

INFORME DE CALIFICACIÓN

28 de julio de 2023

[Informe de revision completo](#)

CALIFICACIONES ACTUALES (*)

Calificación de emisor en moneda local (ML) A.ar/EST

Calificación de emisor de corto plazo en ML ML A-1.ar

CALIFICACIONES ANTERIORES (*)

Calificación de emisor en ML A.ar/EST

Calificación de emisor de corto plazo en ML ML A-1.ar

(*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Registro No. 3 de la Comisión Nacional de Valores.

Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección Información complementaria, al final de este reporte.

CONTACTOS

Julia Mestas Núñez +54.11.5129.2771
Associate Lead Analyst
julia.mestasnunez@moodys.com

José Molino +54.11.5129.2613
AVP-Manager
josé.molino@moodys.com

Gabriela Catri +54.11.5129.2767
Ratings Manager
Gabriela.catri@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Argentina / Uruguay +54.11.5129.2600

Ángel Estrada y Cía. S.A.

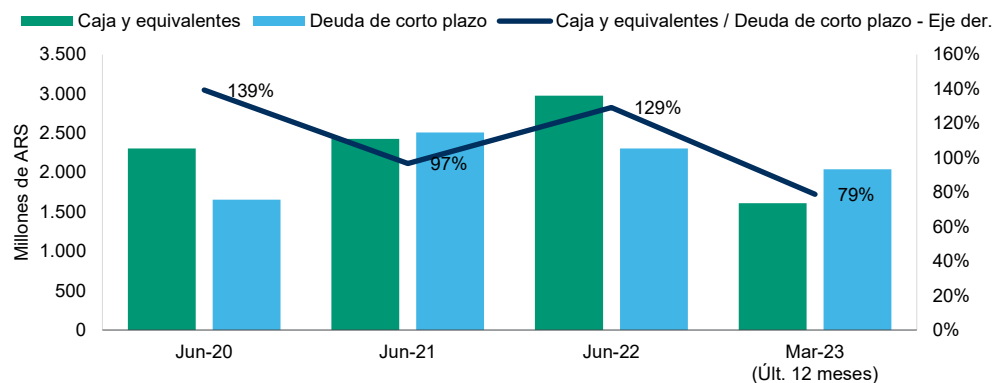
Principales Indicadores

	Mar- 2023 (Últ. 12 meses)	3T 2023 (Mar-2023) ⁽⁶⁾	Jun-2022	Jun-2021	Jun-2020
Indicadores					
EBITDA ⁽¹⁾ / Ventas netas	13,7%	19,3%	13,9%	6,0%	18,0%
EBIT ⁽²⁾ / Ventas netas	11,4%	17,5%	9,9%	-0,5%	13,5%
Deuda ⁽³⁾ / EBITDA ⁽¹⁾	1,4x	0,9x	2,0x	7,1x	1,3x
CFO ⁽⁴⁾ / Deuda ⁽³⁾	-35,2%	-104,0%	23,8%	-37,6%	60,0%
EBITDA ⁽¹⁾ / Gastos financieros ⁽⁵⁾	1,2x	2,0x	1,4x	0,4x	2,2x
EBIT ⁽²⁾ / Gastos financieros ⁽⁵⁾	1,0x	1,8x	1,0x	-0,0x	1,6x
Activo corriente / Pasivo corriente	162,5%	162,5%	141,5%	140,2%	146,2%
Millones de ARS (moneda constante al 31 de marzo de 2023)					
Ventas netas	11.454	10.249	8.972	6.147	8.583
Deuda ⁽³⁾	2.258	2.258	2.451	2.606	1.932
CFO ⁽⁴⁾	(795)	(1.761)	584	(980)	1.159
Patrimonio neto	6.596	6.596	5.898	4.814	5.794

⁽¹⁾ EBITDA es la utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización; ⁽²⁾ EBIT es la utilidad antes de intereses e impuestos; ⁽³⁾ Se considera la deuda ajustada; ⁽⁴⁾ CFO es el flujo de efectivo operativo; ⁽⁵⁾ Contempla intereses sobre deudas bancarias, financieras y comerciales, y sobre pasivos por arrendamientos, se utiliza gastos financieros totales cuando la compañía no reporta el detalle; ⁽⁶⁾ Indicadores anualizados

Ángel Estrada y Cía. S.A. ("Estrada") es una empresa dedicada principalmente a la conversión de papel para la fabricación de productos de papelería escolar y de oficina con más de 145 años de trayectoria en el país. Estrada es una empresa regional integrada y es líder en el mercado local de papelería escolar y comercial con un 35% de participación de mercado.

Figura 1: Liquidez de corto plazo



Fuente: Moody's Local Argentina en base a los estados contables de Ángel Estrada y Cía. S.A.

