

Buenos Aires, 17 de Abril de 2019

DULCOR S.A.

Camino a Sacanta km. 1 ½ - Arroyito, Provincia de Córdoba, Argentina.

INFORME TRIMESTRAL COMPLETO

OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Títulos Calificados	Monto	Calificación	Vencimiento
Obligaciones Negociables Serie II	V/N Hasta \$ 50.000.000 (ampliable a \$ 80.000.000)	A	14-11-19

Nota: Las definiciones de calificaciones se encuentran al final del dictamen.

Fundamentos principales de la calificación:

- Dulcor tiene una importante presencia en el mercado de Dulces y Mermeladas. El grupo fue ampliando su cartera de productos y desarrollando nuevos negocios. Elabora más de un centenar de artículos diferentes, que van desde la máxima variedad de dulces y mermeladas hasta tomates triturados, productos en almíbar, pulpas asépticas, y productos panificados, entre otros.
- Las principales marcas que el grupo posee son: Dulcor, Veneziana, Esnaola, entre otras. En productos especiales cuenta con la explotación de la marca Dr. A. Cormillot.
- La empresa presenta adecuados márgenes (EBITDA) de resultados históricos. La empresa tiene una ajustada cobertura de gastos financieros histórica. Presenta una moderada variabilidad en su rentabilidad operativa, con una tendencia estable de la rentabilidad.
- La empresa tiene un adecuado calce de plazos, con indicadores de liquidez ácida ajustados.
- La compañía no presenta significativos descalce de monedas, resultados no operativos ni contingencias.
- La característica de administración y propiedad de la empresa fue evaluada como adecuada.

Analista Responsable	Hernán Arguiz harguiz@evaluadora.com
Consejo de Calificación	Julieta Picorelli Hernán Arguiz Matías Rebozov
Manual de Calificación	Metodología de Calificación de deuda o instrumentos de deuda emitidos por empresas
Último Estado Contable	Estados Contables al 31 de Diciembre de 2018

RESUMEN DE LA CALIFICACIÓN

Dulcor elabora más de un centenar de artículos diferentes. Sus principales productos son: Dulces sólidos normales y light (batata y membrillo), Mermeladas normales y light (diversos sabores), Pulpa de fruta (sulfitadas y asépticas), Cereza en almíbar y productos de panificación (pizzas, panes de pancho, hamburguesa y lactal, budines, pan dulce, grisines, pan rallado).

A nivel consolidado el ritmo de crecimiento de las ventas del grupo fue similar a la evolución de la inflación en los últimos ejercicios, manteniendo de esta manera las ventas en términos reales.

Las ventas por línea de negocio del grupo se concentran en dulces y mermeladas que representan el 57% de las mismas, los productos de panificación tienen una participación del 36% de las ventas quedando la participación restante a las pulpas, servicios y otros.

Dulcor S.A. concentra sus ventas en la línea de mermeladas, la siguen los Dulces en Cajón (5 kg), los Dulces Sólidos, y las mermeladas lights. Se considera adecuada la composición del portfolio de productos de la compañía no representando un riesgo su concentración por segmento o producto.

Las ventas de mermeladas y dulces presentan una estacionalidad entre los meses de marzo y octubre concentrando tres cuartas partes de las mismas. En lo que respecta a panificados, se observan una estacionalidad entre los meses septiembre y diciembre con una participación cercana a la mitad de las ventas del año.

El margen operativo del actual ejercicio es del 11.7% de las ventas. Similar al promedio de los tres últimos ejercicios (11.9%).

La compañía presenta una moderada capitalización, representando el patrimonio neto el 24% del activo en función del último balance. Los pasivos de largo plazo (patrimonio y pasivo no corriente) ascienden al 40% del activo, en tanto que los activos fijos son el 39% del mismo.

El 59% del pasivo de la compañía está compuesto por deuda bancaria y financiera. El 41% restante está compuesto principalmente por deudas comerciales con proveedores. El ciclo normal del producto (compra de mercadería, stock, producción, comercialización y cobranza) implica la necesidad de recursos financieros para afrontarlos. Por ello, la compañía en su operatoria habitual descuenta cheques, tiene líneas de capital de trabajo con distintos bancos y accede a financiamiento de los proveedores.

La liquidez corriente, y ácida, para el último ejercicio intermedio, es ajustada con una coeficiente de 1.0 y 0.7 respectivamente.

