

Empresas

Del Fabro Hnos. y Cia. S.A. (DFH)

Del Fabro Hnos. y Cía. S.A.

Calificación

Largo Plazo: "A+".

Perspectiva estable.

Tipo de informe

Privado

Metodología de Calificación

Se utilizó la Metodología de Calificación de Riesgos para Títulos de Deuda Privada, Empresas y Préstamos Bancarios aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17.313/14

Analistas

Juan Manuel Salvatierra

jmsalvatierra@untref.edu.ar

Martín Iutrzenko

miutrzenko@untref.edu.ar

Fecha de calificación

15 de mayo de 2023

Advertencia

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación.

Calificación

Deuda Privada Empresas	Calificación	Perspectiva
Largo Plazo	A+	Estable

Fundamentos de la calificación

Posicionamiento en el mercado: Del Fabro Hnos y Cia. S.A. (en adelante DFH) es una empresa de capital nacional cuyas actividades principales se concentran en la producción y comercialización de cereales, servicio de logística, producción y comercialización de carne vacuna y gastronomía. Formalmente, la sociedad comenzó sus operaciones en el año 1992, aunque los orígenes de la empresa familiar se remontan al año 1892. En la actualidad, el Directorio y la Dirección Ejecutiva están a cargo de profesionales cuyos antecedentes profesionales se orientan hacia la mejora continua, habiendo logrado recientemente la renovación de la certificación de calidad IRAM para el establecimiento productivo de carne vacuna envasada al vacío. Al cierre del periodo abril 2023, contaba con una dotación de 114 empleados en relación de dependencia directa, distribuidos en áreas técnicas, de comercialización, administración, producción, control de calidad y recursos humanos, entre otras.

Adecuada organización de la producción: presenta una integración vertical en los diferentes puntos de la cadena de valor agrícola-ganadera, abarcando desde la producción de cereales y finalizando con la comercialización al consumidor final de carne vacuna envasada al vacío. Adicionalmente, la firma presta los servicios de intermediación en algunos puntos de la cadena, como es el caso de la comercialización de cereales y hacienda en pie, venta de insumos para el sector agrícola, servicio de logística de granos, animales y carne a los que se suma el reciente lanzamiento de una nueva unidad de negocios de espacios gastronómicos de especialidad con espacios de coworking en la estratégica ubicación de ingreso a la Ciudad de Nueve de Julio en la Provincia de Buenos Aires, zona núcleo de la producción agrícola-ganadera, en la intersecciones de la Ruta Nacional Nro. 5 y el principal acceso a la Ciudad, próximo a las localidades de Bragado, Junín y Bolívar.

Bajo nivel de exposición al riesgo cambiario: la firma exhibe un bajo nivel de endeudamiento en dólares estadounidenses en comparación al valor de sus activos que, ante eventuales deslizamientos al alza del tipo de cambio, vería mejorada sus relaciones financieras. No obstante, dicha situación podría generar una moderación de la demanda que, eventualmente, resienta el flujo de ingresos de la compañía. No obstante, UNTREF ACR UP considera que no se vería afectada la capacidad de DFH para hacer frente a sus obligaciones financieras, dada la capacidad potencial de liquidar bienes de cambio (*commodities*) valuados en dólares al tipo de cambio oficial.

Adecuado nivel de endeudamiento: DFH presenta un adecuado nivel de apalancamiento financiero. Según el último balance auditado a junio-

2022, la relación Pasivo/Activo fue del 53,1% mientras que la relación entre Deudas financieras y Patrimonio Neto era del 58,6%. La relación deuda bancaria y financiera/EBITDA representaba 1,0x (veces). Este ratio, según informe trimestral auditado y expuesto en la Autopista de Información Financiera de la Comisión Nacional de Valores (C.N.V.) era de 1,4x (veces) en septiembre-2022. Por otra parte, la deuda bancaria y financiera, con sus intereses (\$463,78 millones), representaban el 7,6% de las ventas informadas.

Se destaca la tasa de interés activa implícita que se desprende de los últimos EECC. La misma era de 44,9% nominal en pesos, siendo esto favorable para la sostenibilidad financiera de la empresa, reduciendo fuertemente el costo del capital con que opera.

