

Informe Integral

Red Surcos S.A.

Factores relevantes de la calificación

ON Serie IX: FIX (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX- confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo de Red Surcos S.A. (Red Surcos) y de las Obligaciones Negociables de Largo Plazo previamente emitidas por la compañía en A-(arg) Perspectiva Estable y asignó en la misma categoría a las Obligaciones Negociables Serie IX VS a ser emitidas. La calificación se fundamenta en la consolidación de la mejora financiera evidenciada en los últimos años, un manejo adecuado del capital de trabajo manteniendo altas tasas de crecimiento de ventas en un contexto operativo más desafiante por problemas logísticos, de abastecimiento y de aumento de precios de las principales materias primas que le significó menores márgenes de EBITDA, sumado a la mejora en la flexibilidad financiera derivada del aumento de las líneas de crédito disponibles que se incrementaron hasta alcanzar el equivalente a USD 75 millones a agosto 2022 con un menor costo financiero y del soporte brindado por el accionista principal mediante la capitalización de créditos por ARS 593 millones. Asimismo la calificación contempla el fuerte posicionamiento de mercado y la expectativa de un constante crecimiento junto a una recuperación de los márgenes a partir del renovado impulso al área de investigación y desarrollo que le permitirán mantener su posicionamiento local y aumentar la inserción en los mercados externos.

Consolidación de mejora financiera: La compañía logró mantener la reducción de deuda y nivel de apalancamiento evidenciado al cierre de 2020 controlando los niveles de capital de trabajo en un contexto de crecimiento de ventas y caída de márgenes. Al cierre de 2021 la deuda alcanzó los USD 49 millones contra USD 46 millones del período anterior, con un apalancamiento de 1.8x contra 1.5x en 2020 debido a menores niveles de EBITDA. Al cierre de mayo 2022 la deuda aumentó en USD 30 millones, hasta alcanzar los USD 79 millones, debido a aumentos en el capital de trabajo: mientras las cuentas por pagar disminuyeron en USD 8 millones, los inventarios se elevaron USD 7 millones por adelantamientos de importaciones de materias primas e insumos, a la vez que las cuentas por cobrar tuvieron un aumento de USD 11 millones, relacionados con alargamiento de plazos de financiación a clientes y un mayor descuento de valores en entidades financieras, en detrimento de la securitización de cartera vía fideicomisos financieros. FIX entiende que el aumento en el nivel de deuda es transitorio y espera una gradual reducción vía menor utilización de capital de trabajo, manteniendo niveles de apalancamiento conservadores menores a 2.0x.

Adecuada flexibilidad financiera: Red Surcos más que duplicó los montos de las líneas de crédito disponibles hasta alcanzar el equivalente a USD 75 millones al cierre de agosto 2022, lo que junto al soporte brindado por el accionista principal mediante la capitalización de créditos por ARS 593 millones, son consideradas por FIX como una sustancial mejora en la capacidad de enfrentar situaciones financieras desfavorables en el corto plazo. La compañía además cuenta con buen acceso al mercado de capitales a través de emisiones de Obligaciones Negociables y de Fideicomisos Financieros.

Fuerte posicionamiento de mercado: La compañía conserva buenas métricas crediticias, continúa creciendo y aumentando la proporción de productos con Nanotecnología manteniéndose dentro de las 10 compañías más grandes del mercado de fitosanitarios pese a que se vio afectada en el último año por problemas de abastecimientos, logísticos e incrementos de los precios de las materias primas que derivaron en márgenes de EBITDA del 22% al cierre de 2021, sustancialmente menores al promedio de 36% de los 3 años anteriores. FIX espera un continuo crecimiento de ventas, con niveles de venta en torno a los USD 140 millones y una recuperación del margen EBITDA en torno al 27%.

Impulso a Investigación y Desarrollo: La compañía está expandiendo fuertemente la dotación del área de investigación y desarrollo lo cual se espera a futuro le permita mantener,

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	A-(arg)
ON Serie V	A-(arg)
ON Serie VI Clase B	A-(arg)
ON Serie VII	A-(arg)
ON Serie VIII Clase A VS	A-(arg)
ON Serie IX VS	A-(arg)
Perspectiva	Estable
Emisor de Corto Plazo	A2(arg)

Resumen Financiero

Red Surcos S.A. (Red Surcos)