Análisis Previo para la Calificación de Títulos Valores

Prueba de corte

En función de la estimación de la Cobertura de Corte (1.72), no corresponde calificar a la empresa en categoría D, pudiendo aplicarse los pasos previstos en los Procedimientos Normales de Calificación del citado Manual.

Procedimientos Normales de Calificación

a) Calificación Preliminar de la Capacidad de Pago

a.1) Cobertura de gastos financieros (CGF)

La CGF arroja un resultado de 1.80, considerando los datos de los estados contables cerrados en Diciembre de 2015, 2016, 2017 y 2018. La rentabilidad sobre activos considerada fue de 23%. El flujo histórico depurado de utilidades le otorga una ajustada cobertura a los servicios de intereses de la deuda.

a.2) Grado de Riesgo de la Industria

Las empresas integrantes del sector poseen un portafolio de productos, marcas y presentaciones con el que compiten en diferentes segmentos del mercado y en distintas regiones del país.

Por lo general mermeladas y jaleas se venden en potes de plástico o de vidrio. Existen diversas presentaciones que varían en función de la fruta utilizada (damasco, naranja, frutillas, etc.) así como también si son clásicas o light.

En lo relativo a ventas, en las mermeladas cabe distinguir dos aspectos: en primer lugar el papel que desarrolla la imposición de marcas en la percepción de los consumidores, cuyo correlato son las importantes diferencias de precio entre las distintas mermeladas, aún cuando se trate del mismo sabor y tipo (clásica o light); y, en segundo lugar, las significativas disparidades de precio existentes entre sabores o gustos dentro de una misma marca y tipo de producto.

En cuanto a este segundo elemento, la oferta de sabores de cada línea de mermeladas no es igual en todas las marcas. Sin embargo, las principales firmas del negocio abarcan una oferta de gustos muy similar. Dentro de este abanico se registran importantes diferencias entre los precios de las mermeladas más tradicionales (durazno, naranja, entre otros) y los elaborados en base a frutas de estación (frutilla, mora, frutos del bosque, entre otros).

Las principales diferencias que existen entre los productos de primeras y segundas marcas radica en primer lugar en la calidad, seguida por la presentación del producto.

Las empresas productoras más importantes concentran su producción de pulpas (insumo) o mermeladas en Mendoza. Entre las mismas, BENVENUTO (La Campagnola), REDEPA (Canale) y MOLTO producen mermeladas en la

provincia mencionada, mientras que la cordobesa ARCOR también posee su planta de pulpas en dicha localización, hecho que podría explicarse por la importante producción frutícola de la jurisdicción.

Los canales de distribución de las mermeladas pueden agruparse en el canal tradicional: almacenes, despensas, minimercados y autoservicios, canal de supermercados e hipermercados y hard discount y canal institucional: restaurantes, bares, establecimientos educativos y fast foods.

Una parte importante del comportamiento de la demanda interna se puede estimar a través de las ventas de supermercados. Las ventas a precios corrientes para enero de 2019 sumaron un total de \$ 45.485 millones, lo que representa un aumento de 40,0% respecto al mismo mes del año anterior. Las ventas a precios constantes de diciembre de 2016, durante enero de 2019, sumaron un total de \$ 23.921 millones, lo que representa una caída del 10,5% respecto a enero de 2018.

a.3) Posición de la Empresa en su Industria

Las principales marcas que el grupo posee son: Dulcor, Veneziana, Esnaola, entre otras. En productos especiales cuenta con la explotación de la marca Dr. A. Cormillot.

La Sociedad fue ampliando su cartera de productos e incurriendo en nuevos negocios. En la actualidad elabora más de un centenar de artículos diferentes, que van desde la máxima variedad de dulces y mermeladas hasta tomates triturados, productos en almíbar, pulpas asépticas, productos panificados, etc. Resultado de ello es que sus principales productos son:

- Dulces sólidos normales y light (batata y membrillo).
- Mermeladas normales y light (diversos sabores).
- Pulpa de fruta (sulfitadas y asépticas)
- Cereza en almíbar.
- Productos de panificación (pizzas, panes de pancho, hamburguesa y lactal, budines, pan dulce, grisines, pan rallado)

Dulcor elabora aproximadamente 64.000 tn de productos anuales, las cuales son distribuidas mediante los diferentes canales de comercialización: cadenas de supermercados, comercios mayoristas nacionales, regionales y distribuidores.