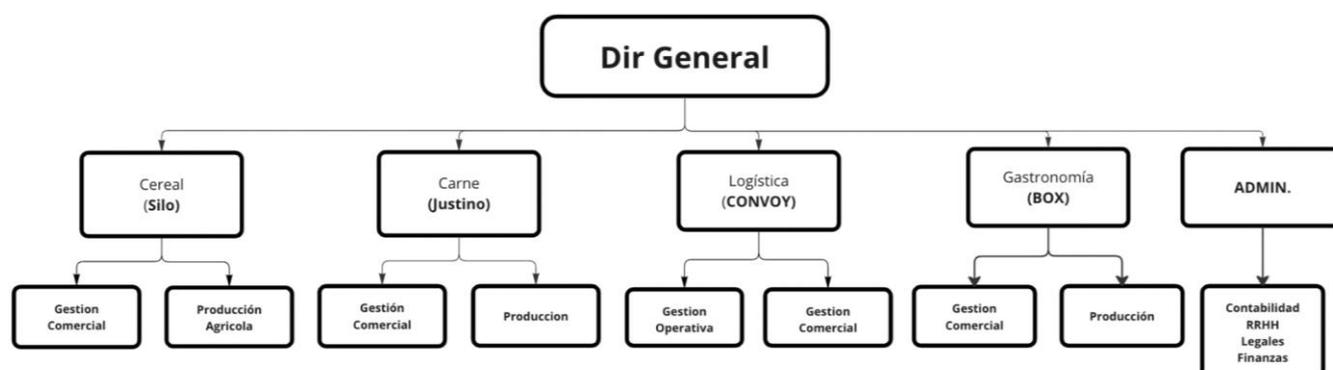
Buena capacidad de generación de fondos: De acuerdo con los flujos de fondos de la empresa, muestra suficiente capacidad para generar recursos genuinos a fin de hacer frente a sus obligaciones financieras. La evolución reciente de las tasas de rentabilidad que presentó la empresa se muestra firme en sus principales aspectos (ROE y ROA), viéndose levemente afectadas por las condiciones financieras locales las relaciones EBIT y EBITDA.

UNTREF ACR UP destaca la sostenibilidad de la política de reinversión de utilidades que permite mejorar la capitalización de la firma a los efectos de sostener y ampliar su crecimiento exhibiendo una eficiente organicidad con el plan de negocios diseñado.

La empresa, sus directivos y su organización

Del Fabro Hnos y Cia. S.A. (DFH) es una empresa de capital nacional cuya actividad principal se concentra en la producción y comercialización de cereales y carne vacuna. Formalmente, la sociedad comenzó sus operaciones en el año 1992, aunque los orígenes de la empresa familiar se remontan al año 1892.

Cuadro 1. DFH - Equipo Directivo (versión resumida)



Fuente: elaboración propia en base a información suministrada por la organización.

En la actualidad, el equipo directivo de la sociedad se encuentra integrado por su presidente, Agustín Del Fabro, (Posgrado en Agronegocios UCEMA) junto a Roberto Daniel Romano (MBA UCEMA) en la Dirección General; Emilia Brizuela (Contadora Pública – UNLP) en la Dirección de SILO;

Guillermina Schmidt (Contadora Pública – UNLP) en la Dirección de JUSTINO; Susana B. Calvo (empresaria agrícola) en Administración, Alexis Rey (especialista en logística y sistemas de información) en la Dirección de CONVOY y Letizia Belén Raimundo Obieta (Lic. en Relaciones Públicas e Institucionales UADE) en la Dirección de BOX. La dirección ejecutiva de la empresa está a cargo de cada uno de ellos sobre la base de sus antecedentes personales y su experiencia laboral. Asimismo, en la actualidad (periodo abril 2023) tiene una dotación de 114 empleados en relación de dependencia directa, distribuidos en áreas técnicas, de comercialización, administración, producción, control de calidad y recursos humanos, entre otras.

Debido a la conformación de su Directorio Legal, de la Dirección y de las principales áreas de negocio lideradas por mujeres, DFH ha sido reconocida por la CNV en el “Toque de Campana” anual con el Premio 2019 CNV a la Composición de Dirección por Mujeres.

Presenta una integración vertical en los diferentes puntos de la cadena, dando inicio con la producción de cereales y finalizando con la comercialización de carne envasada al vacío al consumidor. Adicionalmente, la empresa presta servicios de intermediación en algunos puntos de la cadena, como es el caso de la comercialización de cereales y hacienda, venta de insumos para el agro, servicio de logística de granos, animales y carne y servicios estratégicos de gastronomía y coworking.

Cuadro 2. Del Fabro Hnos y Cía. S.A - Integración

DFH Producción agrícola	DFH Acopio	DFH Insumos agrícolas- ganaderos	DFH Producción de carnes		DFH Logística	DFH Gastronomía
DFH Comercialización de cereales			JUSTINO Comercialización Mayorista	JUSTINO Comercialización Minorista		

Fuente: elaboración propia en base a información suministrada por la organización.

Las oficinas administrativas se encuentran ubicadas en un predio propio de 22 hectáreas ubicado sobre la Ruta Provincial 65, km 179,5 en la Ciudad de Nueve de Julio, Provincia de Buenos Aires (Argentina). También allí se localiza una planta de acopio de granos, balanzas, elaboración de semilla, almacenamiento, comercialización y logística de insumos agropecuarios y combustibles, conjunto que es propiedad de la empresa (ver Anexo VI - Diversificación geográfica).

La producción de cereales y oleaginosas es llevada a cabo en diversas localidades de la zona núcleo de la Provincia de Buenos Aires (Ciudades de Nueve de Julio, Bolívar, 25 de Mayo), La Pampa (Macachín) y en la zona centro de la Provincia de Santa Fe (San Justo / San Cristóbal). Cuenta con un equipo de profesionales que prioriza la sustentabilidad del área en conjunto con el cumplimiento de los objetivos proyectados.