Resumen

Moody's Local AR ("Moody's Local Argentina") asigna a Ángel Estrada y Compañía S.A. ("Estrada") una calificación en moneda local de corto plazo de ML A-1.ar a las Obligaciones Negociables Clase XIII por un valor nominal de hasta ARS 1.000 millones. Esta calificación de crédito podría verse modificada ante la ocurrencia de cambios en el proceso de finalización de documentos y la emisión de valores que se encuentran en estado previo a oferta pública; como así también, alteraciones en las características fundamentales de la calificación tales como cambios en las condiciones de mercado, proyecciones financieras, estructura de la transacción y los términos y condiciones de la emisión o información adicional.

Asimismo, Moody's Local Argentina afirma las calificaciones en moneda local de largo plazo en A.ar con perspectiva estable y la calificación en moneda local de corto plazo de ML A-1.ar.

La compañía planea la emisión de las Obligaciones Negociables (ON) Serie XIII, las cuales devengarán una tasa variable de forma trimestral (BADLAR más margen de corte a licitar) y tendrán vencimiento con amortización del 100% del capital, a los 12 meses desde la fecha de emisión. Los fondos obtenidos serán destinados a capital de trabajo.

Las calificaciones de Estrada se encuentran respaldadas por su sólido posicionamiento en el mercado local de papelería escolar y comercial, en el que ostenta una participación del 35% y es una de las empresas líderes del sector con un portafolio de productos diversificado de primeras y segundas marcas. Asimismo, la compañía muestra bajos indicadores de apalancamiento, adecuados niveles de liquidez y elevada flexibilidad financiera con comprobado acceso al mercado de capitales local. Además la calificación refleja la elevada exposición a la volatilidad de precios de las materias primas, concentración del 90% de las compras en un único proveedor, y la elevada estacionalidad que impacta en las necesidades de capital de trabajo de la empresa.

La compañía posee adecuados márgenes de rentabilidad a través del ciclo. En esta línea, esperamos que Estrada logre mantener márgenes EBITDA en torno al 15% para el periodo 2023-25. Para los últimos doce meses a marzo 2023, los ingresos alcanzaron ARS 11.454 millones, 28% por encima del cierre fiscal a junio de 2022, con un margen EBITDA a ventas de 13,7%, en línea con lo reportado en el último cierre de ejercicio. Si bien los márgenes de la compañía han mostrado una mejora considerable desde los niveles alcanzados durante la pandemia, consideramos que el contexto de alta inflación, las expectativas de devaluación y el aumento en el precio de las materias primas generan presión sobre su rentabilidad.

En los últimos trimestres, Estrada redujo su deuda financiera en términos reales y esta disminución junto con la recuperación del EBITDA, redujeron el nivel de endeudamiento hasta 1,4x EBITDA para los últimos doce meses a marzo 2023, desde 7,1x reportado en junio 2021. Esperamos que los niveles de endeudamiento de Estrada se ubiquen en torno a 1,0x-2,0x deuda EBITDA para 2023-2025.

La industria en la que opera la compañía está expuesta a la variación de la disponibilidad y los precios las materias primas, principalmente la pulpa de papel. En este contexto, Estrada mitiga parcialmente el riesgo de aumento en los costos efectuando compras en grandes cantidades y anticipadas a su principal proveedor, Celulosa Argentina S.A. (Celulosa). El negocio de Estrada se caracteriza por su fuerte estacionalidad, donde alrededor del 65% de sus ventas se concentran en los meses de noviembre a febrero, lo que impacta en las necesidades de capital de trabajo de la compañía. Para mitigar el fuerte aumento inflacionario, Estrada implementó una estrategia de diversificación de sus fuentes de financiamiento con el objetivo de poder acceder al mercado de capitales a principios del ejercicio para comprar insumos y fijar sus precios.

Fortalezas crediticias

- » Sólida posición de mercado, con el 35% de participación
- » Portafolio altamente diversificado entre primeras y segundas marcas que otorga menor variabilidad en los volúmenes comercializados a través del ciclo económico.
- » Bajos niveles de apalancamiento en torno a 1,0x EBITDA con muy baja exposición a deuda financiera en moneda extranjera.
- » Adecuados niveles de liquidez.

Debilidades crediticias

- » Elevada exposición a la volatilidad que presentan los precios de las materias primas.
- » Concentración del 90% de las compras de papel en un único proveedor: Celulosa S.A.
- » Negocio fuertemente estacional con una concentración del 65% de sus ventas en los meses de noviembre a febrero lo que impacta en las necesidades de capital de trabajo de la compañía.

Descripción del emisor

Ángel Estrada y Cía. S.A. ("Estrada") es una empresa dedicada principalmente a la conversión de papel para la fabricación de productos de papelería escolar y de oficina con más de 145 años de trayectoria en el país. Estrada es una empresa regional integrada y es líder en el mercado local de papelería escolar y comercial a través de la producción de líneas completas de cuadernos, blocks, repuestos, carpetas, entre otros productos de escritura con base de papel.

