

Buenos Aires, 19 de Julio de 2019

## I-FLOW S.A.

Viamonte 1470, Piso 1º, C.A.B.A, Argentina.

### INFORME COMPLETO

#### OBLIGACIONES NEGOCIABLES

Títulos Calificados	Calificación
Endeudamiento	A

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

#### Fundamentos principales de la calificación:

- I-Flow es una empresa que presta servicios de logística. Cuenta con las siguientes unidades de negocios: Servicio de Transporte Nacional e Internacional (cuenta con una flota de 150 vehículos que realiza más de 200 rutas diarias), Operaciones de Co-Packing (involucra el armado y entrega de 440.000 de cajas por mes), Operaciones de refrigerados (entregas de productos con temperaturas de 0° a 6° grados a 700 bocas de Supermercados y a más de 5.000 negocios minoristas), Operaciones de E-Commerce (presta servicios a Mercado Libre, entre otros clientes) y Servicios de Logística en Petróleo y Gas.
- Las ventas de la compañía tienen una importante concentración en los principales clientes.
- La empresa presenta adecuados márgenes (Bruto y EBITDA) de resultados históricos. La compañía presentó un margen operativo (después de amortizaciones) alrededor del 8% de las ventas en el último ejercicio anual.
- La empresa presenta una moderada cobertura de gastos financieros histórica. La compañía tiene una adecuada variabilidad en su rentabilidad operativa.
- La empresa tiene un adecuado calce de plazos, con indicadores de liquidez ajustados.
- La característica de administración y propiedad de la empresa fue evaluada como adecuada.

<b>Analista Responsable</b>	Hernán Arguiz   <a href="mailto:harguiz@evaluadora.com">harguiz@evaluadora.com</a>
<b>Consejo de Calificación</b>	Julieta Picorelli   Hernán Arguiz   Matías Rebozov
<b>Manual de Calificación</b>	Metodología de Calificación de deuda o instrumentos de deuda emitidos por empresas
<b>Último Estado Contable</b>	Estados Contables al 31 de Diciembre de 2018

## RESUMEN DE LA CALIFICACIÓN

La compañía gerencia procesos logísticos complejos, manejando operaciones muy diversas, depósitos y transportes con control de temperatura, mantenimiento de información online las 24 horas, miles de entregas diarias en domicilios de particulares, experiencia en almacenamiento de pinturas y solventes, uso de políticas de seguridad, control satelital y central de monitoreo. Cuenta también con plantas de almacenaje de última generación.

Iflow cuenta con las siguientes unidades de negocios: Servicio de Transporte Nacional e Internacional (cuenta con una flota de 150 vehículos que realiza más de 200 rutas diarias), Operaciones de Co-Packing (involucra el armado y entrega de 440.000 de cajas por mes), Operaciones de refrigerados (entregas de productos con temperaturas de 0° a 6° grados a 700 bocas de Supermercados y a más de 5.000 negocios minoristas), Operaciones de E-Commerce (presta servicios a Mercado Libre, entre otros clientes) y Servicios de Logística en Petróleo y Gas.

La empresa se encuentra en un importante proceso de crecimiento y expansión. Las ventas en el ejercicio 2017 crecieron un 6% en términos reales. En el ejercicio 2018 las ventas tuvieron un crecimiento del 1% en términos reales.

Las ventas de la compañía tienen una importante concentración en los principales clientes. Los primeros cinco clientes representan dos tercios de la facturación total. La compañía afianzó la relación comercial con Alimentos Refrigerados S.A. que compró el negocio de frescos (yogures, flanes, gelatinas y postres) a Sancor. También consolidó la relación con Hansen Arg. empresa multinacional que desarrolla soluciones basadas en ingredientes para industria alimenticia, farmacéutica y complementos nutricionales.

La compañía se encuentra en proceso de consolidación del eCommerce. Posee un servicio milkrun asentado para la mayor plataforma de comercio electrónico del país (Mercado Libre). Se encuentra actualmente en ejecución de un plan comercial con el objetivo de ampliar su base actual de clientes.