Asimismo, a través del área del cereal (Silo) permite disponer de una plataforma experimentada de personas que constituyen una estructura comercial y logística de punta, ofreciendo a los clientes competitivas condiciones comerciales. Al mismo tiempo, se les ofrece insumos (semillas, fertilizantes, agroquímicos, combustibles y lubricantes) y asesoramiento técnico para mejorar los rindes de producción. Recientemente DFH ha sido designado como representante zonal de productos agropecuarios SYNGENTA.

Mediante el área de Logística, constituida por una flota de camiones propiedad de la empresa, se ha formado un equipo profesional orientado a garantizar un servicio de logística eficiente que brinda servicios a clientes (externos) y soporte a las áreas de cereal y carne.

Con relación a la producción ganadera (del tipo intensivo o *feedlot*), la misma se lleva a cabo en un establecimiento propio de 101 has. ubicado en las cercanías de la sede administrativa, también sobre la RP 65 en el kilómetro 221. El establecimiento localizado en Santos Unzué, ha incorporado para su actual stock de 4.500 cabezas la tecnología que ofrece *Tru Test*, sistema que agrega valor a la producción ganadera brindando sistemas de pesaje y trazabilidad con registro de la información, identificación animal electrónica, certificación oficial de SENASA con INTI e ICAR FULL, electrificación y monitoreo altamente funcionales en cualquier clima y ambiente.

Por su parte, el desposte y envasado al vacío de la carne bovina y sus derivados se realiza en un frigorífico *ciclo II* (también propiedad de la empresa) ubicado en la localidad de Miguel Riglos (Provincia de La Pampa), a una distancia aproximada de 330 km de la sede administrativa. Este establecimiento cuenta con habilitaciones de SENASA, permiso de venta a la Patagonia, exportación y, desde el año 2021, certificado de calidad IRAM NM 324:2010 - Buenas Prácticas de Manufactura en Industria de Alimentos, cuyo alcance es la producción de cortes vacunos refrigerados en su planta de Miguel Riglos.

El *output* es comercializado a clientes mayoristas ubicados en las principales zonas de consumo del Gran Buenos Aires. Mediante la cadena de locales comerciales *de diseño* con atención bajo la marca comercial *Justino* se realiza la venta minorista mediante ventas *on-line* con entregas a domicilio y también la distribución a través del mismo local que se ubican en las localidades de Santa Rosa Provincia de La Pampa, Pinamar, Cariló y Nueve de Julio en la Provincia de Buenos Aires y en las más importantes zonas de consumo de la Ciudad Autónoma de Buenos Aires.

UNTREF ACR UP considera que DFH posee una muy adecuada organización de acuerdo con las diversas actividades que desarrolla.

Estrategia y plan de negocios

Desde sus comienzos, la visión de DFH se ha resumido en lograr “*un producto en cada eslabón de la cadena*” brindando las mejores herramientas y los mejores productos a la creciente demanda de forma continua, contribuyendo a mayores eficiencias. Para ello, en la actualidad desarrolla un plan de negocios con inversiones permanentes tanto económicas (reinversión de utilidades y asistencias financieras) que le permiten sostener el crecimiento de los últimos años sobre la base de una infraestructura que se encuentra en proceso de ampliación y desarrollo.

En la actualidad se han puesto en funcionamiento diez centros logísticos para el abastecimiento y comercialización de carne vacuna envasada al vacío. Con el objetivo de ampliar la escala comercial se están realizando gestiones de un nuevo proyecto de desarrollo logístico integral en la Localidad de San Miguel que permita mayores eficiencias y crecimientos en nuevos centros comerciales.

Al mismo tiempo, DFH ha iniciado trabajos para la ampliación de la capacidad de producción del establecimiento de engorde animal con nuevos corrales y una serie de mejoras (pisos de hormigón que mejoran el bienestar y la nutrición del animal, tendido eléctrico, sistema de abastecimiento de agua, etc.) que sumadas al sistema de trazabilidad (medición y selección) permiten mejorar los resultados en el rinde y la calidad. También se han realizado mejoras en las instalaciones para el procesamiento, las cámaras de enfriamiento y el desposte de productos congelados.

Sobre la base de la certificación de calidad en normas IRAM para el establecimiento destinado al procesamiento de la carne vacuna, la sociedad planea incursionar en nuevos mercados locales y de exportación que requieren profundizar los estándares aplicados.

Para la gestión del área de producción agrícola se han incorporado nuevos especialistas con la visión de desarrollar el plan de siembra diversificada por zonas y cultivos. Asimismo, los resultados obtenidos en las campañas anteriores, así como los actuales rindes esperados constituyen un refuerzo del plan de producción agrícola.