Consolidado	31/05/2022	31/08/2021
(\$ miles constantes a may-22)	Ult. 12 Meses	12 Meses
Total Activos	17.775.954	15.706.971
Deuda Financiera	9.544.560	7.034.595
Ingresos	18.317.047	18.459.067
EBITDA	3.777.576	4.005.749
EBITDA (%)	20,6	21,7
Deuda Total / EBITDA (x)	2,5	1,8
(Deuda Neta - IRR) / EBITDA (x)	2,5	1,7
EBITDA / Intereses(x)	1,0	1,3

Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, Junio 2014](#)

Informes Relacionados

[Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, Junio 2022](#)

[Calificación de ON Simple Serie VIII Clase A - Vinculado a la Sostenibilidad.](#)

Analistas

Analista Principal
 Martín Suárez
 Analista
martin.suarez@fixscr.com
 +54 11 5235-8138

Analista Secundario
 Cándido Pérez
 Director Asociado
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235-8119

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

consolidar y aumentar su posicionamiento local y principalmente en el mercado internacional. Las necesidades de CAPEX de la compañía han sido históricamente bajas no superando los USD 0.8 millones por año, aunque hacia adelante se espera cierto incremento relacionado con la instalación de un nuevo laboratorio cuya inversión adicionaría USD 1 millón al monto histórico.

Exposición a insumos importados: El 60% de las compras que hace la compañía corresponden a componentes activos importados de difícil sustitución, por lo que factores domésticos como restricciones a las importaciones y depreciación de la moneda o factores externos como problemas de abastecimiento y aumento de precios de dichos componentes que no puedan ser trasladados inmediatamente a precios afectan su operatoria y márgenes.

Sensibilidad de la calificación

La calificación considera un crecimiento orgánico con bajo nivel de inversiones y acotadas necesidades de capital de trabajo por lo que una estrategia de crecimiento acelerada que implique mayores necesidades de deuda elevando sostenidamente el apalancamiento por encima de 2x y que deteriore las coberturas de intereses podría derivar en una baja de calificación.

Recuperación de márgenes de rentabilidad, manteniendo el crecimiento y una sustancial mayor participación de ventas internacionales conservando ratios de apalancamiento menores a 2x y elevando los niveles de cobertura de intereses, sumado a una mejora de la liquidez podrían tener un impacto crediticio positivo.

Liquidez y Estructura de Capital

Acotada liquidez: A mayo 2022, la deuda de corto plazo era de USD 68 millones y representaba el 86% de la deuda total, mientras que la posición de caja alcanzaba USD 0.5 millones y los inventarios de rápida realización los USD 0.2. A su vez, el EBITDA (año móvil) sólo cubre el 46% de la deuda de corto plazo. La deuda total está compuesta en un 25% por deuda bancaria, entre préstamos y descubiertos, un 28% de obligaciones negociables, y un 47% por valores de pago diferido negociados en entidades financieras como resultado de la fuerte estrategia de financiamiento a clientes. La Obligación Negociable Serie IX a ser emitida por la compañía, le permitirá afrontar los vencimientos de corto plazo de las Obligaciones Serie V, VI B, mejorando el perfil de vencimientos de su deuda.

Perfil del Negocio

Red Surcos S.A. es una compañía de capitales argentinos dedicada al desarrollo, la producción y la comercialización de insumos para el sector agrícola, principalmente los relacionados a la protección de cultivos como herbicidas, insecticidas y funguicidas. El factor distintivo de la compañía está en el desarrollo de fitosanitarios con nanotecnología que permiten una mayor eficiencia de los componentes activos reduciendo el impacto ambiental.

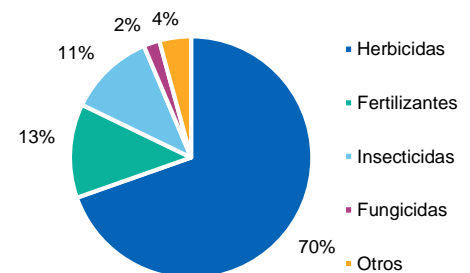
Ventas

La compañía a través de los años ha ido modificando el mix de productos a través de la introducción de formulaciones que incorporan nanotecnología hasta alcanzar en 2021 más del 75% de ventas, contra un 67% en 2020 y un 55% en 2019. A su vez, la compañía centra sus ventas en el mercado local, representando un 96% del total, mientras que el 4% restante corresponde a exportaciones que la compañía realiza principalmente a Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia.