Estrada cuenta con una gran variedad de marcas propias entre las que se destacan Rivadavia, América, El Nene, Laprida y Congreso. Adicionalmente, la compañía tiene licencias sobre marcas como Benito Fernández, Milo Lockett, Milagros y Laura Varsky. En 2020, Estrada lanzó al mercado una plataforma de comercio electrónico denominada "Click now" que se enfoca principalmente en vender combos de productos tanto fabricados por la compañía como por terceros. Luego, en abril de 2021, lanzó la plataforma "Pack now" con el objetivo de consolidar los servicios de logística que provee a terceros.

El directorio de Estrada está compuesto por cuatro directores titulares, entre los que se encuentran Federico E. Agárdy (presidente) y Esteban A. Kasas (vicepresidente), y tres directores suplentes. Además, cuenta con una Comisión Fiscalizadora integrada por 3 síndicos titulares y 3 suplentes. La auditoría externa está a cargo de Becher y Asociados S.R.L.

Figura 2: Composición del capital social de Estrada

Accionista	Clase "A"	Clase "B"	Totales	% de tenencia	% de votos
Fiduc Investment Ltd.	-	2.111.037	2.111.037	4,955%	4,781%
Zsolt T.J. Agárdy	386.733	40.109.704	40.496.437	95,045%	95,219%
Total capital social	386.733	42.220.741	426.007.474	100%	100%

Fuente: Moody's Local Argentina según información provista por Ángel Estrada y Cía. S.A

Análisis de los factores estándares de calificación

Estabilidad del sector

La demanda en el sector de papel y librería es discrecional y, actualmente, se encuentra directamente afectada por la recesión y el contexto macroeconómico de Argentina. Asimismo, la demanda del sector está condicionada a los hábitos de consumo relacionados a la matrícula escolar, y también al crecimiento de la población. Durante 2020 y parte de 2021, el aislamiento social, preventivo y obligatorio provocó el cierre de las instituciones educativas y una gran cantidad de oficinas, lo que generó

una menor demanda de estos productos. La reapertura de la economía y la finalización de la cuarentena mejoró significativamente la demanda de los productos de papel y librería hasta niveles similares o superiores a los pre pandemia.

Adicionalmente, los costos y niveles de producción de las compañías conversoras de papel están expuestos a la variación de la disponibilidad y los precios las materias primas, principalmente la pulpa de papel. En Argentina, la producción del papel está protegida por un arancel del 12% para los países del Mercosur y, al mismo tiempo, existe un acuerdo comercial que limita la cuota de participación de los productores brasileños en el mercado argentino. Esto hace que las empresas dedicadas a la conversión de papel no tengan la posibilidad de acceder a materia prima extranjera de menor costo. En particular, Estrada mitiga parcialmente el riesgo de aumento en los costos efectuando compras en grandes cantidades y anticipadas a su principal proveedor, Celulosa.

En los últimos años, el uso de tecnologías comenzó a reemplazar parcialmente pero en forma creciente al papel, lo que tuvo impacto en la actividad de las empresas relacionadas a la industria del papel. Esta situación no influyó significativamente en los niveles de ingresos de Estrada dado que sus ventas se encuentran mayormente concentradas en los segmentos preescolar y escolar primario.

Escala

Consideramos que Estrada presenta una elevada escala operativa, derivado de su fuerte posicionamiento competitivo en el mercado local, con presencia en todo el territorio nacional, y de una buena diversificación de su cartera de productos en primeras y segundas marcas.

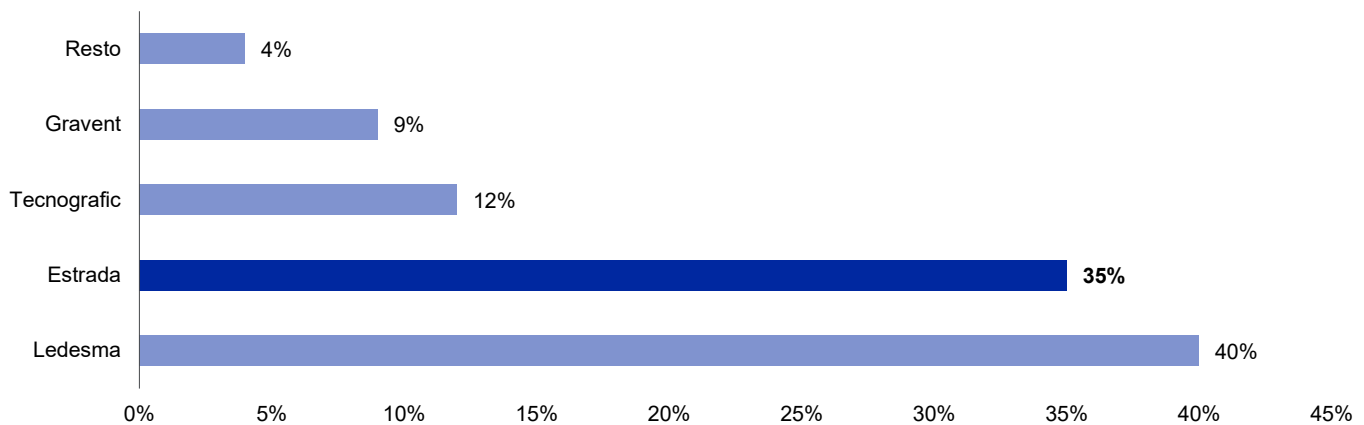
Todos los productos que Estrada comercializa son fabricados en su planta productiva, ubicada en el Parque Industrial de la provincia de La Rioja, que fue construida en 1982 bajo el régimen de promoción industrial y tiene una capacidad de procesamiento promedio de alrededor de 12 mil toneladas de papel al mes. Además, la compañía cuenta con un centro de distribución propio inaugurado recientemente en la localidad de Carlos Spegazzini, provincia de Buenos Aires, que le permitirá expandir sus operaciones en el segmento de distribución a mediano plazo.