Dulcor tiene presencia en todo el territorio nacional. La empresa cuenta con servicio de transporte tercerizado para abastecer todas las zonas. Dicho servicio es prestado por varias empresas transportistas que cuentan con una flota amplia de vehículos. Para la distribución a mayoristas, distribuidores, pequeñas cadenas de supermercados y supermercados, se abastece a través de operadores logísticos y distribuidores de larga relación con la sociedad, a los cuales se abastece a través de una flota contratada de 15 transportes. En cuanto a la entrega en cadenas de hipermercados, la empresa tiene dos sistemas: lo centralizado que se abastece a través de empresas de transportes contratados (Expreso Cargo, Expreso Lancioni, Transporte Cruz

del Sur, Tradelog, etc.), y lo descentralizado que se abastece a través de centros de distribución y operadores logísticos de cada zona.

Dulcor exporta sus productos a más de 20 países, principalmente países del Mercosur, y también países como E.E.U.U., Canadá, Israel, Australia, Nueva Zelanda, Japón y otros países centroamericanos y de la Comunidad Económica Europea. Participa anualmente de Ferias Comerciales, Rondas de Negocios y Misiones Comerciales para promocionar sus productos.

a.4) Características de la Administración y Propiedad

Dulcor es propiedad de la familia Riba. La composición del actual directorio decidida mediante resolución de los accionistas es de 4 directores titulares. A continuación se muestran los integrantes del Directorio y de la Gerencia:

Director	Cargo
Riba, Héctor Evaristo	Presidente
Riba, Jorge Enrique	Vicepresidente
Riba, Mario Gustavo	Director titular
Riba, Roberto José	Director titular

La estructura comercial de la Sociedad está constituida de la siguiente forma:

Mercado interno: Cuenta con un Gerente General de Ventas, quien junto a los Gerentes de Venta de cada uno de los negocios, coordinan las estrategias. Por debajo de los gerentes actúan los representantes diseminados por todo el país. Dulcor se encuentra estructurado por tipo de cliente los que se dividen en dos grandes grupos “Pequeños Clientes” (mayoristas, distribuidores, pequeñas cadenas de supermercados, supermercados, etc.) y “Grandes Clientes” (cadenas de hipermercados). A los “Pequeños Clientes” se les brinda atención a través de los representantes de ventas, manteniendo un contacto directo. Con los “Grandes Clientes” realiza un seguimiento estratégico, el cual involucra todas las negociaciones anuales de contratos de ventas. Las mismas definen precios, descuentos, volúmenes, acciones publicitarias, para todo el año. Dichas reuniones son llevadas a cabo por los responsables de Ventas. El seguimiento operativo de los clientes se realiza directamente desde la administración central de Dulcor.

Mercado externo: Dulcor cuenta con un departamento de comercio exterior, canalizando las operaciones en forma directa a Importadores, Distribuidores y Representantes en los siguientes países: Uruguay, Paraguay, Bolivia, Chile, Venezuela, México, U.S.A., Canadá, Italia, España, Australia e Israel, como así también a cadena de supermercados donde comercializan productos con sus marcas y marcas de terceros a Brasil y Chile. Dulcor realiza negocios industriales de pulpa de fruta a granel a Brasil, Uruguay, Paraguay y Centroamérica.

A través de un profundo análisis de las cuentas corrientes y de una intensiva gestión diaria de las cobranzas, Dulcor mantiene bajo control las variables de morosidad, incobrabilidad e impacto de cheques rechazados.

Indicadores Económicos y Financieros

La compañía tiene una baja variabilidad de la rentabilidad. Presenta un coeficiente de variación del 13%, resultante de un desvío estándar de la rentabilidad de 3% y una rentabilidad promedio sobre activos de 23%. La rentabilidad evidenció estabilidad en los últimos ejercicios.

Se considera adecuado el calce de plazos de la compañía. El plazo para amortizar la deuda no corriente es de un año y seis meses aproximadamente, dado que la deuda no corriente asciende a \$ 257 millones, y la utilidad neta esperada a \$ 180 millones.

Es ajustada la liquidez que presenta la compañía, resultante de una liquidez ácida (no se consideraron los bienes de cambio) con un coeficiente de 0.70.

La rentabilidad sobre patrimonio es adecuada. En los últimos tres años la menor rentabilidad sobre el patrimonio fue 35% y correspondió al ejercicio finalizado en Diciembre de 2016.