Comercialización y clientes

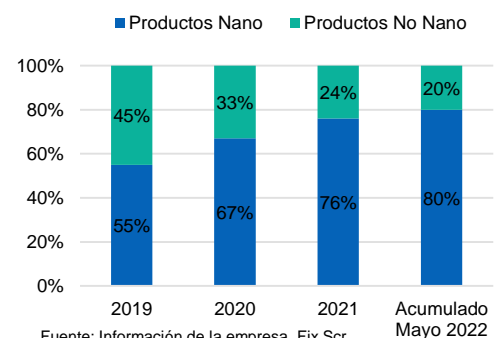
Red Surcos posee una amplia y diversificada base de clientes que abastece a través de una red de 30 puntos de venta distribuidas en zonas agrícolas del país, especialmente en la zona núcleo, donde se encuentran la mayoría de sus clientes. Dicha atomización de clientes junto a una prudente política de créditos le ha permitido a la compañía mantener y potenciar ventas mediante el otorgamiento de financiamiento, principalmente recibiendo cheques de pago diferido, minimizando los ratios de incobrabilidad, los cuales se mantuvieron debajo del 1% de las ventas en los dos últimos años. Adicionalmente la compañía opera dos centros de acopio que le permiten ofrecer operaciones de canje a sus clientes, y hacerse de efectivo más rápido.

Participación ventas 2021



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

Participación de Tecnología Nano



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Las ventas internacionales se realizan a empresas pertenecientes a los accionistas de la compañía y que actúan como representantes comerciales en los países de destino, y no directamente a terceros.

Costos y Proveedores

Red Surcos opera dos plantas, ubicadas en Buenos Aires y Santa Fe, utilizando un sólo un turno de producción que complementa con horas extra en momentos de pico de demanda. La estructura de costos es relativamente flexible, con un costo de la mercadería vendida en torno al 80% del total de costos operativos, siendo las compras de insumos el principal factor. Adicionalmente, la compañía opera con diversos proveedores locales e internacionales, éstos últimos principalmente de China, de donde provienen los principios activos fundamentales para la producción de agroquímicos. Estos insumos importados representan aproximadamente un 60% del total de las compras que hace la compañía.

Estrategia

La compañía planea continuar aumentando la proporción de productos Nano en el mix de productos hasta alcanzar el 100%, a su vez que considera consolidar, fortalecer y aumentar las ventas internacionales, mediante el desarrollo de nuevos productos sustentables y amigables con el medio ambiente. Para ello la compañía proyecta la inversión en un nuevo laboratorio y principalmente continuar con la inversión en capital humano a través de una fuerte expansión del área de investigación, innovación y desarrollo. Estas inversiones a su vez le permitirían a la compañía en el futuro y como segunda etapa estratégica empezar a desarrollar una nueva línea de productos biológicos.

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. A su vez la oferta de cada cultivo es afectada por las condiciones climáticas de cada región que determina el rinde de cada campaña. Las compañías que integran este sector presentan altas necesidades de financiar capital de trabajo, debido a la marcada estacionalidad de las ventas. Dentro del segmento agroinsumos, el de protección de cultivos es el de menor elasticidad precio de demanda dada su mayor importancia relativa respecto a otros segmentos como el de nutrición de cultivos, semillas o de maquinaria agrícola.

Posición competitiva

Red Surcos opera en un mercado altamente competitivo de atomización moderada, caracterizado por tener altas barreras de entrada relacionadas con los procesos de registros para aprobaciones regulatorias, obtención de licencias y patentes, como al tiempo necesario para el desarrollo de nuevos productos. El mercado de fitosanitarios argentino es de aproximadamente más USD 3.000 millones y está dominado por empresas multinacionales, teniendo Red Surcos una participación aproximada en torno al 4,5%, manteniéndose dentro de las diez más grandes del mercado.

Administración y Calidad de Accionistas

Red Surcos S.A. es una empresa familiar y con gerencia profesional. A partir de noviembre de 2017 los balances se presentan bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Factores de Riesgo de la Compañía