En el ejercicio anual finalizado el 30 de junio de 2022, las ventas de la compañía se ubicaron en ARS 8.972 millones, un 46% por encima en términos reales a lo registrado en 2021, explicado principalmente por la recuperación de la demanda de productos del segmento de papel y librería que había disminuido significativamente en el ejercicio 2020/2021 producto del aislamiento social, preventivo y obligatorio como consecuencia de la pandemia ocasionada por el coronavirus. A marzo de 2023 (período de nueve meses), las ventas ascienden a ARS 10.249 millones, un 32% superiores en términos reales a las reportadas en el mismo período del año anterior.

Perfil de negocios

Posición competitiva

Estrada es uno de los líderes del sector de papel y librería, con alrededor del 35% de participación de mercado, detrás de Ledesma (40%). La compañía cuenta con un amplio portafolio de marcas que son altamente reconocidas en el mercado local y en cierta forma actúan como barrera de entrada a nuevos competidores, sobre todo de aquellos provenientes del exterior. Entre estas marcas se destacan Rivadavia, América, El Nene, Laprida y Congreso. Además, cuenta con licencias sobre algunas marcas como Milo Lockett y Benito Fernandez. Las marcas de Estrada están orientadas a distintos segmentos de mercado con características pensadas y desarrolladas para cada uno de ellos con el objetivo de mitigar el riesgo de demanda.

Figura 3: Participación de mercado al 30 de junio de 2022

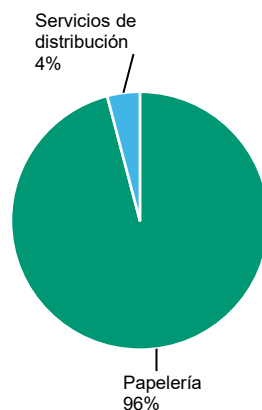
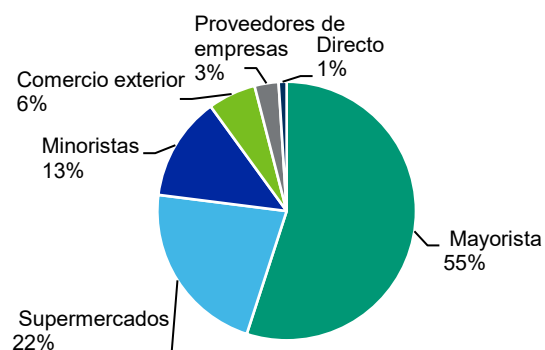
Fuente: Moody's Local Argentina según información provista por Ángel Estrada y Cía. S.A.

Diversificación de negocios

A los doce meses finalizados en marzo 2023, Estrada generó ventas por alrededor de ARS 11.454 millones, a través de sus dos segmentos de negocios, el de papelería y el de servicios de distribución. Dentro del segmento de papelería se ubican la fabricación y comercialización de artículos de papelería escolar y comercial y representa alrededor del 96% de los ingresos de la compañía.

Consideramos que dado que la mayor parte de los ingresos de Estrada provienen de las líneas de papelería preescolar y escolar, la compañía presenta una fortaleza frente a sus competidores ya que la demanda de estos productos no se vio afectada por el uso de dispositivos electrónicos en reemplazo del papel. Adicionalmente, Estrada exporta alrededor de 3 millones de unidades anuales de material, principalmente a Estados Unidos, Uruguay, México y Paraguay, que representan alrededor de un 5% de los ingresos de la compañía.

Por su parte, el segmento de servicios de distribución (4% de los ingresos totales) refiere a las operaciones de logística, almacenamiento, acopio y distribución que la compañía realiza en y desde el centro de distribución de su propiedad ubicado en la localidad de Esteban de Echeverría en la provincia de Buenos Aires.

Figura 4: Ingresos por segmentos a marzo 2023**Figura 5: Participación de los canales de distribución según ingresos**

Fuente: Moody's Local Argentina según información provista por Ángel Estrada y Cía. S.A.