En paralelo se prevé ampliar la capacidad disponible para el área de acopio y servicios. Las inversiones realizadas, la extensión geográfica de los servicios brindados, como las nuevas oficinas y centros de almacenamiento en las Provincias de La Pampa y Santa Fe y la puesta en funcionamiento de la planta de almacenamiento y servicios de combustibles han permitido a DFH generar nuevos negocios para estructurar paquetes acordes a las necesidades, asistencia y servicios al productor agropecuario. Asimismo, también se ha avanzado con obras para el almacenamiento y comercialización de insumos para la producción agropecuaria, especialmente en la planta de combustibles con habilitación de la Secretaría de Energía de la Nación, permitiendo operar directamente con las petroleras para la compra de gas oil y su posterior comercialización a los establecimientos de los productores con servicios del área de logística (CONVOY).

Durante los últimos 18 meses, el área de granos (SILO) ha realizado inversiones desarrollando una aplicación (API) para la comercialización directa de granos que permita generar nuevas operaciones ampliando el rango de alcance geográfico. Luego de las primeras pruebas exitosas con los actuales productores, la aplicación se encuentra operativa en modo beta.

DFH participa con el 25% de la tenencia de QUATRO DI COPPA SA empresa recientemente constituida junto a tres socios productores de granos, para desarrollar actividades de construcción y comercialización de edificios de viviendas. Luego de los aportes de capital QUATRO ha logrado avanzar con la construcción de un primer edificio de 8 unidades de viviendas próximas a comercializar en la localidad de Nueve de Julio Provincia de Buenos Aires. Este nuevo segmento ha sido concebido como una oportunidad de diversificación y sobre la base de reinvertir el 100% de sus ingresos en nuevos proyectos.

Por otra parte, DFH ha contratado a la empresa LEA (Leza, Escriña & Asociados S.A.) para la emisión de un informe sobre los valores de tasación de los inmuebles propios en los que desarrolla sus actividades productivas y comerciales, particularmente, el establecimiento de la localidad de Nueve de Julio Provincia de Buenos Aires de 22 has. (con planta de acopio y acondicionamiento de granos con secadora y procesos, balanzas, galpones, planta de combustibles líquidos, oficinas, cámaras frigoríficas y predio productivo); el establecimiento de la localidad de Santos Unzué de 100 has. (con balanzas, planta de alimentos, aguadas, corrales, galpones y oficinas para el manejo de 5.000 cabezas de ganado y producción de forrajes); y el establecimiento para la elaboración de carne envasada al vacío (frigorífico ciclo II) de la localidad de Miguel de Riglos en la provincia de La Pampa. Estos inmuebles junto a los campos propios de los accionistas que representan el 95% del capital social le permiten a la sociedad estructurar un “grupo” patrimonial que DFH puede presentar como garantía ante sus acreedores financiero y como aval (fianza), al tiempo que genera ingresos de fondos que permiten solvencia y liquidez para continuar con su política de reinversión del 100% de las utilidades.

UNTREF ACR UP destaca la política de reinversión de utilidades que viene realizando DFH para sostener y ampliar la escala de producción de acuerdo con el plan de negocios aprobado por el Directorio y expuesto en la planificación financiera que proyecta incrementos productivos en hectáreas explotadas y rindes esperados.

Por otra parte, el 26 de abril de 2017 DFH emitió y se ha listado en la CNV como emisor de Obligaciones Negociables PYME (anterior régimen al actual PYME Garantizadas), quedando obligada

al cumplimiento de normativas de exposición de información y documentación en la Autopista De Información Financiera (AIF) de la CNV. Luego del cumplimiento de dicha emisión, DFH ha continuado con dos emisiones posteriores de Obligaciones Negociables PYME (ambas en el actual régimen CNV de ON PYME Garantizada). UNTREF ACR UP destaca la experiencia adquirida en el mercado de capitales, así como el cumplimiento de los compromisos asumidos dado el *track record* de las tres emisiones. Asimismo, a pesar de que el nuevo régimen de emisiones ON PYMES Garantizadas no obliga a las mismas a cumplir con el régimen de presentaciones de documentación e información periódica ante CNV, el Directorio de DFH ha decidido continuar confeccionando y presentando, los estados financieros de cierre anual, los informes trimestrales y la correspondiente documentación legal mediante la AIF de la CNV¹.

En la misma línea, DFH SA ha logrado inscribirse en la CNV con su “ALyC Propio Participante Directo” bajo el número 898 lo que le permite operar en el mercado como en el Mercado a Término de Buenos Aires (MatBA), generando negocios “directos” que permiten mayor volumen y eficiencia en los contratos.

UNTREF ACR UP considera que DFH SA cuenta con capacidades suficientemente desarrolladas en cada una de sus unidades de negocios que le permiten diversificar riesgos, ante eventuales amenazas, y potenciar las oportunidades que el sector agrícola-ganadero ofrece.

Perfil del negocio, el sector, el mercado y las condiciones macroeconómicas

Las condiciones presentes y esperadas para el sector agrícola representan una oportunidad para lograr expandir el volumen de los negocios. La agricultura ha pasado por un ciclo de muy bajas densidades de lluvias dado el fenómeno de *La Niña*. Esta situación climática afectó de diversas maneras a los diferentes cultivos, según su calidad, época de siembra y especialmente el lugar de la explotación disminuyendo la expectativa de cosecha.

