio 2019, SEDA presentó un FGO positivo de \$84 millones y una variación del capital de trabajo positiva por \$ 302 millones, por lo que exhibió un FCO de \$ 386 millones. A su vez, la compañía financió inversiones de capital por \$1,7 millones. Cabe destacar que dichos resultados se encuentran ajustados por inflación y no son comparables con los exhibidos en los ejercicios anteriores.

Las fluctuaciones que exhibe el FFL se explican principalmente por las necesidades de capital de trabajo (compra de grano para la aceite). En línea con la estrategia operativa de SEDA, FIX prevé que la compañía tenga FLL negativo durante los próximos años.



Liquidez y Estructura de Capital

A enero 2019, la deuda financiera se encontraba 100% en el corto plazo y correspondía a préstamos bancarios. La misma, ascendía a \$228 millones con una relación deuda/EBITDA de 0,5x y cobertura de intereses con EBTIDA de 3,8x.

La compañía, planea la emisión de la Obligación Negociable Serie II Clase I y II para la adquisición de materia utilizada para la producción de sus productos. Específicamente, para la adquisición de girasol a ser almacenado en silo bolsas para su oportuna utilización en la elaboración de los productos a medida que sea necesario al proceso industrial de la compañía.

A enero 2019, la posición de caja alcanzaba \$4,5 millones. La caja + los IRR cubrían apenas el 6% de la deuda de corto plazo. Cabe destacar que, a la misma fecha, la compañía poseía \$300 millones en cuentas por cobrar. Dicho monto contribuía a la liquidez de SEDA debido a que la calidad crediticia de sus contrapartes presenta una baja probabilidad de incobrabilidad.

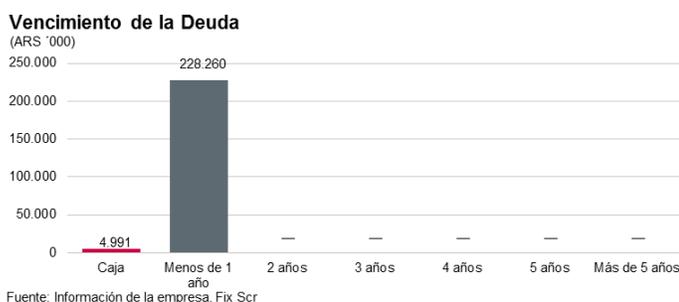
FIX estima que la estructura de capital no presentará grandes cambios hacia adelante, al menos en el mediano plazo. Además se espera que la relación entre endeudamiento y EBITDA se mantenga levemente por encima de 2,5x y los ratios de cobertura por encima de 1,5x.

Capitalización

ARS '000

Deuda de Corto Plazo	228.260	41%
Deuda de Largo Plazo	0	0%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	228.260	41%
Total Patrimonio	334.411	59%
Total Capital Ajustado	562.671	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



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. El apalancamiento se concentra en su totalidad al corto plazo exponiéndose a una mayor necesidad de refinanciación. Para los años siguientes, la compañía pretende financiarse con préstamos bancarios, proveedores y a través del mercado de capitales.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir de enero 2019 los estados contables se presentan ajustados por inflación