Estrada distribuye sus productos en mayor medida a través de cadenas de supermercados y mayoristas. La compañía cuenta con un portafolio de productos diversificado de primeras y segundas marcas, lo que le proporciona un mayor alcance a público de distinto poder adquisitivo y le proporciona mayor estabilidad en los volúmenes comercializados a través del ciclo económico. Entre sus marcas propias más reconocidas en el mercado local se destacan Rivadavia, Laprida, El Nene y Arte, entre otras.

El principal proveedor de la compañía es Celulosa Argentina, productor de pulpa de papel, y representa alrededor del 90% de los costos de Estrada. La relación con este proveedor es de largo plazo y le permite a Estrada negociar condiciones de pagos, descuentos por cantidad o pagos anticipados en caso de necesitarlo.

Rentabilidad y eficiencia

Si bien los márgenes de Estrada han mostrado una mejora, consideramos que el contexto de alta inflación, las expectativas de devaluación y el aumento en el precio de las materias primas en el mundo generan presión sobre la rentabilidad de la compañía. En esta línea, esperamos que Estrada logre mantener márgenes de rentabilidad entorno al 15% en los próximos dos ejercicios.

Al cierre del ejercicio fiscal 2020/2021, Estrada había presentado un margen EBITDA de 6,0%, significativamente por debajo del 18,0% promedio en años anteriores, como consecuencia de la fuerte caída en la demanda de productos del sector de papel y librería producto de las restricciones impuestas a raíz de la pandemia del coronavirus. En el ejercicio 2021/2022, las ventas de Estrada fueron un 46,0% superiores en términos reales a las del ejercicio anterior y el margen EBITDA se ubicó en 13,9%, producto de la recuperación de la demanda debido a la reapertura de las instituciones educativas y oficinas.

En el tercer trimestre del año fiscal 2022/2023, los ingresos de la compañía fueron de ARS 10.249 millones, un 32% superiores en comparación con el mismo periodo del año anterior, y el margen EBITDA se ubicó en 19,3%. Es importante mencionar que dada la naturaleza estacional del negocio de la compañía, la mayor parte de las ventas se concentran durante el segundo y el tercer trimestre del año fiscal (septiembre a marzo) y es por esto que la rentabilidad suele incrementarse en forma progresiva a lo largo de los primeros tres trimestres.

Figura 7: Margen EBITDA

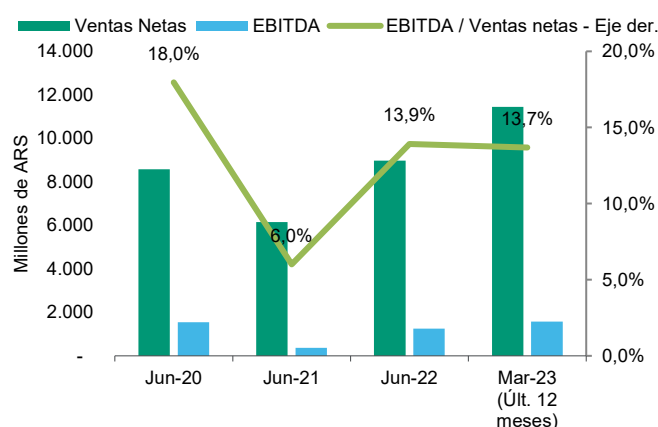
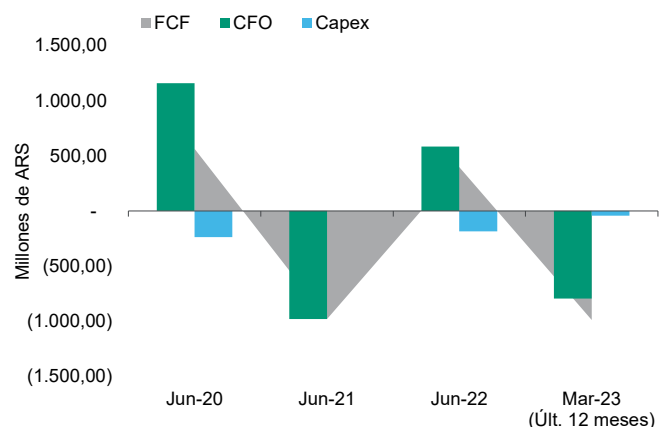


Figura 8: Flujo de Fondos



Fuente: Moody's Local Argentina según estados contables de Ángel Estrada y Cía. S.A.