El plazo promedio de los créditos a cobrar observado en los estados contables es de 60 días y de las cuentas a pagar asciende a 45 días. Esto se encuentra en línea con las políticas de cobranzas y pagos estipuladas por la compañía.

La empresa rige su política de precios a través de un sistema de polinómicas trimestrales que se encuentran preestablecidas en el contrato acordado con cada cliente. Esto le permite mantener el valor de su facturación en términos reales.

Uno de los principales costos son los sueldos y cargas sociales, y la mano de obra contratada que asciende al 31% de los costos. El otro gasto significativo es el de los Fletes que representa el 34% de los costos. Otros gastos importantes son los Servicios de Terceros (8%), Alquileres (5%), Gastos de Almacenaje (3%), Impuestos (4%) entre otros. Para la prestación de los servicios de logística se requiere una inversión significativa en la

infraestructura, es por ello que un costo es el de amortización de dichos activos.

El margen bruto fue del 21.5% para el ejercicio finalizado en diciembre de 2018. En tanto que el margen operativo que fue del 7.7%.

La compañía presenta una adecuada capitalización, representando los pasivos el 65% del activo. Los pasivos de largo plazo (patrimonio y pasivo no corriente) ascienden al 43% del activo, en tanto que los activos fijos son el 50% del mismo.

El 44% del pasivo de la compañía está compuesto por deuda bancaria y financiera. El porcentaje restante está compuesto principalmente por deudas comerciales con proveedores.

La liquidez corriente es ajustada con una coeficiente de 0.8.

### **Análisis Previo para la Calificación de Títulos Valores**

#### **Prueba de corte**

En función de la estimación de la Cobertura de Corte (1.82), 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 1.79, considerando los datos de los estados contables cerrados en Diciembre de 2017 y 2018. La rentabilidad sobre activos considerada fue de 24%. El flujo histórico depurado de utilidades le otorga una moderada cobertura a los servicios de intereses de la deuda.

###### **a.2) Grado de Riesgo de la Industria**

El mercado de servicios logísticos se caracteriza por tener dos grupos bien diferenciados.

Por un lado, se encuentran los grandes operadores logísticos que pueden ser empresas nacionales o multinacionales. Estos grandes operadores, tienen mucha experiencia y una trayectoria de muchos años brindando sus servicios. Se caracterizan por ofrecer una buena capacidad y calidad en sus inmuebles, depósitos, etc. A pesar de ello, sus grandes estructuras pueden impedirles brindar un servicio personalizado.

Por el otro lado, los pequeños operadores que tienen como ventaja competitiva un precio más bajo de sus servicios. Se caracterizan por tener poca experiencia y menor calidad de servicio. El riesgo de estos operadores pasa por las contingencias que pueden generar estas características empresariales y de servicios.

I-Flow se posiciona en el mercado por brindar un servicio diferencial de alto nivel y personalización. Los mercados en los que se enfoca I-flow son de una amplia variedad: el de productos químicos, productos refrigerados, bienes de consumo y cosméticos entre otros. Los productos que ofrece a sus clientes son: warehousing, cross docking, transporte, co-packing y gestión de proveedores entre otros.

### **a.3) Posición de la Empresa en su Industria**

I-flow comenzó sus actividades en 1994 para operar las cadenas de abastecimiento de sus clientes en Argentina y el Mercosur. Nace como un operador logístico de capitales argentinos brindando soluciones logísticas integrales. Ofrece soluciones proveyendo ahorro de costos y sistemas eficientes.

Cuenta con una importante infraestructura para brindar sus servicios: 4 centros de distribución (dos en Pablo Nogues, uno en Tortuguitas y el restante en Garín), 2 nodos de crossdocking, 40.000 m2 cubiertos, 35.000 posiciones de racks y en su nómina cuenta con 250 empleados.

