

Ángel Estrada y Compañía S.A. (AES A)

Informe integral

Calificaciones

Emisor (Largo Plazo)	BBB(arg)
Emisor (Corto Plazo)	A2(arg)
ON Clase 2 por hasta \$110 MM (*)	BBB(arg)
ON Clase 3 por hasta U\$S1,5 MM (*)	BBB(arg)
ON Clase 4 por hasta \$60 MM (*)	BBB(arg)

(*) Ampliable en conjunto o en forma individual hasta \$200 MM.

Perspectiva

Calificaciones de Largo Plazo Estable

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Consolidado	31/03/2019	30/06/2018
(\$ miles)	9 meses(*)	12 Meses
Total Activos	2.067.645	1.074.115
Deuda Financiera	547.676	270.634
Ingresos	1.232.601	980.952
EBITDA	312.099	161.493
EBITDA (%)	25,3	16,5
Deuda Total / EBITDA	1,3	1,7
Deuda Neta Total / EBITDA	0,3	0,3
EBITDA / Intereses	2,2	1,6

(*) Ajustado por inflación. No comparable con ejercicios 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

Natalia Burcez
Analista
+54 11 5235-8133
natalia.burcez@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso
Director Asociado
+54 11 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable Sector

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

Factores relevantes de la calificación

Márgenes estables en contexto adverso: FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX- considera que la compañía logró sostener su rentabilidad en un contexto de fuerte caída en el consumo masivo debido principalmente a una relativa inelasticidad en la demanda que se encuentra influenciada por el crecimiento poblacional y la matrícula escolar. Ángel Estrada y Compañía S.A. (AES A) detentó márgenes del 25,3% a marzo 2019 que comparan positivamente contra el mismo periodo del año anterior (23,4%), producto de una eficientización de costos mitigaron la caída de ventas reales del 10%. Hacia adelante, FIX estima que la compañía continuará presentando márgenes estables.

FFL negativo próximos dos años: FIX estima que la compañía presentará en los próximos dos años un FFL negativo debido a elevadas necesidades de capital de trabajo, aunque revirtiéndose hacia adelante debido a un menor nivel de inversiones. AES A detenta elevadas necesidades de capital de trabajo concentradas en el segundo trimestre del ejercicio. A marzo 2019 la compañía generó flujo operacional por \$53,6 millones con necesidades de capital de trabajo de \$121 millones. Las inversiones de capital por \$60 millones generaron un Flujo de Fondos Libres (FFL) negativo de \$128 millones.

Exposición a precios de materia prima y concentración en un proveedor: A diferencia de su principal competidor, AES A no posee un esquema de integración vertical, lo que expone a la compañía a variaciones en los precios de la materia prima y una posible mayor volatilidad en los márgenes. La compañía se encuentra expuesta a una elevada concentración de proveedores ya que, en promedio, Celulosa Argentina S.A. (calificada por FIX en “BBB-(arg)” con RWN) le provee alrededor del 90% de la materia prima.

Negocio maduro y fuerte participación de mercado: AES A presenta una generación de fondos estable, pero estacional, sustentada por un fuerte reconocimiento de marca, una participación de mercado de aproximadamente el 40% en una industria caracterizada por altas barreras de entrada, y por desarrollar sus actividades en un sector con crecimiento acotado y correlacionado con la evolución de la demografía poblacional y la matrícula escolar.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación podría verse presionada a la baja ante un debilitamiento en la posición de liquidez y en las coberturas de intereses en un contexto de elevadas tasas de interés, baja liquidez en el mercado de capitales y de demanda deprimida. FIX no observa una suba de calificación en el mediano plazo.

Liquidez y Estructura de Capital

Liquidez adecuada: FIX considera que la compañía presenta una adecuada liquidez. A marzo 2019 la posición de caja y equivalentes era de \$418,6 millones y cubría el 84% de la deuda de corto plazo. Teniendo en cuenta el EBITDA anualizado cubre totalmente la deuda financiera total de la compañía.