La generación de caja operativa (CFO) de la compañía en 2022 fue de ARS 584 millones, significativamente superior a los ARS 980 millones negativos en 2021. El negocio de Estrada se caracteriza por su fuerte estacionalidad debido a que, por la naturaleza de los productos que comercializa, alrededor del 65% de sus ventas se concentran en los meses de noviembre a febrero, lo que impacta en las necesidades de capital de trabajo de la compañía. Durante el primer semestre del ejercicio

fiscal (julio a diciembre), se lleva a cabo la mayor parte de la producción y en el segundo se concretan la mayoría de las ventas y las cobranzas. Con el objetivo de mitigar el fuerte aumento inflacionario, Estrada cuenta con una estrategia general, cuando es factible, de diversificación de sus fuentes de financiamiento con el objetivo de poder acceder al mercado de capitales a principios del ejercicio para comprar insumos y fijar sus precios.

Apalancamiento y cobertura

Estrada posee adecuados niveles de apalancamiento y esperamos que no supere los 1,5x-2,0x deuda EBITDA para 2023-2025. Al 31 de marzo de 2023, la deuda financiera ajustada de Estrada asciende a ARS 2.258 millones, 8% inferior en términos reales a la reportada en junio 2022. Esta disminución en el monto de la deuda financiera junto con la recuperación del EBITDA, hicieron que el nivel de endeudamiento de la compañía se redujera hasta 1,4x deuda EBITDA desde el 2,0x reportado en junio 2022. Por su parte, los indicadores de cobertura de gastos financieros con EBITDA tomaron un valor de 1,2x frente al 1,4x reportado en junio 2022, en parte por la baja en términos reales de la deuda financiera.

Figura 8: Apalancamiento

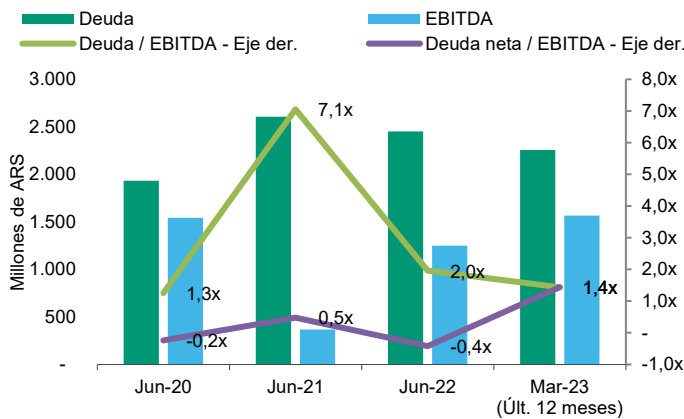
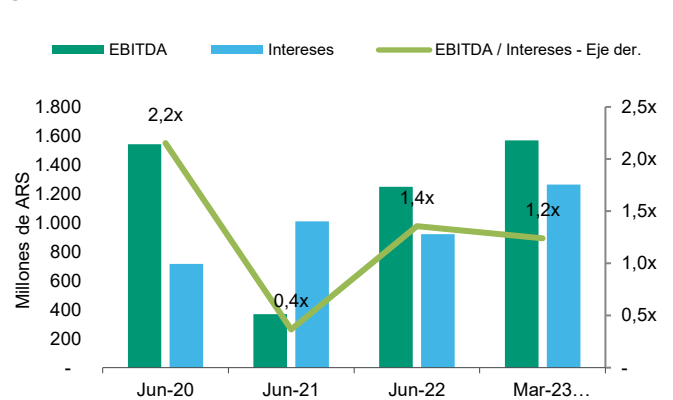


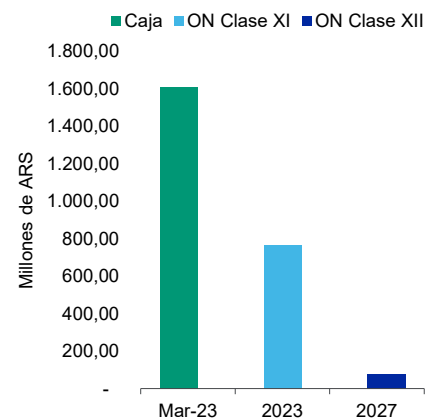
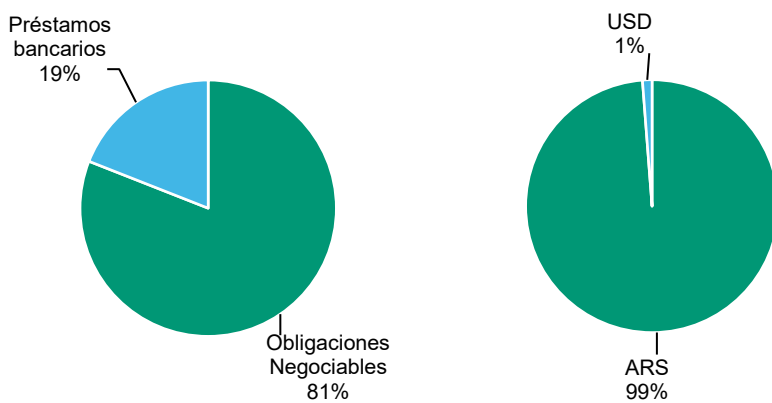
Figura 9: Cobertura



Fuente: Moody's Local Argentina según estados contables de Ángel Estrada y Cía. S.A.