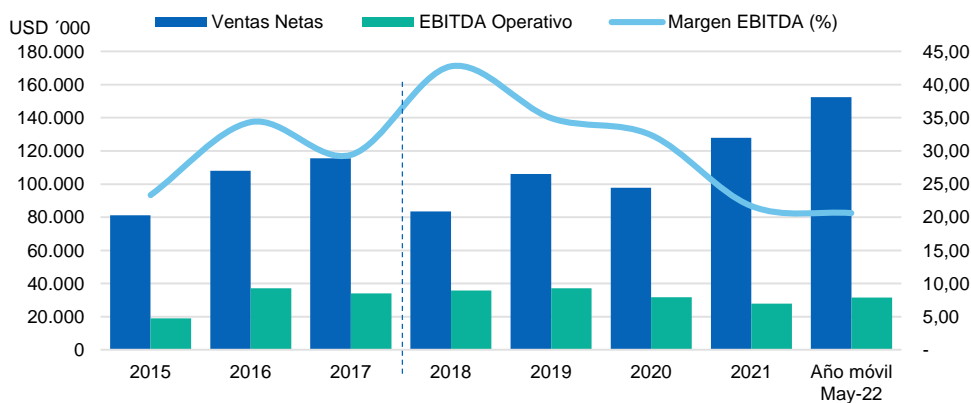
- Exposición a insumos importados de difícil sustitución nacional.
- Dificultad para trasladar a precio rápidamente efectos de un salto del tipo de cambio, incrementos de costos logísticos o y aumento de precios de los insumos.
- Venta de productos Premium con precios mayores a los productos genéricos.
- Elevados requerimientos de capital de trabajo para financiar el ciclo agrícola.
- Riesgo de tasa dada la deuda concentrada en el corto plazo.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Al cierre del ejercicio 2021 (agosto) las ventas fueron de USD 128 millones con un EBITDA de USD 28 que representó un 22% de las ventas, muy por debajo del 32% del año previo y del promedio histórico de la compañía. Dicha caída estuvo relacionada con los problemas de abastecimiento de insumos y logísticos que afectaron los mercados globales sumado al incremento de precios de las principales materias primas que implicaron mayores costos y que no pudieron ser totalmente trasladados a precio y a pesar de que la compañía continuó incrementando la participación de los productos Nano en el total de ventas, los cuales tienen mayor margen.

Evolución Ventas - EBITDA



(*)Desde 2018 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Según datos de gestión, en 2021 las ventas aumentaron 21%, impulsado principalmente por volúmenes que se incrementaron un 43% destacándose los productos NANO con un aumento del 38% y los destinados a exportación con 600% de crecimiento. El cambio de mix de productos sumado a ventas no previstas significó una caída del precio promedio de venta del 15%. Para el próximo ejercicio la compañía espera un aumento de ventas del 20% explicado por un crecimiento en volúmenes del 9% y una recuperación del precio promedio del 11%.

A mayo 2022 (9 meses) las ventas medidas en dólares aumentaron más del 25% en comparación al mismo período del año anterior, mientras que el EBITDA lo hizo en más de un 19%, aunque alcanzando un porcentaje sobre ventas levemente menor, en torno al 23,8% contra un 25,2%. Por otra parte, desde principios de año la compañía no ha presentado problemas de abastecimiento ni logísticos que la afectaron en el ejercicio 2021, aunque los mismos podrían volver a impactar dado los conflictos bélicos vigentes.

Hacia adelante, FIX espera un continuo crecimiento de ventas, con niveles de venta en torno a los USD 140 millones y márgenes de EBITDA del 27%, sensiblemente menores a los niveles históricos por mayores gastos de estructura en la división de Investigación y Desarrollo.

Flujo de fondos

La compañía mostró Flujos de Fondos Libres (FFL) positivos los últimos 3 años, explicado por fuertes disminuciones del capital de trabajo, inversiones acotadas y la no distribución de dividendos. La caída del capital de trabajo, principalmente en 2019 y 2020, significó Flujos de Caja Operativos (FCO) de USD 8 y 69 millones respectivamente. A mayo 2022 (año móvil) la compañía presentó un FCO negativo por USD 17,6 millones, dado un aumento del capital de trabajo por USD 25 millones, derivado principalmente de incrementos de inventarios para afrontar mayores ventas y cuentas por cobrar no securitizadas en relación al período previo.

Hacia adelante, FIX espera acotados requerimientos de capital de trabajo por el crecimiento de ventas, que junto a menor nivel de FGO por achicamiento de márgenes y modestos

aumentos en los niveles de inversión, derivarían en FFL negativos que la compañía deba financiar.