Apalancamiento cíclico: La deuda total a marzo 2019 ascendía a \$547 millones, de los cuales \$497 millones correspondían a deuda de corto plazo, compuesto 74% por ONs y el resto por préstamos bancarios. En junio 2019 la compañía realizó el pago de los VCP VII y VIII por \$160 millones aproximadamente. La compañía presenta contratos de cobertura que mitigan el descalce de moneda y líneas bancarias disponibles por encima de los \$500 millones. El apalancamiento medido con EBITDA a marzo 2019 se ubica en 1.3x con coberturas de 2.2x. Hacia adelante, FIX espera que estos valores se mantengan relativamente estables.

Perfil del negocio

AESA posee tres unidades de negocio, siendo la principal la conversión de papel para los segmentos de papelería comercial y escolar. En la actualidad, la compañía comercializa sus productos a través de más de 10 marcas propias y licencias. Los otros dos segmentos son servicios de distribución y la actividad agropecuaria.



Fuente: Fix Scr, en base a información de gestión.

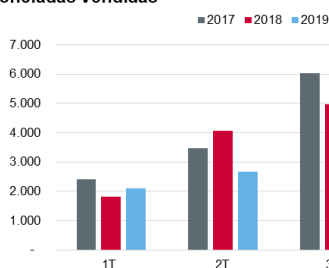
Operaciones

Papelería escolar y comercial (95% de ventas)

AESA tiene una trayectoria cercana a los 150 años en los segmentos de papelería escolar y comercial bajo un portafolio diversificado entre primeras y segundas marcas como Rivadavia, Laprida, Arte y América, entre otras. La compañía destina la gran mayoría de su producción al mercado interno y por lo tanto se encuentra expuesta a la evolución de la demanda total.

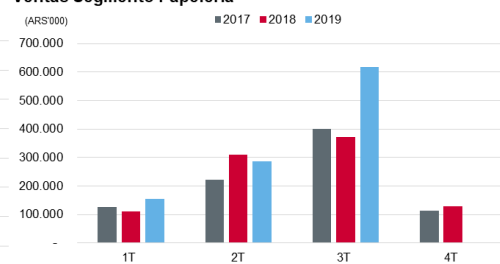
Debido a la estacionalidad de las ventas, con una concentración del 50% entre diciembre y marzo, la compañía presenta picos de producción hacia la segunda mitad del año. Durante los primeros 9 meses del 2019 las toneladas vendidas de papel presentaron una caída interanual del 8%, lo que implica una caída en términos reales de las ventas totales de un 10%.

Toneladas Vendidas



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

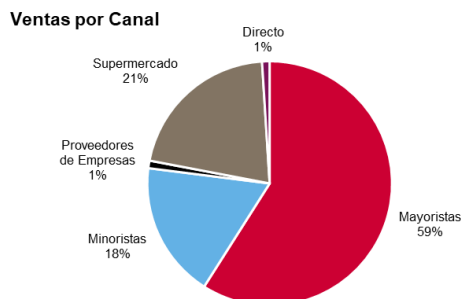
Ventas Segmento Papelería



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

AESA distribuye sus productos principalmente entre mayoristas y cadenas de supermercados, sin una concentración significativa de clientes ya que los primeros 15 clientes de un total de 500, representan alrededor del 40% de las ventas totales.

El segmento de exportación representa el 4,5% de las ventas totales de este segmento siendo los principales destinos EE.UU., Uruguay y México.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Los principales proveedores de la compañía son Celulosa Argentina (papel), calificada por FIX en BBB-(arg) RWN. Papelera Tucumán (papel), Gráfica Offset (impresión y gráfica), Cifiva (cartón) y Smurfit (cajas de cartón).

La relación con el proveedor principal, Celulosa, es de largo plazo, lo que facilita la negociación de las condiciones de pago, obteniendo descuentos por cantidad y pago anticipado.