El coeficiente de endeudamiento se ubicó a diciembre de 2018 en 0.76, resultante del cociente entre un pasivo total de \$ 1.239 millones y un activo total de \$ 1.637 millones. El índice de endeudamiento creció un 18% con respecto al ejercicio anterior.

a.5) Análisis de Sensibilidad

La Cobertura de Gastos Financieros (CGF) proyectada se define como el cociente entre el flujo de utilidades esperadas antes de impuestos e intereses y los gastos financieros. En tanto, que la cobertura de servicio de deuda (CSD) se define con el flujo libre de fondos antes de atender los compromisos de servicios de capital de la deuda de la compañía. El escenario base considerado fue el siguiente:

(i) La inflación se proyecta en 35% anual para el presente año, con una tendencia decreciente para los próximos años.

(ii) El volumen de ventas de la compañía para el actual ejercicio cae un 1% y luego crece 3% para los próximos años.

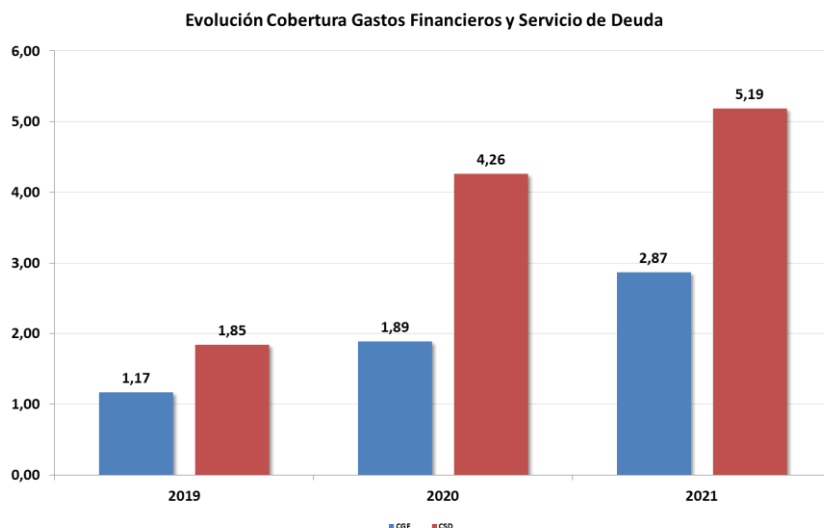
(iii) Las materias primas, fletes, publicidad, combustibles, comisiones, e impuestos se mantienen constantes en relación a las ventas para todos los años proyectados.

(iv) Los costos de administración, básicamente sueldos, honorarios profesionales, mantenimientos y otros gastos, crecen en función de los mayores precios.

(v) La compañía mantiene los actuales plazos de cobro y pago con sus proveedores y clientes. Así como también el nivel de inventarios en relación a las ventas.

(vi) El costo financiero de la Obligación Negociable se determinó a su tasa de fondeo.

(vii) La deuda de corto plazo acompaña las necesidades de financiamiento del capital de trabajo de la compañía. Estimando que la compañía no tendría problemas para mantener las líneas de capital de trabajo con los bancos.



En función del análisis de los puntos anteriores y de los indicadores que presenta la empresa se asigna una calificación de la capacidad de pago esperada en Categoría A. Se mantiene la categoría luego del análisis de sensibilidad debido a que no se estima un deterioro en la capacidad de pago esperada.

c) Calificación Final

Se mantiene la CALIFICACIÓN FINAL en CATEGORÍA A de las Obligaciones Negociables de Dulcor S.A.

CARACTERÍSTICAS DEL INSTRUMENTO

Obligaciones Negociables Serie II

Descripción: Obligaciones Negociables simples con garantía común, sin garantía de terceros, no subordinadas. Las Obligaciones Negociables serán emitidas conforme con la Ley de Obligaciones Negociables y demás normas vigentes.

Monto de la emisión: Se emitirán por un valor nominal de hasta \$50.000.000 (Pesos cincuenta millones), ampliable hasta \$80.000.000 (ochenta millones).

Fecha de Vencimiento: Las Obligaciones Negociables vencerán a los 24 meses de la Fecha de Emisión, o el Día Hábil inmediato posterior si dicha fecha no fuese un Día Hábil.