Flujo de Fondos



Estructura de capital

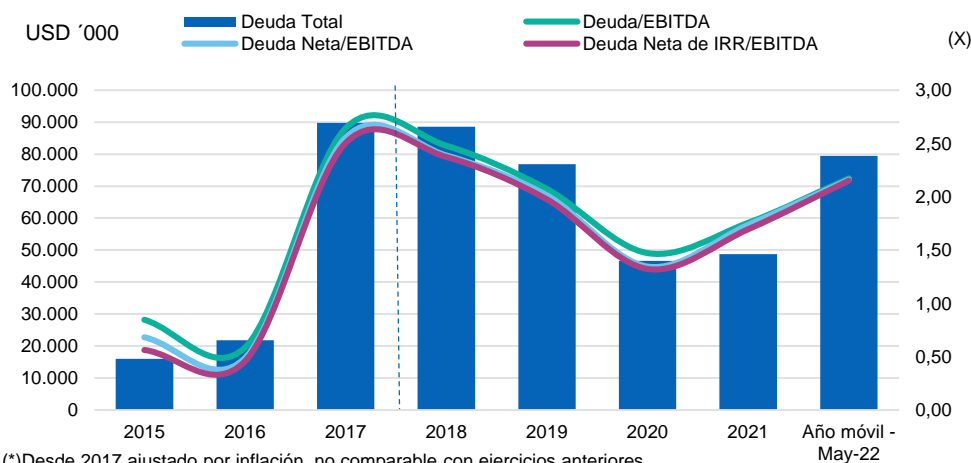
A mayo 2022 la compañía continuó con una estructura de capital mejor a la histórica, conformada por un 73% de deuda, menor al 85% promedio evidenciado durante 2017-2019.

La deuda total está compuesta en un 25% por deuda bancaria, entre préstamos y descubiertos, un 28% de obligaciones negociables, y un 47% por valores de pago diferido negociados en entidades financieras como resultado de la fuerte estrategia de financiamiento a clientes, sobre los cuales la compañía tiene responsabilidad eventual.

La compañía además financió en el último ejercicio un 20% de sus ventas (USD 26 millones) mediante la emisión de Fideicomisos Financieros, con un total de 9 operaciones realizadas, un promedio de USD 2.9 millones por operación, plazo promedio de 9.5 meses y tasas promedio del 40%.

El apalancamiento de la compañía es moderado, con un indicador Deuda Total/EBITDA de 1.8x y cobertura de intereses de 1,3x, a agosto 2021. Al cierre de agosto 2021, las tasas efectivas a la que la compañía accedía para descubiertos bancarios bajaron a 43% desde 73% el año anterior, mientras que los cheques de pago diferido se pasaron a descontar a una tasa del 39% contra un 58% al cierre de agosto 2020.

Deuda Total y Endeudamiento



Al cierre de mayo 2022 la compañía evidenció un marcado aumento en su nivel de deuda, en torno a USD 30 millones respecto al cierre de agosto 2021, hasta alcanzar los USD 79 millones y una relación Deuda a EBITDA de 2.5x (año móvil) Los aumentos estuvieron explicados por

Capitalización

USD '000	Mayo 2022	%
Deuda de Corto Plazo	67.925	62
Deuda de Largo Plazo	11.506	11
Deuda Total	79.431	73
Deuda Total Ajustada	79.431	73
Total Patrimonio	29.764	27
Total Capital Ajustado	109.195	100

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Composición Deuda

USD '000	Mayo 2022	%
Préstamos bancarios y descubiertos	19.824	25
Obligaciones negociables	22.552	28
VPD negociados en entidades financieras	37.054	47
Otros	1	0
Total deuda	79.431	100

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

aumentos en el capital de trabajo: mientras las cuentas por pagar disminuyeron en USD 8 millones, los inventarios se elevaron USD 7 millones por adelantamientos de importaciones de materias primas e insumos, a la vez que las cuentas por cobrar tuvieron un aumento de USD 11 millones, relacionados con alargamiento de plazos de financiación a clientes y un mayor descuento de valores en entidades financieras, en detrimento de la securitización de cartera vía fideicomisos financieros. FIX entiende que el aumento en el nivel de deuda es transitorio y espera una gradual reducción vía menor utilización de capital de trabajo.

Por su parte, FIX espera que, hacia adelante, la deuda total de Red Surcos se encuentre alrededor de USD 50-60 millones con un ratio de Deuda a EBITDA menor a 2.0x y coberturas de intereses mayores a 1.6x.

Liquidez

FIX considera que Red Surcos presenta una acotada liquidez. A mayo 2022, la deuda de corto plazo era de USD 68 millones y representaba el 86% de la deuda total, mientras que la posición de caja alcanzaba USD 0.5 millones y los inventarios de rápida realización los USD 0.2. A su vez, el EBITDA (año móvil) únicamente cubre el 54% de la deuda de corto plazo contra el 100% y 70% de 2020 y 2021 respectivamente.

La parte de la deuda de corto plazo correspondiente a valores de pago diferido negociados en entidades financieras están calzados contra los cheques de créditos por ventas que a su vez cuentan con un seguro de créditos de COFACE que asegura a todos los créditos de la compañía, disminuyendo de así el riesgo de refinanciación.