Unidad de Negocio de Distribución (4% de ventas a marzo 2019)

AESA además de distribuir sus productos a lo largo del país, presta un servicio de distribución y logística a terceros. Actualmente posee cuatro clientes que presentan cierta similitud con la actividad principal de AESA, por lo que el destino de la mercadería suele ser coincidente. Este servicio es brindado desde el depósito alquilado en Esteban Echeverría de 12.000 m², que también es utilizado para la mercadería de la compañía. Este segmento representa el 4% de las ventas totales.

Unidad de negocio: Actividad Agropecuaria

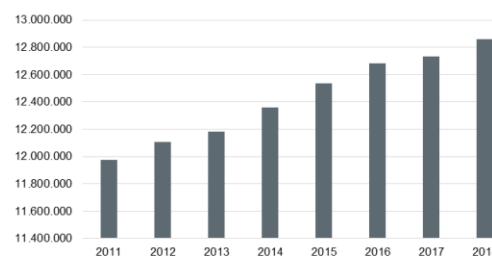
A partir de noviembre 2017 la compañía realiza operaciones de capitalización de hacienda con destino a engorde y venta en campos arrendados en la localidad de Pampa del Indio, Chaco, que cubre una superficie total de 808 hectáreas, en donde se encuentra el total de stock de activos biológicos que a marzo 2019 era de \$3,8 millones.

Durante los 9 meses del ejercicio en curso, este segmento arrojó un resultado negativo de \$4,5 millones. No esperamos que esta unidad de negocio detente una fuerte participación en los ingresos de la compañía en el mediano plazo.

Riesgo del sector

El consumo masivo se caracteriza por ser inherentemente discrecional, por lo que el entorno macroeconómico y por ende el ingreso disponible de los consumidores son variables relevantes que determinan los niveles de actividad del sector. Debido a esto las expectativas de demanda deprimida tienden a que el consumo se retraiga. No obstante, el sector de conversión de papel, no se encuentra directamente afectado por estas dinámicas ya que su demanda se encuentra asociada a la matrícula escolar y crecimiento de la población, durante el 2018 la matrícula escolar creció un 1.0%.

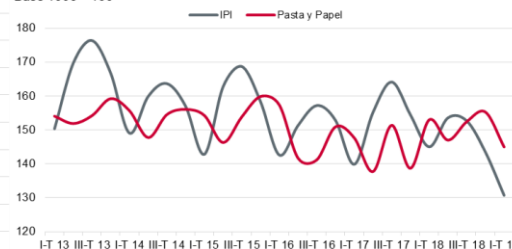
Matrícula Escolar



Fuente: Ministerio de Educación, Cultura, Ciencia y Tecnología.

Índice de Producción Industrial

Base 1993 = 100



Fuente: Elaborado por FIX, en base a Fundación de Investigaciones Económicas Latinoamericanas

De todos modos, si bien la demanda es relativamente estable, los niveles de producción y los costos de la industria pueden verse afectados por la disponibilidad y precios internacionales de las materias primas. En el caso de Argentina, además, los productores de papel cuentan con el apoyo de medidas proteccionistas (aranceles sobre el precio), lo que dificulta el acceso de los conversores de papel a materias primas extranjeras a menores costos.

Posición competitiva

La participación de mercado de AESA se encuentra entre el 38% y el 40%, detrás del líder Ledesma que tiene entre el 40% y el 42%. El resto del mercado es ocupado por múltiples compañías con baja participación. El reconocimiento del portafolio de marcas de la compañía actúa como barrera de entrada para competidores extranjeros, especialmente en lo referente a papelería escolar.

Administración y calidad de los accionistas

Ángel Estrada es una compañía familiar, cuyo accionista principal es Zsolt T.J. Agardy posee el 95,05% del paquete accionario. La compañía presenta sus Estados Contables en Normas NIIF y su auditor es Becher y Asociados S.R.L.

Estrategia de la compañía

La estrategia general de AESA consiste en continuar consolidándose como líder del mercado argentino en los segmentos de papelería escolar y comercial, mientras que se incrementa la participación en el mercado externo.