La compañía gerencia procesos logísticos complejos, manejando operaciones muy diversas, como por ejemplo depósitos y transportes con control de temperatura, mantenimiento de información on line las 24 horas, miles de entregas diarias en domicilios de particulares (servicio brindado a Avon Cosmetics), miles de entregas semanales con combinaciones aleatorias de productos (entregas a supermercados), experiencia en almacenamiento de pinturas y solventes, uso de políticas de seguridad, control satelital y central de monitoreo propia con capacidad de geo-referenciación de ruteos. Cuenta también con plantas de almacenaje de última generación, adaptadas para las más altas exigencias, tanto para sustancias peligrosas como productos alimenticios perecederos.

I-flow cuenta con las siguientes unidades de negocios:

- Servicio de Transporte Nacional e Internacional: realiza todas las actividades relacionadas con la prestación del servicio de logística, tanto nacional como internacional. Cuenta con una flota de 150 vehículos que realiza más de 200 rutas diarias.
- Operaciones de Co-Packing: involucra el encajado, embolsado, etiquetado y el armado bajo estrictos controles de calidad. Realiza el armado de 440.000 de cajas con estuches de productos por mes, que representan 5 millones de unidades.
- Operaciones de refrigerados: involucra el almacenamiento, la preparación de los pedidos, las entregas de los productos (con temperaturas de 0° a 6° grados) y el servicio de cobranza. Las entregas llegan a 700 bocas de Supermercados y Estaciones de Servicios, y a más de 5.000 negocios minoristas, representando más de 1.8 millones de kg por mes. Cuenta con una flota de 70 vehículos para atender dichas operaciones.

- Operaciones de E-Commerce: presta el servicio de picking automático por transportista, control en zona y liquidación diaria. Brinda un servicio de atención al cliente en contacto permanente. Cuenta con experiencia en Geo-Referenciación. Cuenta con 2 depósitos y 38 vehículos dedicados para la prestación de dicho servicio. Realiza más de 100.000 entregas mensuales.
- Servicios de Logística en Petróleo y Gas: sistema de seguimiento con generación de reportes, depósitos con sistema de gestión con interface para Oracle-SAP, visibilidad y trazabilidad por línea, transporte a destino con criticidad y optimización, y tercerización de almacenes.

I-flow tiene como competidores directos a los grandes operadores dada la profesionalización y amplia gama de servicios que pueden brindar. Destaca como sus competidores más importantes a Tasa Logística, Andreani, Transportes Cruz del Sur, y Celsur.

#### **a.4) Características de la Administración y Propiedad**

El accionista mayoritario de la compañía es Raúl Morales con una participación del 80% del capital social. El 20% es propiedad de Investimenti S.A. I-flow S.A. no posee Sociedades controladas.

El Directorio lo integran: Raúl Morales (Presidente), Héctor Bosque (Vicepresidente), Juan Ignacio Morales (Director Titular) y Carlos Rewerski (Director Suplente).

La compañía cuenta con una adecuada estructura organizacional. El organigrama de I-flow se compone de las siguientes áreas: Gerencia General, Dirección Comercial y General, Dirección de Operaciones, Dirección de Finanzas Corporativas, Dirección de RR.HH. y Administración Operativa, Dirección de Transporte Internacional y Dirección de Tecnología y Tráfico y Controlling.

Dispone de programas de capacitación permanente para todo su personal, comprendiendo actividades in house y externas, lideradas por profesionales de diferentes Universidades (UBA, UCA e ITBA, entre otras).

Participa en el Observatorio de Logística y Sustentabilidad del Instituto Tecnológico de Buenos Aires (ITBA) y con la ayuda de la Universidad Austral ha desarrollado y puesto en marcha un portal en internet para la industria del Petróleo y Gas (Oil & Gas - O&G) llamado mundoshale.com.

La compañía desarrolla esquemas de calidad, seguridad, higiene y cuidado del medio ambiente. Cuenta con áreas de calidad con estrictos índices que deben cumplirse por medio de permanentes mediciones. Cumple con los requisitos requeridos por el "Análisis de Peligros y Puntos Críticos de Control (APPCC o HACCP)", exigidos por el Código Alimentario Argentino, y cuenta con la certificación de calidad ISO 9001.