Particularmente DFH SA mantiene una marcada diversificación en zonas de explotación agrícola que van desde la zona oeste en la Provincia de Buenos Aires hasta la zona central en la Provincia de Santa Fe, comuna adecuada rotación de cultivos y épocas de siembra (soja de primera, soja de segunda, maíz, maíz tardío, trigo, girasol). Esta situación le ha permitido moderar el riesgo climático y la afectación de su capacidad productiva.

Asimismo, en las zonas productivas sobre las que opera DFH se han presentado establecimientos productivos que han discontinuado contrataciones con operadores que no han logrado mantener su capacidad financiera; circunstancia que se ha traducido en una mayor oferta de campos en condiciones de ser arrendados. Este hecho, adicionado al fenómeno del Niño (un probable cambio de tendencia con relación a un mayor volumen de precipitaciones esperadas), presenta una inmejorable oportunidad para el aumento de la capacidad productiva de DFH, intentando lograr mayores eficiencias dado un aumento de la escala de producción. Adicionalmente, las condiciones macro-financieras de escasez de dólares en el mercado local, ha generado una ventana de oportunidad dada por el nuevo marco regulatorio que ofrece un tipo de cambio diferencial (denominados “*dólar soja 1, 2 y 3*”) vigente en diversos períodos desde septiembre-2022, lo que le permitiría a DFH SA obtener un mayor flujo de ingresos por precios de venta.

Con relación al mercado ganadero, desde principios del año 2023 muestra un constante aumento en el precio de la carne en el mostrador (consumidor) lo que le ha permitido a DFH SA aprovechar su presencia mediante la integración vertical de su producción y comercialización (del campo a la mesa). La falta de lluvias ha generado falta de materia seca para la alimentación animal, situación

¹ Con acceso público ingresando a <https://www.cnv.gov.ar/SitioWeb/Empresas/Empresa/30657040807?fdesde=11/4/2019>

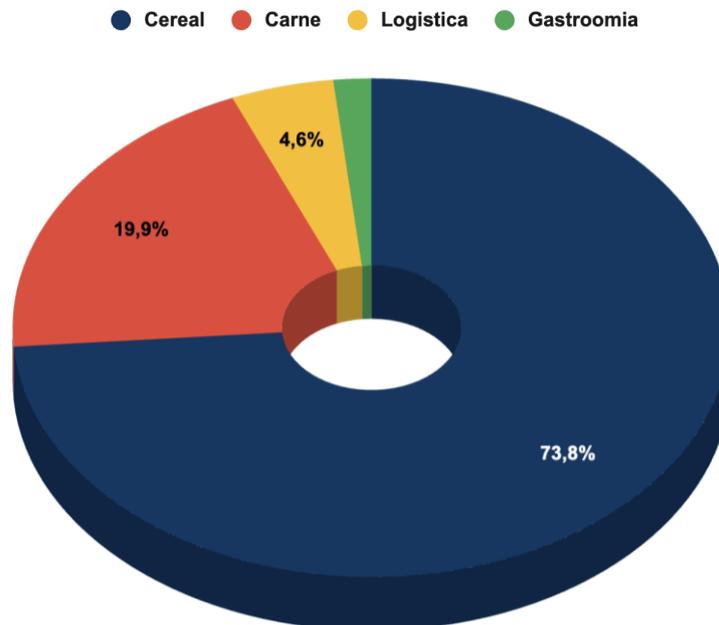
que generó mayor oferta de los criadores de vacunos, anticipando las ventas al no contar con alimentos suficientes y generando una baja en el precio del ternero (invernada). Dicha relación (precio ternero de compra/precio de kg carne consumidor) ha permitido a DFH aprovechar el valor agregado de su cadena. El sector agrícola productivo dentro del área responsable de granos (SILO) de DFH produce el alimento necesario según la demanda de los animales del sector de producción del área de carne (JUSTINO), planificando el consumo de acuerdo con los volúmenes proyectados con un stock mínimo de aprovisionamiento de alimentos para una campaña. Este proceso de trabajo de integración interna y planificación le permite a DFH no sufrir vaivenes del mercado en cuanto a la oferta de stocks y precio de alimentos para la producción ganadera. El efecto combinado de la falta de madres productivas y de los precios de los granos proyecta futuros aumentos de precios que el mercado planifica mantendrán las tendencias de precios alcistas para la carne vacuna al consumidor.

El resto de las actividades en las que incursiona DFH como los mercados de servicios (logísticos, comerciales, gastronómicos) muestran importantes oportunidades de crecer en volumen y participación de mercado.

El desempeño operativo

El comportamiento de las ventas de DFH refleja el creciente posicionamiento de la organización en los mercados en que se ha insertado. La sustentabilidad del negocio se apoya en la producción, acopio y comercialización de cereales que, con el mayor porcentaje de las ventas totales, constituye la principal fuente de ingresos de la firma.