Además, la compañía planea continuar desarrollando el negocio de distribución para ciertos clientes que deseen tercerizar su logística. AESA espera que el nuevo negocio le aporte aproximadamente un 16% del EBITDA una vez que el mismo alcance su etapa de maduración en el mediano plazo.

Factores de riesgo

Estacionalidad de ventas: Ángel Estrada concentra el 50% de las ventas entre diciembre y marzo en relación con el ciclo escolar, generando necesidades de capital de trabajo y financiamiento estacionales, con el consecuente impacto en la generación de fondos.

Exposición a precios de materias primas: A diferencia de otros competidores del sector, Ángel Estrada no posee un esquema de integración vertical, por lo que se encuentra expuesto a las variaciones en los precios de su materia prima principal, el papel.

Concentración de Proveedores de pasta de papel: el sector y, en particular AESA, se encuentran expuestos a una elevada concentración de proveedores ya que, en promedio, Celulosa le provee alrededor del 90% de la materia prima.

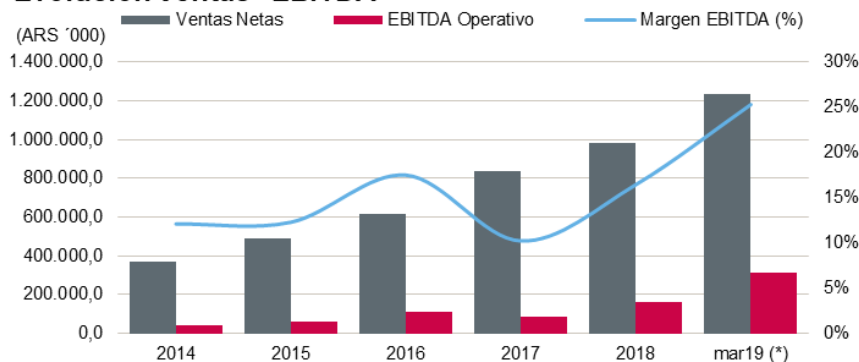
Perfil financiero

Rentabilidad

AESA presenta una rentabilidad estacional, con márgenes que suelen incrementarse progresivamente en los primeros tres trimestres del ejercicio para luego normalizarse en el cuarto trimestre. Las ventas, por su parte, se concentran principalmente en el segundo y tercer trimestre del ejercicio fiscal y suele ser relativamente estable en términos reales a través del ciclo debido a una relativa inelasticidad en la demanda que se encuentra influenciada por el crecimiento poblacional y la matrícula escolar. Durante los 9 meses transcurridos del ejercicio 2019, las ventas en toneladas acumuladas a marzo cayeron un 8,0% en relación a las del mismo período del año anterior, en línea a esto, las ventas reales detentaron una caída interanual del 10%.

A marzo 2019, las ventas de la compañía fueron de \$1.233 millones con un EBITDA de \$312 millones, lo que generó márgenes del 25,3%, que comparan positivamente con los observados en marzo 2018 del 23,4% producto de una política eficiente en costos. Hacia adelante, FIX estima que la compañía continuará presentando márgenes estables.

Evolución Ventas - EBITDA



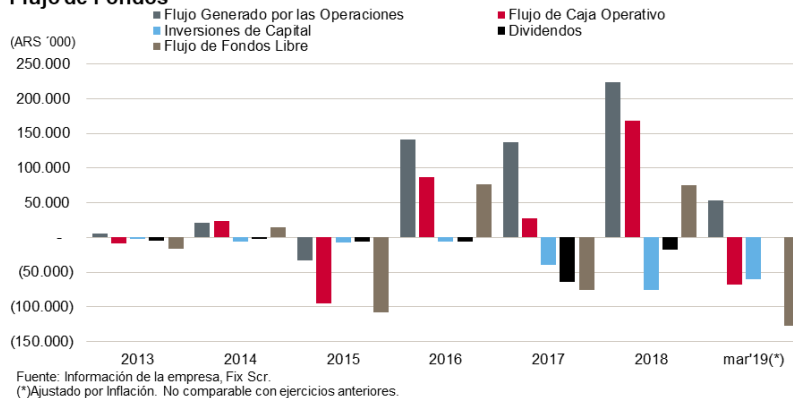
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr
(*) Ajustado por inflación. No comparable con ejercicios anteriores.