Indicadores de Liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	Año móvil may-22
EBITDA / Deuda CP	0,4	0,5	0,5	1,0	0,7	0,46
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,4	0,6	0,5	1,1	0,7	0,5
Deuda Total / EBITDA	2,9	2,6	2,1	1,5	1,8	2,5
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	92%	73%	96%	70%	81%	86%
Otros indicadores						
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	2,6	2,6	2,0	1,4	1,7	2,5
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	2,5	2,5	2,0	1,3	1,7	2,5
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	0,2	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / IRR	8,2	135,1	52,9	46,4	35,2	293,0

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La Obligación Negociable Serie IX a ser emitida por la compañía, le permitirá afrontar los vencimientos de corto plazo de las Obligaciones Serie V, VI B, mejorando el perfil de su deuda.

Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía ha incrementado el monto de líneas de crédito bancario disponibles tanto en 2021 como en 2022, alcanzando el equivalente en pesos a USD 75 millones a agosto 2022, y mejorando sustancialmente su flexibilidad financiera. Red Surcos hace un uso intensivo del financiamiento a través del descuento de cheques, práctica habitual del sector, lo que le permite tener cierta flexibilidad para refinanciar pasivos en el corto plazo.

Por otro lado, según lo resuelto en la asamblea de accionistas del 30 de junio, el principal accionista, Sebastián Calvo, mediante la incorporación como accionista a Red Surcos de Surcos Internacional LLC, va a capitalizar créditos por ARS 593 millones.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Red Surcos S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Agosto)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	may-22	2021	2020	2019	2018	2017
Período	Últ. 12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	3.777.576	3.268.241	4.005.749	5.251.309	6.882.518	6.121.895	539.388
EBITDAR Operativo	3.777.576	3.268.241	4.005.749	5.251.309	6.882.518	6.121.895	539.388
Margen de EBITDA	20,6	23,8	21,7	32,4	35,0	35,5	29,4
Margen de EBITDAR	20,6	23,8	21,7	32,4	35,0	35,5	29,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	(8,3)	(16,1)	1,0	43,0	6,2	(38,4)	(30,8)
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,0	1,3	0,9	1,2	0,5	2,7	1,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,0	1,1	1,3	1,1	1,6	3,3	2,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,0	1,1	1,3	1,1	1,6	3,3	2,3
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	0,5	0,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,5	0,5	0,4	0,5	0,3
FGO / Cargos Fijos	1,0	1,3	0,9	1,2	0,5	2,7	1,9
FFL/ Servicio de Deuda	0,2	0,1	0,4	1,2	0,3	(0,4)	(0,2)
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	2,6	1,8	2,4	1,4	7,2	3,2	3,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	2,2	1,8	1,5	2,1	2,6	2,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	2,2	1,7	1,3	2,0	2,5	2,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,5	2,2	1,8	1,5	2,1	2,6	2,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,5	2,2	1,7	1,3	2,0	2,5	2,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	45,4	41,5	40,1	58,3	27,7	23,1	24,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	85,5	85,5	81,2	70,2	95,8	72,7	91,8
Balance							
Total Activos	17.775.954	17.775.954	15.706.971	16.218.449	22.215.532	24.110.846	2.251.612
Caja e Inversiones Corrientes	55.299	55.299	80.159	665.988	204.610	589.944	51.987
Deuda Corto Plazo	8.162.038	8.162.038	5.709.444	5.422.704	13.665.449	11.606.581	1.430.888
Deuda Largo Plazo	1.382.522	1.382.522	1.325.151	2.300.134	599.269	4.353.631	127.622
Deuda Total	9.544.560	9.544.560	7.034.595	7.722.838	14.264.718	15.960.212	1.558.510
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	9.544.560	9.544.560	7.034.595	7.722.838	14.264.718	15.960.212	1.558.510
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	9.544.560	9.544.560	7.034.595	7.722.838	14.264.718	15.960.212	1.558.510
Total Patrimonio	3.576.477	3.576.477	3.469.222	3.056.686	1.816.418	2.931.829	301.564
Total Capital Ajustado	13.121.037	13.121.037	10.503.817	10.779.524	16.081.136	18.892.041	1.860.074

Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(68.424)	917.081	(245.761)	1.035.615	(2.269.871)	3.094.345	200.917
Variación del Capital de Trabajo	(1.310.665)	(3.032.851)	534.982	5.943.974	3.567.871	(9.531.052)	(692.098)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(1.379.088)	(2.115.770)	289.220	6.979.589	1.298.001	(6.436.707)	(491.181)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(148.919)	(96.933)	(101.021)	(13.875)	(86.289)	(119.840)	(73.658)
Dividendos	0	0	0	0	0	(71.996)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.528.008)	(2.212.703)	188.200	6.965.714	1.211.712	(6.628.543)	(564.839)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(234.855)	(280.757)	2.242	29.714	0	(19.994)	0
Otras Inversiones, Neto	30.535	(15.529)	138.144	(75.390)	(109.610)	227.163	10.305
Variación Neta de Deuda	1.776.574	2.509.965	(688.243)	(6.541.880)	(1.695.498)	6.758.881	587.043
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	44.246	977	(359.658)	378.158	(593.397)	337.507	32.509
Estado de Resultados							
Ventas Netas	18.317.047	13.756.440	18.459.067	16.192.243	19.682.844	17.268.999	1.834.316
Variación de Ventas (%)	N/A	(1,0)	14	(18)	14	N/A	31
EBIT Operativo	3.624.316	3.158.137	3.845.615	5.112.732	6.747.676	6.013.245	530.778
Intereses Financieros Brutos	3.763.905	3.030.215	3.122.476	4.638.149	4.246.187	1.846.754	232.514
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(84.672)	107.255	392.606	623.626	(1.120.607)	884.935	143.755
Otros Indicadores							
IRR	27,853	27,853	162,106	116,839	258,528	85,935	175,129
Deuda Total Neta de IRR	9.516.707	9.516.707	6.872.489	7.606.000	14.006.190	15.874.277	1.383.381
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	2,5	2,2	1,7	1,4	2,0	2,6	2,6
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	2,5	2,2	1,7	1,3	2,0	2,5	2,5
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	1,0	1,0	4,2	14,4	3,4	5,8	15,9
Deuda Corto Plazo / IRR	293,0	293,0	35,2	46,4	52,9	135,1	8,2

(*) moneda constante a mayo 2022

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
- Capex: Inversiones de capital
- Payout: Dividendos pagados/ Resultado neto del ejercicio anterior
- COFACE: Empresa de seguro de cobranzas

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Serie V

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones ampliable a USD 15 millones
Monto Emisión:	USD 3 millones.
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares.
Forma de Integración	En pesos al tipo de cambio inicial (según suplemento de prospecto)
Moneda de Pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable (según suplemento de prospecto).
Fecha de Emisión:	25 de febrero de 2021
Fecha de Vencimiento:	25 de noviembre de 2022
Amortización de Capital:	25 de mayo de 2022, 25 de agosto de 2022 y en la Fecha de Vencimiento
Tasa de Interés:	Tasa Fija del 7,48%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos de corto plazo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A

Obligación Negociable Serie VI Clase B

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones ampliable a USD 27 millones
Monto Emisión:	USD 7,6 millones.
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares
Forma de integración	En pesos al tipo de cambio inicial (según suplemento de prospecto) y en especie, mediante la entrega de ON Serie IV.
Moneda de pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable (según suplemento de prospecto)
Fecha de Emisión:	24 de junio de 2021
Fecha de Vencimiento:	24 de diciembre de 2022
Amortización de Capital:	24 de junio de 2022, 24 de septiembre de 2022 y 24 de diciembre de 2022.
Tasa de interés:	Tasa fija del 6,50%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos de corto plazo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Total o parcialmente al valor nominal más los intereses devengados
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A

Obligación Negociable Serie VII

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones ampliable a USD 10 millones
Monto Emisión:	USD 10 millones.
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares
Forma de integración	En pesos al tipo de cambio inicial (según suplemento de prospecto) y en especie, mediante la entrega de ON Serie IV.
Moneda de pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable (según suplemento de prospecto)
Fecha de Emisión:	24 de junio de 2021
Fecha de Vencimiento:	15 de octubre de 2023
Amortización de Capital:	15 de abril de 2023, 15 de julio de 2023 y 15 de octubre de 2023
Tasa de interés:	Tasa fija del 4,48%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos de corto plazo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Total o parcialmente al valor nominal más los intereses devengados
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A