Amortización: Las Obligaciones Negociables serán amortizadas bimestralmente a partir del sexto mes en 9 cuotas consecutivas cada una correspondiente al 11.11% sobre el valor nominal emitido y la última cuota será equivalente al 11.12% sobre el valor nominal emitido.

Tasa de Interés: El capital no amortizado de las Obligaciones Negociables devengará intereses a una tasa de interés variable desde la Fecha de Emisión inclusive hasta la Fecha de Vencimiento, estableciéndose que dicha tasa de interés anual será la suma de: (a) la Tasa de Referencia más (b) el Margen de Corte que será el margen nominal anual a ser adicionados a la Tasa de Referencia en cada Período de Intereses. En ningún caso, el Margen de Corte podrá ser inferior al 0% y la sumatoria de la Tasa de la Referencia con más el Margen de Corte nunca podrá ser superior al 38% nominal anual ni inferior al 18% nominal anual durante el tiempo de vigencia de las Obligaciones Negociables.

Tasa de Referencia: Es el promedio simple de las tasas de interés que se publican diariamente en el Boletín Estadístico del Banco Central de la República Argentina (BCRA) para depósitos a plazo fijo de 30 a 35 días y de más de \$1.000.000 (Pesos un millón) para el total de bancos privados del sistema financiero argentino (Tasa BADLAR Privada), durante el período que se inicia el séptimo (inclusive) día hábil anterior al inicio de cada Período de Intereses y finaliza el octavo (inclusive) día hábil anterior a la Fecha de Pago de Intereses correspondiente.

Margen de Corte: Es la cantidad de puntos básicos (expresada como porcentaje nominal anual) a adicionarse a la Tasa de Referencia que se determinará una vez finalizado el Período de Subasta Pública.

Intereses: Las Obligaciones Negociables devengarán intereses sobre el saldo de capital pendiente de pago, desde la Fecha de Emisión hasta la Fecha de Vencimiento respectiva. Los intereses se pagarán mensualmente por período vencido a partir de la Fecha de Emisión.

Intereses moratorios: Todo importe adeudado por la Emisora bajo las Obligaciones Negociables que no sea abonado en tiempo y forma en la correspondiente Fecha de Pago, devengará intereses moratorios desde la respectiva Fecha de Pago. Los mismos ascenderán al 50% del interés compensatorio. Dicho interés moratorio será adicional a la tasa de interés aplicable al Período de Interés correspondiente.

ANEXO ESTADOS CONTABLES

Fecha Meses	Dic 18 12	Dic 17 12	Dic 16 12	Dic 15 12
ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL				
En Pesos				
Disponibilidades	3.901.385	2.815.846	13.970.607	3.392.162
Inversiones	-	-	-	-
Deudores por Ventas	417.982.809	205.502.400	92.956.163	76.350.959
Documentos a Cobrar	235.802.581	105.974.548	135.996.045	83.840.176
Bienes de Cambio	341.648.175	199.053.188	142.002.811	84.768.742
Otros Activos Corrientes	-	-	-	-
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	999.334.950	513.345.982	384.925.626	248.352.039
Bienes de Uso	386.960.560	68.632.854	42.146.046	32.447.874
Inversiones	244.103.308	-	112.277.017	98.019.503
Cargos Diferidos e Intangibles	3.403.869	749.755	525.990	389.332
Propiedades de Inversión	2.881.946	141.823.457	106.118.205	64.662.008
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	637.349.683	360.269.842	261.067.258	195.518.717
TOTAL ACTIVOS	1.636.684.633	873.615.824	645.992.884	443.870.756
Obligaciones Financeras	616.281.864	259.064.220	109.153.986	78.322.589
Cuentas a Pagar + Proveedores	365.191.243	140.977.680	179.136.031	150.969.089
Sueldos a Pagar	-	-	-	-
Impuesto a Pagar	-	-	-	-
Otros Pasivos Corrientes	-	-	-	-
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	981.473.107	400.041.900	288.290.017	229.291.678
Obligaciones Financeras	114.448.068	129.073.873	108.516.992	22.946.596
Otras Cuentas a Pagar	-	-	-	-
Otros Pasivos Corrientes	135.836.694	32.061.602	32.581.385	18.642.398
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	257.199.197	161.135.475	141.098.377	41.588.994
TOTAL PASIVOS	1.238.672.304	561.177.375	429.388.394	270.880.672
PATRIMONIO NETO	398.012.329	312.438.449	216.604.490	172.990.084
ESTADO DE RESULTADOS				
En Pesos				
Ingresos de Explotacion	2.420.831.319	963.717.532	644.712.587	509.940.402
Costos de Explotacion	- 1.630.898.407	- 642.601.818	- 402.134.678	- 328.167.607
UTILIDAD BRUTA	789.932.912	321.115.714	242.577.909	181.772.795
Gastos de Adm. y Comerc.	- 506.941.460	- 199.264.810	- 165.841.111	- 124.286.495
RESULTADO OPERATIVO	282.991.452	121.850.904	76.736.798	57.486.300
Otros Ingresos No Operativos	34.863.546	55.340.793	29.795.700	25.409.778
Gastos Financieros	- 408.148.082	- 91.311.938	- 56.703.059	- 32.662.695
Otros Egresos No Operativos	-	-	-	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	- 90.293.084	85.879.759	49.829.439	50.233.383
Impuesto a las Ganancias	9.620.197	- 16.922.736	- 14.085.855	- 14.746.024
UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	- 80.672.887	68.957.023	35.743.584	35.487.359