Flujo de Fondos

AESA concentra el 50% de sus ventas entre los meses de diciembre y marzo, por lo que los flujos de fondos y las necesidades de capital de trabajo se ven afectados por una importante estacionalidad. Por esto mismo, el flujo de caja operativo suele ser negativo en los primeros dos trimestres del ejercicio fiscal. De la misma forma, el endeudamiento presenta estacionalidad con un incremento en el segundo trimestre fiscal debido a que en dicho período se concentra gran parte de las actividades de producción.

Durante los nueve meses transcurridos del ejercicio 2019 la compañía presentó un Flujo Generado por Operaciones (FGO) de \$53,6 millones. Las elevadas necesidades de capital de trabajo en torno a los \$121 millones, generaron un Flujo de Caja Operativo (FCO) negativo por \$68 millones. Además, la compañía realizó inversiones de capital de \$60 millones que arrojaron un Flujo de Fondos Libres (FFL) negativo por \$128 millones. FIX estima que el FFL continuará siendo negativo en los próximos años.

Flujo de Fondos



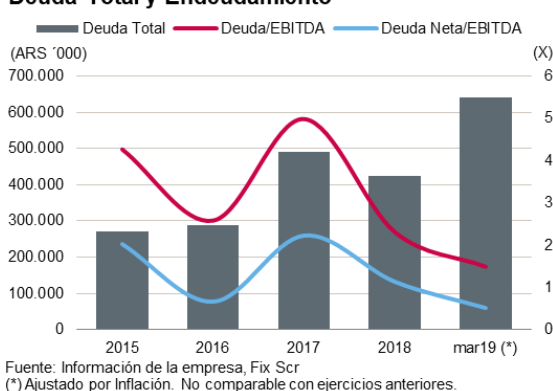
Estructura de capital

La compañía presenta métricas crediticias estacionales en línea con la naturaleza de su negocio. A marzo 2019, la cobertura de intereses con EBITDA fue de 2.2x que compara con 2.6x en 2018. Asimismo la compañía presenta un bajo nivel de apalancamiento, a marzo 2019 la relación de deuda a EBITDA fue de 1.3x. Hacia adelante, FIX espera que la compañía mantenga coberturas de intereses en torno a 1.5x EBITDA.

La deuda total a marzo 2019 era de \$547 millones, de los cuales el 91% se concentraba en el corto plazo. La deuda financiera estaba compuesta un 74% por Obligaciones Negociables y el resto por préstamos bancarios.

El 18 de junio de 2019 la compañía abonó el total de los VCP emitidos por \$83 millones correspondientes al VCP VII y USD 2,2 millones correspondientes al VCP VIII. Sumado a esto, junto con las cancelaciones de préstamos bancarios el saldo de deuda financiera total a mayo 2019 se encuentra en torno a los \$230 millones.

Deuda Total y Endeudamiento



Capitalización marzo 2019

ARS '000		
Deuda de Corto Plazo	496.627	31%
Deuda de Largo Plazo	51.049	3%
Otros	92.510	6%
Deuda Total Ajustada	640.187	40%
Total Patrimonio	961.969	60%
Total Capital Ajustado	1.602.156	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez

FIX considera que AESA presenta una liquidez adecuada aunque estacional, con una posición de caja y equivalentes de \$418 millones a marzo 2019 que cubría el 84% de la deuda corriente.

Liquidez - Ángel Estrada S.A.