#### **Indicadores Económicos y Financieros**

La compañía tiene una moderada variabilidad de la rentabilidad. Presenta un coeficiente de variación del 2%, resultante de un desvío estándar de la rentabilidad de 0.5% y una rentabilidad promedio sobre activos de 23.6%.

Se considera adecuado el calce de plazos de la compañía. El plazo para amortizar la deuda superior a un año es de dos años y nueve meses aproximadamente (considerando la emisión de la ON), dado que la deuda no corriente ascendería a \$ 80 millones, y la utilidad neta esperada a \$ 28 millones.

Es ajustada la liquidez que presenta la compañía, resultante de una liquidez corriente con un coeficiente de 0.8.

La rentabilidad sobre patrimonio es favorable. En los últimos dos años la menor rentabilidad sobre el patrimonio fue 53% y correspondió al ejercicio finalizado en diciembre de 2018.

El coeficiente de endeudamiento se ubicó a diciembre de 2018 en 0.65, resultante del cociente entre un pasivo total de \$ 239 millones y un activo total de \$ 365 millones. El índice de endeudamiento cayó un 6% con respecto al ejercicio anterior.

La incidencia de resultados no operativos no es significativa, ya que los resultados no operativos del último ejercicio fueron inferiores al 20% de la utilidad del ejercicio.

#### **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 los niveles actuales para 2019 (40%), y luego presente un sendero decreciente.

(ii) El volumen de clientes de la compañía crece un 3% para los próximos ejercicios.

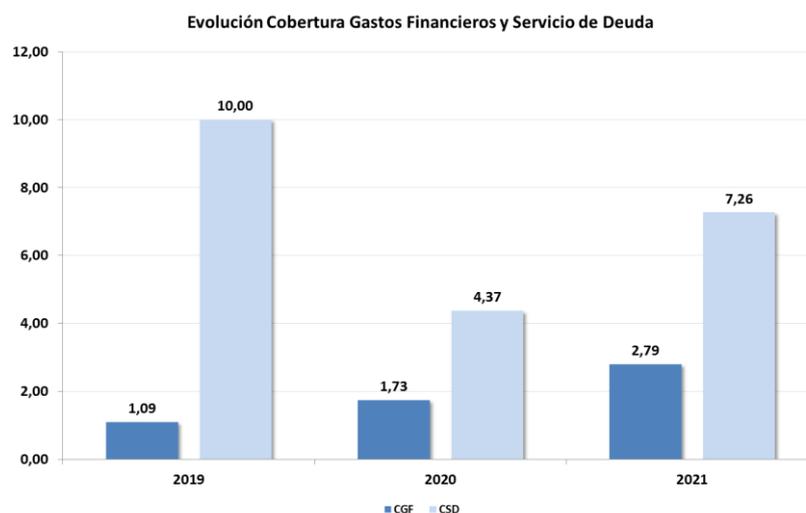
(iii) Los gastos de almacenaje, fletes, impuestos, servicios de terceros, se mantienen constantes en relación a las ventas para todos los años proyectados.

(iv) Los costos de administración, básicamente sueldos, alquileres, honorarios profesionales, 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.

(vi) El costo financiero de la Obligación Negociable se determinó en su tasa máxima.

(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 otorga la CALIFICACIÓN FINAL en CATEGORÍA A al endeudamiento de I-FLOW S.A.**