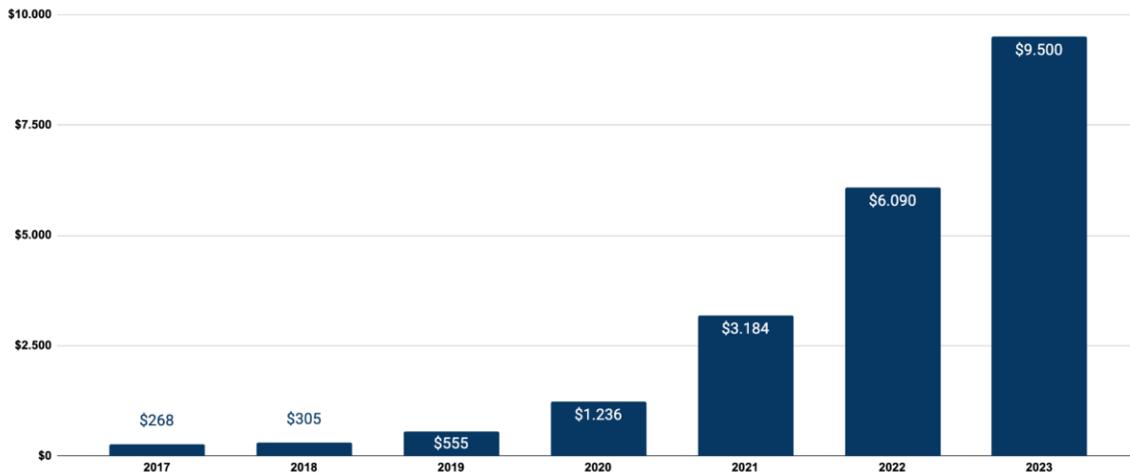
Gráfico 1. DFH – Participación porcentual ventas totales. Año 2022



Fuente: elaboración propia en base a información suministrada por la organización.

Como ya se mencionó, en la actualidad, la empresa busca posicionarse como un actor relevante de la producción ganadera con engorde de hacienda a corral (*feedlot*) para la elaboración y comercialización en el mercado minorista de carne vacuna envasada al vacío.

Gráfico 2. DFH - Evolución ventas totales (en millones de pesos, moneda homogénea al cierre de cada ejercicio). Año 2023 estimado.



Fuente: elaboración propia en base a EECC

Los estados contables al 30/06/2022, reflejan un aumento de las ventas totales, del orden del 16,8% (valores ajustados por inflación), moderando las tasas de crecimiento de los años previos.

La tasa de crecimiento anual en los ingresos de los últimos periodos le ha valido a DFH ser reconocida por las últimas publicaciones del FINANCIAL TIMES (FT) dentro de las 500 compañías de más rápido crecimiento en América².

El EBITDA que presentó la empresa fue del 6,8% del nivel total de ventas generadas para el ejercicio cerrado a junio-2022, llegando a un valor de \$ 414,45 millones (Ver Anexo IV). Este indicador, se muestra firme en su evolución con respecto a los años previos. El margen bruto representa el 14,1% en el ejercicio 2022, valor que muestra estabilidad comparado con el año previo que fue un 13,5%. Asimismo, la utilidad operativa del ejercicio 2022 fue de \$ 362,09 millones de pesos (variación de +11,7% interanual con respecto al año 2011 en moneda homogénea) y la neta fue de \$142,44 millones (+6,9% Jun-2022/Jun-2021).

Gráfico 3. DFH - EBIT, EBITDA (en millones de pesos). Margen Bruto (en %).

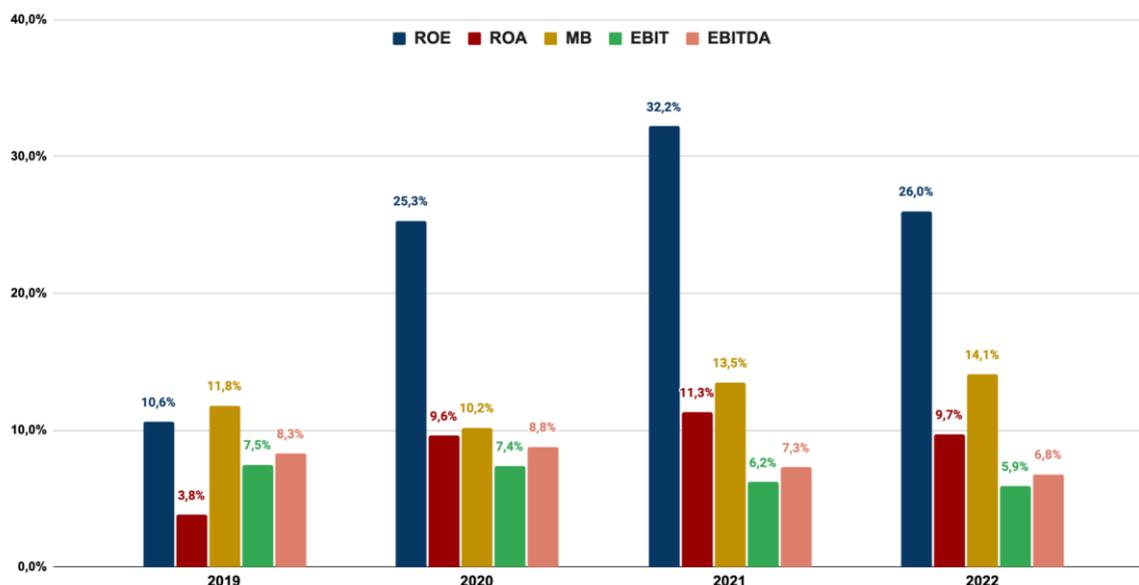


Fuente: Elaboración propia en base EECC auditados. Eje izquierdo: EBIT y EBITDA (en millones de pesos). Eje derecho: Margen Bruto (en %)