ARS '000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	01/03/2019
EBITDA Operativo	31.432	44.491	60.090	108.278	85.475	161.493	312.099
Caja e Inversiones Corrientes	29.135	42.624	141.913	215.057	271.690	214.704	418.576
Deuda Corto Plazo	36.838	35.437	239.283	251.876	342.033	69.016	496.627
Deuda Largo Plazo	1.875	3.251	4.268	465	48.161	201.618	51.049

Indicadores Crediticios

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

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

03-2019 Ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que AESA posee una adecuada flexibilidad financiera con acceso a préstamos de entidades bancarias, incluyendo préstamos sindicados y al mercado de capitales desde hace aproximadamente 15 años. La compañía posee líneas bancarias disponibles por encima de los \$500 millones con más de 10 bancos y SGR.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Ángel Estrada S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NIIF mar-19 9 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses	NIIF 2016 12 meses	NIIF 2015 12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	312.099	161.493	85.475	108.278	60.090
EBITDAR Operativo	322.011	182.992	98.569	112.174	63.347
Margen de EBITDA	25,3	16,5	10,2	17,5	12,3
Margen de EBITDAR	26,1	18,7	11,8	18,1	13,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	17,0	36,4	25,6	44,4	3,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(10,4)	7,6	(9,0)	12,3	(22,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	29,0	11,5	26,0	27,4	15,9
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,4	3,2	2,7	3,0	0,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,2	1,6	1,1	1,5	1,3
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	2,1	1,5	1,1	1,5	1,3
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	1,0	0,2	0,3	0,2
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,5	1,1	0,2	0,3	0,2
FGO / Cargos Fijos	1,4	3,2	2,7	3,0	0,3
FFL / Servicio de Deuda	0,0	1,0	0,0	0,5	(0,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,6	2,3	0,7	1,1	0,3
FCO / Inversiones de Capital	(1,1)	2,2	0,7	15,6	(13,8)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,3	1,2	2,1	1,3	18,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,3	1,7	5,7	2,7	4,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,5	0,3	2,6	0,7	2,1
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,5	2,3	5,0	2,6	4,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,5	1,1	2,2	0,7	2,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	42,5	30,3	24,9	29,0	31,8
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	90,7	25,5	87,7	99,8	98,2
Balance					
Total Activos	2.067.645	1.074.115	1.077.209	585.459	446.385
Caja e Inversiones Corrientes	418.576	214.704	271.690	215.057	141.913
Deuda Corto Plazo	496.627	69.016	342.033	251.876	239.283
Deuda Largo Plazo	51.049	201.618	48.161	465	4.268
Deuda Total	547.676	270.634	390.194	252.341	243.551
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	547.676	270.634	390.194	252.341	243.551
Deuda Fuera de Balance	92.510	152.318	101.200	37.316	26.799
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	640.187	422.952	491.394	289.657	270.350
Total Patrimonio	961.969	527.290	407.006	200.222	137.157
Total Capital Ajustado	1.602.156	950.242	898.400	489.879	407.506
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	53.602	224.130	136.842	141.725	(33.106)
Variación del Capital de Trabajo	(121.451)	(55.932)	(108.992)	(54.701)	(61.462)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(67.849)	168.198	27.850	87.024	(94.567)
Inversiones de Capital	(59.822)	(75.880)	(39.064)	(5.580)	(6.835)
Dividendos	0	(17.330)	(63.911)	(5.326)	(6.391)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(127.672)	74.988	(75.125)	76.118	(107.793)
Otras Inversiones, Neto	225.633	80.965	(41.308)	(1)	0
Variación Neta de Deuda	131.315	(133.675)	131.307	1.316	202.514
Variación de Caja	229.276	22.278	14.874	77.433	94.720
Estado de Resultados					
Ventas Netas	1.232.601	980.952	835.425	618.332	488.253
Variación de Ventas (%)	(10,0)	17,4	35,1	26,6	32,9
EBIT Operativo	276.018	137.895	75.554	104.278	56.960
Intereses Financieros Brutos	140.859	100.171	80.087	71.956	44.814
Alquileres	9.912	21.499	13.094	3.896	3.257
Resultado Neto	164.308	53.707	78.831	46.232	20.841

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
- NIIF: Normas internacionales de información financiera.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Clase 2