Obligación Negociable Serie VIII Clase A VS

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones ampliable a USD 20 millones
Monto Emisión:	USD 20 millones
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares
Forma de integración	En pesos al tipo de cambio inicial (según suplemento de prospecto).
Moneda de pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable (según suplemento de prospecto)
Fecha de Emisión:	8 de junio de 2022
Fecha de Vencimiento:	8 de junio de 2024
Amortización de Capital:	Pagadera en tres cuotas el 8 de diciembre de 2023, 8 de marzo de 2024 y 8 de junio de 2024
Tasa de interés:	Tasa fija del 2,73 nominal anual
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos de corto plazo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Total o parcialmente al valor nominal más los intereses devengados
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	ON Serie VIII Clase A VS serán emitidas en línea con los Principios de Bonos Vinculados a la Sostenibilidad.
Interés contingente	1% nominal anual adicional
Condiciones Interés contingente	A partir de la fecha en que se cumplan 18 (dieciocho) meses contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación, y hasta la Fecha de Vencimiento, la Tasa de Interés de las ON Serie VIII Clase A VS se incrementará en 1,00% nominal anual, y el pago de dicho interés adicional contingente será efectuado en las Fechas de Pago de Interés correspondiente a los meses 21 (veintiuno) y 24 (veinticuatro) contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación (el "Interés Contingente"), a menos que la Emisora realice una notificación, en forma de declaración jurada suscripta por un director de la Emisora, dentro de un plazo de 90, en la que certifique que el Objetivo de Desempeño en Sustentabilidad se encuentra cumplido.

Obligación Negociable Serie IX VS

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 Millones ampliable a USD 15 Millones
Monto Emisión:	A determinar
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares
Forma de integración	En pesos al tipo de cambio inicial (según suplemento de prospecto).
Moneda de pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable (según suplemento de prospecto)
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	A los 36 meses contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación
Amortización de Capital:	Pagadero en tres cuotas, la primera y la segunda cada una equivalente al 33,33% del valor nominal y la tercera equivalente al 33,34% del valor nominal, a los 30 (treinta), 33 (treinta y tres) y 36 (treinta y seis) meses contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación
Tasa de interés:	Fija nominal anual a determinar
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Total o parcialmente al valor nominal más los intereses devengados
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	ON Serie IX será emitida en línea con los Principios de Bonos Vinculados a la Sostenibilidad.
Interés contingente	1% nominal anual adicional
Condiciones Interés contingente	A partir de la fecha en que se cumplan 30 (treinta) meses contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación (la "Fecha de Incremento de Tasa") y hasta la Fecha de Vencimiento, la Tasa de Interés de las ON Serie IX se incrementará en 1,00% anual, o sea 100 puntos básicos, y el pago de dicho interés adicional contingente será efectuado en las Fechas de Pago de Interés correspondientes a los meses 33 (treinta y tres) y 36 (treinta y seis) contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación (el "Interés Contingente"), a menos que la Emisora realice la Notificación de Cumplimiento (conforme se define más adelante), en o antes de la Fecha Límite de Notificación de Cumplimiento (conforme este término se define más adelante).

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 **22 de Septiembre de 2022**, confirmó* en la **Categoría A-(arg)** a la calificación de Emisor de Largo Plazo de **Red Surcos S.A.** y a los siguientes instrumento previamente emitidos por la Compañía:

- Obligación Negociable Serie V por hasta USD 5 millones ampliable a USD 15 millones.
- Obligación Negociable Serie VI Clase B por hasta USD 5 millones ampliable a USD 27 millones.
- Obligación Negociable Serie VII por hasta USD 5 millones ampliable a USD 10 millones.
- Obligación Negociable Serie VIII VS Clase A por hasta USD 5 millones ampliables hasta USD 20 millones.

En dicho consejo, adicionalmente se asignó en la **Categoría A-(arg)** a la calificación de los siguientes instrumentos a ser emitidos por la Compañía:

- Obligación Negociable Serie IX VS por hasta USD 5 millones ampliables hasta USD 15 millones.

La Perspectiva es Estable.

Asimismo, se confirmó* en la **Categoría A2(arg)** a la calificación de Emisor de Corto Plazo de **Red Surcos S.A.**

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

Categoría A2(arg): "A2" nacional 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 perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La 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 la Estructura de Capital, y el Fondeo y la 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.

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

Fuentes:

- Balances intermedios auditados hasta el 31-05-2022 (9 meses) disponible en www.cnv.gob.ar.
- Balances anuales auditados hasta el 31-08-2021, disponible en www.cnv.gob.ar.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Contadora Laura García. (Mat. N°17743 C.P.C.E. Santa Fe)
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Aviso de resultados de emisión ONs Serie VIII.
- Borrador de suplemento de prospecto de emisión ONs Serie IX.

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 (Afilada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras, ha recibido 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: 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. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA 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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus 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 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 independiente 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. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX 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 confirmó 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 sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida 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 el mismo 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. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. 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 en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su 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.