Al cierre del tercer trimestre del ejercicio fiscal 2022/2023, la deuda financiera de Estrada está compuesta principalmente por Obligaciones Negociables (81%) y préstamos bancarios (19%). A dicha fecha, sólo el 1% de la deuda financiera total está denominada en dólares americanos y el 92% de la deuda de la compañía es de corto plazo.

Figura 10: Composición deuda financiera por instrumento y moneda – mar-2023 **Figura 11: Perfil de Vencimientos (ON)**



Fuente: Moody's Local Argentina según estados contables de Ángel Estrada y Cía. S.A.

Política financiera

Consideramos que la política financiera de Estrada es conservadora y que la compañía posee una adecuada flexibilidad financiera con un comprobado acceso a los mercados de crédito y de capitales.

Consideramos, además, que la compañía posee una adecuada liquidez. A marzo de 2023, Estrada mantiene una posición de caja y equivalentes de ARS 1.406 millones, mientras que la deuda de corto plazo alcanzaba los ARS 1.609 millones, con un indicador de cobertura del 79%. Se incorpora asimismo en la evaluación de este factor la baja exposición a deuda en moneda extranjera que posee la compañía.

Política de dividendos

Estrada no cuenta con una política de distribución de dividendos determinada, sino que las distribuciones se realizan previo análisis de las exigencias y necesidades de capital de trabajo de la compañía. La última distribución de resultados se realizó en marzo de 2023 por un monto de ARS 64 millones.

Otras consideraciones

Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo

Sociales

Estrada está comprometida con el desarrollo social, particularmente enfocada en el objetivo de promover mejoras en la educación, y es por esto que mantiene un programa de donaciones a múltiples entidades educativas para permitir que niños en edad escolar puedan acceder al material necesario y continuar su desarrollo educativo. Las consideraciones sociales no son un factor relevante para determinar la calidad crediticia de la compañía.

Ambientales

Las compañías de la industria del papel apoyan el desarrollo sustentable de la actividad, lo que implica desafíos ambientales. Estrada se encuentra sujeta a diversas normas relativas a una amplia gama de aspectos ambientales que le exigen obtener una serie de certificaciones y autorizaciones en relación a sus operaciones. Estrada cuenta con certificaciones de calidad referidas específicamente al impacto ambiental como las normas ISO 14.001-2004 y las referidas a la cadena de custodia de los bosques, como la certificación FSC que promueve el manejo ambientalmente apropiado, socialmente benéfico y económicamente viable de los bosques. Asimismo, la compañía cuenta con un programa de Responsabilidad Social Empresaria con políticas relacionadas con el cuidado del medio ambiente y la sustentabilidad. Las consideraciones ambientales no son un factor relevante para determinar la calidad crediticia de la compañía.

Gobierno corporativo

A diferencia de los riesgos ambientales y sociales, que pueden estar impulsados por factores externos, como regulaciones o cambios demográficos, los riesgos de gobierno corporativo dependen en gran medida de los emisores. El gobierno corporativo es muy relevante para todas las compañías y es importante para los tenedores de bonos porque las debilidades del gobierno pueden conducir a un deterioro en la calidad crediticia de una compañía. Cuando la calidad crediticia se deteriora debido a un mal gobierno corporativo, como una falla en los controles que resulta en una mala conducta financiera, puede tomar mucho tiempo recuperarse. Varias empresas del sector tienen propiedad o control familiar. Las compañías privadas carecen de la flexibilidad financiera de tener capital público como moneda para financiar adquisiciones, y pueden ser reacias a reducir los dividendos. La independencia del Directorio también puede ser una preocupación. Moody's Local Argentina considera que Estrada presenta un adecuado gobierno corporativo.