Monto Autorizado:	\$ 110 millones (ampliable en forma conjunta con las ON 3 y 4 o en forma individual por hasta \$200 millones (o su equivalente en otras monedas)).
Monto Emisión:	\$100,5 millones
Moneda de Emisión:	Pesos
Fecha de Emisión:	04 de abril de 2018
Fecha de Vencimiento:	04 de abril de 2020
Amortización de Capital:	En dos cuotas, la primera del 25% el 4 de octubre de 2019 y la última del 75% el 04 de abril del 2020.
Tasa de Interés:	Tasa BADLAR Privada más un margen del 5%.
Cronograma de Pago de Intereses:	Pago trimestral, el primero es el 04 de julio de 2018.
Destino de los fondos:	Será utilizado para la refinanciación de pasivos, financiación de capital de trabajo y compra de bienes de uso.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	La emisora podrá rescatar las Obligaciones Negociables por razones impositivas.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Obligación Negociable Clase 3

Monto Autorizado:	USD 1,5 millones (ampliable en forma conjunta con las ON 2 y 4 o en forma individual por hasta \$200 millones (o su equivalente en otras monedas)).
Monto Emisión:	USD 1,666 millones
Moneda de Emisión:	Dólares Estadounidenses
Fecha de Emisión:	04 de abril de 2018
Fecha de Vencimiento:	04 de abril de 2020
Amortización de Capital:	En su totalidad al vencimiento.
Tasa de Interés:	7,50%
Cronograma de Pago de Intereses:	Pago trimestral, el primero el 04 de julio de 2018.
Destino de los fondos:	Será utilizado para la refinanciación de pasivos, financiación de capital de trabajo y compra de bienes de uso.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	La emisora podrá rescatar las Obligaciones Negociables por razones impositivas.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Obligación Negociable Clase 4

Monto Autorizado:	\$60 millones (ampliable en forma conjunta con las ON 2 y 4 o en forma individual por hasta \$200 millones (o su equivalente en otras monedas)).
Monto Emisión:	\$50 millones
Moneda de Emisión:	Pesos
Fecha de Emisión:	04 de abril de 2018
Fecha de Vencimiento:	04 de abril de 2023
Amortización de Capital:	En tres cuotas anuales, las dos primeras por el 33% el 04 de abril de 2021 y el 04 de abril de 2022, la tercera por el 34% el 03 de abril de 2023.
Tasa de Interés:	Tasa BADLAR Privada más un margen del 5,5%.
Cronograma de Pago de Intereses:	Pago trimestral, el primero el 04 de julio de 2018.
Destino de los fondos:	Será utilizado para la financiación de capital de trabajo e inversión y/o la construcción de las instalaciones para el nuevo depósito.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	La emisora podrá rescatar las Obligaciones Negociables por razones impositivas.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Anexo IV. Dictamen de Calificación

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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **27 de junio de 2019**, confirmó* en la Categoría 'BBB(arg)' la calificación al emisor de largo plazo de Ángel Estrada S.A. (AESA), y de los siguientes títulos:

- ON Clase 2 por hasta \$110 MM (*)
- ON Clase 3 por hasta U\$S1,5 MM (*)
- ON Clase 4 por hasta \$60 MM (*)

(*) Ampliable en conjunto o en forma individual hasta \$200 MM.

Asimismo, confirmó* en "A2(arg)" la calificación al emisor de corto plazo de AESA.

La Perspectiva es **Estable**.

Categoría BBB(arg): "BBB" en escala 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 los 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 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.

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. 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.

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

Fuentes

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

- Estados financieros consolidados hasta el 31/03/2019 y desde el 30-06-2014 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *BECHER Y ASOCIADOS S.R.L.*).
- Prospecto del *Programa de Obligaciones Negociables Simples (no Convertibles en Acciones)* por un valor nominal de hasta USD 50 millones (o su equivalente en otras monedas) de fecha 10 de noviembre de 2017.
- Suplemento de precios de las Obligaciones Negociables 2, 3 y 4.

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.