Resumen Financiero - SEDA P.I.C. S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Julio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NCP	NCP	NCP	NCP	NCP	NCP	NCP
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Periodo	37,04	27,34	17,67	15,04	9,19	8,21	5,51
Tipo de Cambio Promedio	36,17	20,05	15,64	12,50	8,70	7,04	4,99
Periodo	ene-19	2018	2017	2016	2015	2014	2013
	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	220.439	131.516	129.267	41.649	22.099	12.624	9.613
Margen de EBITDA	15,7	8,6	11,7	5,4	8,6	8,7	9,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	25,4	10,8	19,0	42,2	34,5	38,3	38,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	27,4	(15,9)	(21,6)	(1,0)	9,0	2,8	(2,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	46,4	23,7	69,3	89,9	72,5	50,5	38,1
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,4	1,6	7,5	49,6	14,1	7,0	3,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,8	2,9	12,9	52,5	23,4	11,3	4,4
EBITDA / Servicio de Deuda	0,8	0,2	0,5	2,0	2,0	1,7	0,7
FGO / Cargos Fijos	2,4	1,6	7,5	49,6	14,1	7,0	3,4
FFL / Servicio de Deuda	2,6	(0,4)	(0,8)	(0,3)	2,2	0,7	0,0
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,6	(0,3)	(0,7)	0,6	3,8	0,9	0,2
FCO / Inversiones de Capital	227,3	(2,4)	(22,7)	0,6	7,2	3,3	1,6
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	0,8	7,0	3,6	0,5	0,8	0,8	1,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,5	3,9	2,1	0,5	0,5	0,5	1,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,5	3,8	1,8	0,0	(0,3)	0,4	0,9
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	0,5	3,9	2,1	0,5	0,5	0,5	1,2
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDA Operativo	0,5	3,8	1,8	0,0	(0,3)	0,4	0,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	31,9	11,7	6,9	5,3	11,5	12,9	21,3
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Balance							
Total Activos	855.779	795.610	613.060	213.655	100.330	35.834	31.447
Caja e Inversiones Corrientes	4.991	10.071	29.332	18.792	17.819	1.647	2.599
Deuda Corto Plazo	228.260	506.954	268.103	19.605	10.177	6.226	11.082
Deuda Largo Plazo	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total	228.260	506.954	268.103	19.605	10.177	6.226	11.082
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	228.260	506.954	268.103	19.605	10.177	6.226	11.082
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	228.260	506.954	268.103	19.605	10.177	6.226	11.082
Total Patrimonio	334.411	159.548	125.685	73.580	28.507	14.009	8.485
Total Capital Ajustado	562.671	666.502	393.788	93.185	38.684	20.235	19.567
Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	84.172	26.847	64.638	38.540	12.388	6.628	5.272
Variación del Capital de Trabajo	302.099	(199.645)	(291.989)	(27.359)	14.413	(780)	623
Flujo de Caja Operativo (FCO)	386.271	(172.798)	(227.351)	11.181	26.801	5.848	5.895
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.699)	(70.793)	(10.011)	(18.812)	(3.709)	(1.794)	(3.746)
Dividendos	0	0	0	0	0	0	(4.286)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	384.572	(243.592)	(237.362)	(7.631)	23.092	4.054	(2.137)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(56.639)	6.941	(22.057)	3.871	(13.871)	0	0
Variación Neta de Deuda	(278.694)	238.851	248.498	9.428	3.951	(4.856)	1.700
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	(825)	(870)	(150)	0
Variación de Caja	49.239	2.200	(10.921)	4.843	12.302	(952)	(437)
Estado de Resultados							
Ventas Netas	1.403.115	1.532.713	1.100.351	768.264	255.525	144.577	103.884
Variación de Ventas (%)	109,8	39,3	43,2	200,7	76,7	39,2	37,0
EBIT Operativo	217.262	119.121	123.213	36.439	19.354	10.538	7.906
Intereses Financieros Brutos	58.702	45.175	9.988	793	945	1.114	2.179
Resultado Neto	57.315	33.864	69.008	45.912	15.414	5.675	3.437
Otros Indicadores							
IRR	9.829	92.729	124.216	N/A	N/A	N/A	N/A
Deuda Total Neta de IRR	218.431	414.225	143.888	N/A	N/A	N/A	N/A
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	0,5	3,1	1,1	N/A	N/A	N/A	N/A
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	0,5	3,1	0,9	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.
- **FCO**: Flujo generado por operaciones.
- **FFL**: Flujo libre de fondos.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Pyme Clase II Serie I

Monto Autorizado:	En conjunto o forma individual por un vn de hasta \$40MM ampliable a \$200MM (o su equivalente en otras monedas)
Monto Emisión:	N/A
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	N/A
Fecha de Vencimiento:	365 días desde fecha de emisión
Amortización de Capital:	25% el noveno mes, 25% décimo mes, 25% décimo primero mes y el 25% restante en fecha de vencimiento
Intereses:	N/A
Cronograma de Pago de Intereses:	Mensual
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

Obligación Negociable Pyme Clase II Serie II

Monto Autorizado:	En conjunto o forma individual por un vn de hasta \$40MM ampliable a \$200MM (o su equivalente en otras monedas)
Monto Emisión:	N/A
Moneda de Emisión:	Dólares estadounidenses
Fecha de Emisión:	N/A
Fecha de Vencimiento:	365 días desde fecha de emisión
Amortización de Capital:	25% el noveno mes, 25% décimo mes, 25% décimo primero mes y el 25% restante en fecha de vencimiento
Intereses:	N/A
Cronograma de Pago de Intereses:	Mensual
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 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 **14 marzo de 2019**, confirmó(*) en la categoría **BBB(arg)** la calificación de emisor de **S.E.D.A. P.I.C. S.A.**:

Asimismo, el citado consejo asignó(*) en la categoría **A2(arg)** la calificación de corto plazo de las Obligaciones Negociables PyME Clase I Serie I* y Clase I Serie II* a emitir

* En conjunto o individual por un valor nominal de hasta \$40 millones o su equivalente en otras monedas (ampliables hasta \$200 millones).

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.

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.

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 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.

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.

Fuentes

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

- Estados financieros anuales hasta el 31-10-2017 y desde el 31-07-2012 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: Fernando Roque Milanese.).
- Estados financieros semestrales al 31-01-2019.

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 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 disseminación 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.