ANEXO INDICADORES

Fecha Meses	Dic 18 12	Dic 17 12	Dic 16 12	Dic 15 12
INDICADORES FINANCIEROS				
Indicadores de Liquidez				
Liquidez Corriente	1,0	1,3	1,3	1,1
Liquidez Acida	0,7	0,8	0,8	0,7
Días Bienes de Cambio	52	75	80	61
Días Deudores por Venta	63	78	53	55
Días Cuentas a Pagar	55	53	101	108
Duración Ciclo de Caja	59	100	32	7
Capital de Trabajo / Activo Total	1,1%	13,0%	15,0%	4,3%
Indicadores de Solvencia				
Activo Fijo / Activo Total	38,7%	24,1%	40,3%	44,0%
Pasivo No Corriente + PN / Activo Total	40,0%	54,2%	55,4%	48,3%
Pasivo Total / Activo Total	75,7%	64,2%	66,5%	61,0%
Pasivo Corriente / Pasivo Total	79,2%	71,3%	67,1%	84,6%
Deuda ByF / Pasivo Total	59,0%	69,2%	50,7%	37,4%
Deuda ByF CP / Deuda ByF Total	84,3%	66,7%	50,1%	77,3%
Indicadores de Cobertura				
CGF (Rdo Operativo)	0,8	1,4	1,4	1,9
Deuda ByF Total / Rdo Operativo	2,4	3,0	2,7	1,7
Pasivo Total / (Ventas/365)	187	213	243	194
Deuda ByF Total / (Ventas/365)	110	147	123	72
Costo Financiero Implícito	56%	24%	26%	32%
Indicadores de Margenes				
Margen Bruto	32,6%	33,3%	37,6%	35,6%
Margen Operativo + Amort.	12,7%	13,4%	12,6%	12,0%
Margen Operativo	11,7%	12,6%	11,9%	11,3%
Margen Despues Intereses	-3,7%	8,9%	7,7%	9,9%
Margen Final	-3,3%	7,2%	5,5%	7,0%
Indicadores de Rentabilidad				
ROA (Retorno s/Activos)	17,3%	13,9%	11,9%	13,0%
ROE (Retorno s/Capital)	-20,3%	22,1%	16,5%	20,5%
Indicadores de Eficiencia				
Rotación de Activos Fijos	6,3	14,0	15,3	15,7
Rotación de Activos Totales	1,5	1,1	1,0	1,1

DEFINICION DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

CALIFICACION OTORGADA: A. Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

INFORMACIÓN UTILIZADA

- Estados Contables a Diciembre de 2018 | www.cnv.gob.ar
- Otra información cuantitativa y cualitativa relevante de la compañía.
- Suplemento del Prospecto de Obligaciones Negociables Serie II.

A la fecha, el Agente de Calificación no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económica - financiera de DULCOR S.A., por lo tanto, generen un aumento del riesgo para los acreedores actuales o futuros de la empresa.

La información suministrada por DULCOR S.A. se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose la Calificadora de los errores posibles que esta información pudiera contener.

Este Dictamen de Calificación no debe considerarse una recomendación para adquirir, negociar o vender los Títulos emitidos o a ser emitidos por la empresa, sino como una información adicional a ser tenida en cuenta por los acreedores presentes o futuros de la empresa.