² Disponible en <https://www.ft.com/americas-fastest-growing-companies-2020> ; <https://www.ft.com/content/6ee8f978-a2e0-4644-b7c7-0718a334adb7>; <https://www.ft.com/americas-fastest-growing-companies-2023>

En el mismo sentido, la evolución reciente de las tasas de rentabilidad que presentó la empresa se muestra firme en sus principales aspectos (ROE y ROA), viéndose levemente afectadas por las condiciones financieras locales (precios y tasas de interés) las relaciones EBIT y EBITDA (ver gráfico x).

Gráfico 4. DFH - EBIT, EBITDA, Margen Bruto, ROE y ROA (en %, a fecha de cierre de cada ejercicio).



Fuente: elaboración propia en base a EECC

Al analizar su estructura operativa hacia mediados de 2022, el rubro más importante viene dado por los Bienes de Cambio (43,8%), en línea con la actividad desarrollada por la firma (principalmente, producción de cereales, acopio, ganadería *feedlot* y carne envasada al vacío). Dentro de estos, los principales componentes son hacienda vacuna (43,1%) y cereales/oleaginosas (24,1%), representando en conjunto casi el 70% de ese total. Luego en importancia, siguen los Bienes de Uso (campos, instalaciones, maquinaria y rodados), que representaron un 35,1% del activo total de la sociedad.

Cuadro 3. Del Fabro Hnos y Cía. S.A – Estructura operativa.

	30/06/22	30/06/21	30/06/20	30/06/19	30/06/18
TOTAL ACTIVO	100%	100%	100%	100%	100%
Activo Corriente	64,9%	64,6%	69,6%	67,9%	74,4%
Caja y bancos	1,5%	1,2%	1,2%	1,7%	5,0%
Créditos por ventas	1,8%	1,9%	1,9%	2,5%	5,9%
Bienes de cambio	43,8%	43,0%	46,5%	31,1%	22,8%
Otros créditos	8,5%	7,7%	3,9%	6,2%	14,1%
Inversiones	9,2%	10,8%	16,0%	26,4%	26,4%
Activo No Corriente	35,1%	35,4%	30,4%	32,1%	25,6%
Bienes de uso	35,1%	35,4%	30,4%	32,1%	25,6%
Inversiones	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Fuente: elaboración propia en base a información suministrada por la organización.

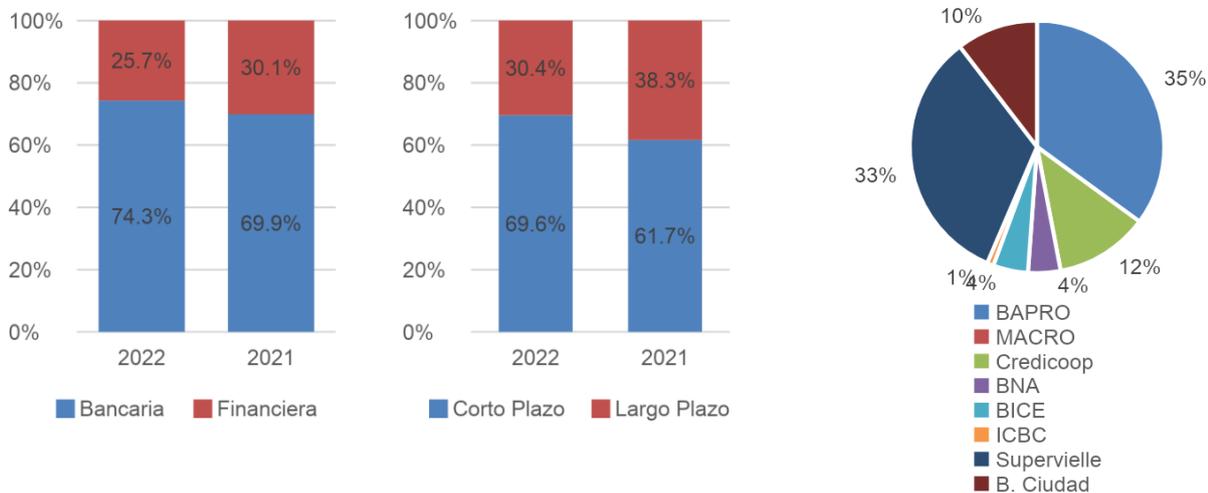
A junio-2022, el indicador de liquidez es de 2,0x (veces) mostrando un valor muy adecuado y exhibiendo estabilidad con relación a los años previos. El Indicador de liquidez ácida alcanzaba 0,6x, dada la incidencia del stock de bienes cambio disponible (hacienda vacuna 40%, cereales y oleaginosas 25%) que, en caso de producirse cambios en el esquema cambiario, su valuación podría verse fortalecida dado que más del 50% del total de los bienes de cambio se encuentra vinculado al dólar. La estabilidad en el tiempo de los indicadores de liquidez, confirman la solidez financiera de la firma con relación a las obligaciones de corto plazo.