**ANEXO ESTADOS CONTABLES**

Fecha Meses	Dic 18 12	Dic 17 12
<b>ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL</b>		
En Pesos		
Disponibilidades	12.603.023	9.034.334
Inversiones	1.219.168	-
Deudores por Ventas	105.083.012	111.318.032
Documentos a Cobrar	25.188.939	72.504.808
<b>TOTAL ACTIVOS CORRIENTES</b>	<b>144.094.142</b>	<b>192.857.174</b>
Bienes de Uso	183.776.437	146.970.415
Inversiones	-	-
Otros Créditos a Largo Plazo	16.000.000	23.623.294
Cargos Diferidos e Intangibles	20.739.898	-
Otros	-	14.559.319
<b>TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>220.516.335</b>	<b>185.153.028</b>
<b>TOTAL ACTIVOS</b>	<b>364.610.477</b>	<b>378.010.202</b>
Obligaciones Financeras	102.227.596	64.831.955
Cuentas a Pagar + Proveedores	77.973.220	94.974.994
Sueldos a Pagar	21.303.123	20.581.281
Impuesto a Pagar	3.632.005	17.888.406
Otros Pasivos Corrientes	3.532.425	-
<b>TOTAL PASIVOS CORRIENTES</b>	<b>208.668.369</b>	<b>198.276.636</b>
Obligaciones Financeras	3.008.815	41.029.769
Otras Cuentas a Pagar	-	-
Otros Pasivos Corrientes	26.952.457	22.718.129
<b>TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES</b>	<b>29.961.272</b>	<b>63.747.898</b>
<b>TOTAL PASIVOS</b>	<b>238.629.641</b>	<b>262.024.534</b>
<b>PATRIMONIO NETO</b>	<b>125.980.836</b>	<b>115.985.668</b>
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>		
En Pesos		
Ingresos de Explotacion	649.338.696	642.051.914
Costos de Explotacion	- 509.801.809	- 475.643.217
<b>UTILIDAD BRUTA</b>	<b>139.536.887</b>	<b>166.408.697</b>
Gastos de Adm. y Comerc.	- 89.774.176	- 92.790.491
<b>RESULTADO OPERATIVO</b>	<b>49.762.711</b>	<b>73.618.206</b>
Otros Ingresos No Operativos	13.207.791	-
Gastos Financieros	- 37.555.602	- 36.253.088
Otros Egresos No Operativos	-	- 3.572.413
<b>RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS</b>	<b>25.414.900</b>	<b>33.792.705</b>
Impuesto a las Ganancias	- 15.419.732	- 16.726.237
<b>UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO</b>	<b>9.995.168</b>	<b>17.066.468</b>

ANEXO INDICADORES

Fecha Meses	Dic 18 12	Dic 17 12
<b>INDICADORES FINANCIEROS</b>		
<b>Indicadores de Liquidez</b>		
Liquidez Corriente	0,7	1,0
Liquidez Acida	0,7	1,0
Días Bienes de Cambio	0	0
Días Deudores por Venta	59	63
Días Cuentas a Pagar	44	54
Duración Ciclo de Caja	15	9
Capital de Trabajo / Activo Total	-17,7%	-1,4%
<b>Indicadores de Solvencia</b>		
Activo Fijo / Activo Total	50,4%	38,9%
Pasivo No Corriente + PN / Activo Total	42,8%	47,5%
Pasivo Total / Activo Total	65,4%	69,3%
Pasivo Corriente / Pasivo Total	87,4%	75,7%
Deuda ByF / Pasivo Total	44,1%	40,4%
Deuda ByF CP / Deuda ByF Total	97,1%	61,2%
<b>Indicadores de Cobertura</b>		
CGF (Rdo Operativo)	2,0	2,0
Deuda ByF Total / Rdo Operativo	1,4	1,4
Pasivo Total / (Ventas/365)	134	149
Deuda ByF Total / (Ventas/365)	59	60
Costo Financiero Implícito	36%	34%
<b>Indicadores de Margenes</b>		
Margen Bruto	21,5%	25,9%
Margen Operativo + Amort.	11,7%	11,5%
Margen Operativo	7,7%	11,5%
Margen Despues Intereses	3,9%	5,3%
Margen Final	1,5%	2,7%
<b>Indicadores de Rentabilidad</b>		
ROA (Retorno s/Activos)	13,6%	19,5%
ROE (Retorno s/Capital)	7,9%	14,7%
<b>Indicadores de Eficiencia</b>		
Rotación de Activos Fijos	3,5	4,4
Rotación de Activos Totales	1,8	1,7

## 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
- Otra información cuantitativa y cualitativa relevante de la compañía.

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

La información cuantitativa y cualitativa suministrada por I-FLOW 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.