Información contable e indicadores operativos y financieros

	Mar 2023 (Últ.12 meses)	3T 2023 (Mar-2023)	Jun-2022	Jun-2021	Jun-2020
INDICADORES (**)					
EBITDA / Ventas netas	13,7%	19,3%	13,9%	6,0%	18,0%
EBIT / Ventas netas	11,4%	17,5%	9,9%	-0,5%	13,5%
Deuda ajustada / EBITDA	1,4x	0,9x	2,0x	7,1x	1,3x
Deuda ajustada neta / EBITDA	0,4x	0,2x	-0,4x	0,5x	-0,2x
CFO / Deuda ajustada	-35,2%	-104,0%	23,8%	-37,6%	60,0%
EBITDA / Gastos financieros	1,2x	2,0x	1,4x	0,4x	2,2x
EBIT / Gastos financieros	1,0x	1,8x	1,0x	-0,0x	1,6x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	162,5%	162,5%	141,5%	140,2%	146,2%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	78,8%	78,8%	129,2%	96,7%	139,4%
En millones de ARS (moneda homogénea al 31 de marzo de 2023)	Mar 2023 (Últ.12 meses)	3T 2023 (Mar-2023)	Jun-2022	Jun-2021	Jun-2020
ESTADO DE RESULTADOS(***)					
Ventas netas	11.454	10.249	8.972	6.147	8.583
Resultado bruto	4.380	4.263	3.536	2.137	3.552
EBITDA	1.568	1.977	1.249	369	1.542
EBIT	1.310	1.794	891	(31)	1.155
Intereses	(1.263)	(985)	(922)	(1.009)	(716)
Resultado neto	305	848	(39)	(981)	150
FLUJO DE CAJA					
Flujo generado por las operaciones	125	1.096	(131)	(1.417)	1.232
CFO	(795)	(1.761)	584	(980)	1.159
Dividendos	(150)	(150)	-	-	(358)
CAPEX	(43)	(38)	(186)	-	(238)
Flujo de fondos libres	(989)	(1.949)	398	(980)	563
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL					
Caja y equivalentes	1.609	1.609	2.978	2.428	2.306
Activos corrientes	7.444	7.444	6.282	5.577	5.871
Bienes de uso	5.594	5.594	5.740	4.184	4.598
Intangibles	146	146	146	146	146
Total activos	13.272	13.272	12.322	10.208	10.880
Deuda corto plazo	2.041	2.041	2.305	2.511	1.654
Deuda largo plazo	171	171	36	59	144
Deuda total	2.212	2.212	2.340	2.570	1.798
Deuda ajustada	2.258	2.258	2.451	2.606	1.932
Total pasivo	6.676	6.676	6.424	5.394	5.086
Patrimonio neto	6.596	6.596	5.898	4.814	5.794

(**) Indicadores anualizados para 3T 2023

(***) El endeudamiento contiene un ajuste por arrendamientos operativos.

Nota: Los valores presentados contienen ajustes realizados por Moody's Local Argentina y pueden diferir de los reportados por la empresa en sus estados

Anexo I: Obligaciones Negociables vigentes calificadas por Moody's Local Argentina

Obligaciones Negociables	Moneda	Fecha de emisión	Fecha de vencimiento	Amortización de capital	Tasa de interés	Pago de intereses
ON Clase XI	ARS	16-dic-2022	16-dic-2023	Al vencimiento	BADLAR+ 4,49%	Trimestral
ON Clase XII	ARS	16-dic-2022	16-dic-2027	Al vencimiento	BADLAR+ 7%	Trimestral
ON Clase XIII	ARS	Pendiente de emisión	12 meses	Al vencimiento	BADLAR + margen a licitar	Trimestral

Información complementaria

Detalle de las calificaciones asignadas

Tipo / Instrumento	Calificación actual	Calificación anterior
Calificación de emisor en moneda local	A.ar/EST	A.ar/EST
Obligaciones Negociables Clase XII por hasta ARS 1.150 millones con vencimiento en diciembre 2027 ⁽¹⁾	A.ar/EST	A.ar/EST
Calificación de emisor en moneda local de corto plazo	ML A-1.ar	ML A-1.ar
Obligaciones Negociables Clase XI por hasta ARS 1.150 millones con vencimiento en diciembre 2023 ⁽²⁾	ML A-1.ar	ML A-1.ar
Obligaciones Negociables Clase XIII por hasta ARS 1.000 millones con vencimiento en agosto 2024 ⁽³⁾	ML A-1.ar	---

⁽¹⁾ Previamente denominadas Obligaciones Negociables Clase XII por hasta ARS 500 millones con vencimiento en diciembre 2027

⁽²⁾ Previamente denominadas Obligaciones Negociables Clase XI por hasta ARS 500 millones con vencimiento en diciembre 2023

⁽³⁾ Previo a oferta pública

Información considerada para la calificación

- » Estados Contables anuales auditados correspondientes al ejercicio finalizado el 30/06/2022 y anteriores, disponibles en www.argentina.gob.ar/cnv
- » Estados Contables trimestrales intermedios, disponibles en www.argentina.gob.ar/cnv
- » Prospectos de las emisiones, disponibles en www.argentina.gob.ar/cnv

Definición de las calificaciones asignadas

- » **A.ar:** Emisores o emisiones calificados en A.ar con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores locales
- » **ML A-1.ar:** Los emisores calificados en ML A-1.ar tienen la mayor capacidad para pagar obligaciones de deuda senior no garantizada de corto plazo en comparación con otros emisores locales
- » *Moody's Local Argentina agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC. El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica*

Metodología utilizada

- » Fue empleada la metodología de calificación de empresas no financieras, disponible en <https://www.argentina.gob.ar/cnv>

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objetos de calificación.

© 2023 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUcida, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de las Publicaciones.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa – Documentos constitutivos - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSF") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSF no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSF son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSF son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSF (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSF (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación crediticia, abonar a MJKK o MSF (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY100.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSF disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.