La firma presenta históricamente un bajo nivel descalce de monedas entre su pasivo en dólares y su activo en la misma moneda. Solo el 17% de sus obligaciones se encuentran vinculados a esa divisa, y se debe al programa de obligaciones negociables destinado a la ampliación de la capacidad productiva de la firma señalado en el plan de negocios. El riesgo cambiario por sus obligaciones financieras resulta mitigado por el stock disponible de sus bienes de cambio cuyos precios domésticos siguen, en muchos de sus productos, precios referenciales en dólares.

La deuda y la sostenibilidad financiera

Según los últimos estados contables auditados al 30/06/2022, la deuda total de la firma (Pasivo total) ascendía a \$782,21 millones (representaba el 53,1% del Activo total), siendo el 61,1% corriente. A la misma fecha, el stock de deudas bancarias y financieras era de \$404,05 millones de pesos, principalmente concentrado en las deudas de corto plazo (corrientes) las que representaron el 61,7% del total. Casi el 69,9% del total se fundamenta por préstamos bancarios y, el destino principal de los fondos bancarios utilizados es para financiar capital de trabajo. El complemento (30,1%) son emisiones obligaciones negociables, cuyos compromisos de corto plazo era de sólo el 27,7%.

Cuadro 4. Saldo de deuda por tipo de préstamo y perfil de vencimientos. Junio-2022.



Fuente: elaboración propia en base a información suministrada por la organización.

Las deudas bancarias se encuentran con una adecuada diversificación entre distintas entidades financieras (8 entidades en total, siendo 3 públicas). Como se muestra en el gráfico anterior, actualmente el BAPRO y Supervielle son los principales acreedores bancarios con el 35% y 33% del total, respectivamente.

Asimismo, según información de gestión de DFH, la deuda bancaria y financiera total de la firma ascendía a \$363,28 millones (préstamos bancarios) y a U\$S 970 mil dólares estadounidenses, a septiembre-2022. Por su parte, la línea total de crédito bancario aprobado para la firma asciende a \$798,18 millones de pesos y U\$S 650 mil dólares estadounidenses.

Un aspecto que destacar es la tasa de interés activa implícita, medida como cociente entre los gastos financieros totales y la deuda bancaria y financiera vigente hacia fines de junio-2022. La misma era de 44,9% en pesos, siendo esto favorable para la sostenibilidad financiera de la empresa, reduciendo fuertemente el costo del capital con que opera.

Por la actividad que realiza la firma, las Deudas comerciales constituyen una importante fuente de fondeo de capital de trabajo. Al cierre del ejercicio contable 2022, representaban el 20,4% del total de la estructura de capital. El mencionado rubro contenía en ese momento, \$248,83 millones de pesos en deudas documentadas.

Según los EECC a junio-2022, la empresa informa un nivel de ventas (ingresos ajustados por inflación) de \$6.100,66 millones de pesos. Para determinar el Resultado Operativo (EBIT) se le aplicó el margen operativo informado del 6,6% promedio de la empresa, obteniendo un valor estimado del EBIT de \$362,09 millones de pesos. Para llegar al EBITDA se le sumó las amortizaciones, obteniendo un valor de \$414,45 millones. Por otro lado, el nivel de gastos financieros según los EECC auditados del 2022 fue de \$181,36 millones de pesos.

Según los EECC finalizados en junio de 2022, el indicador de cobertura con relación a los intereses financieros pagados se encontraba en 2,3x (veces). La Deuda Bancaria y Financiera sobre el EBITDA representaba 1,0x (veces). Ahora bien, según información de gestión no auditada actualizada a septiembre-2022, la relación Deuda Bancaria y Financiera sobre el EBITDA representaba 1,4x (veces). Por su parte, la deuda bancaria y financiera, con sus intereses (\$463,78 millones), representaban el 7,6% de las ventas informadas.

Cuadro 5. Indicadores de rentabilidad y cobertura. En millones de pesos, moneda homogénea a fecha de cierre

Concepto	jun-22	jun-21
Ingresos por ventas	\$6.100,66	\$5.221,58
% variación período anterior	16,8%	
Utilidad Bruta	\$860,68	\$707,48
Margen bruto (% sobre ingresos)	14,1%	13,5%
Utilidad Operativa (EBIT)	\$362,09	\$324,23
EBIT (% sobre ingresos)	5,9%	6,2%
EBITDA	\$414,45	\$386,25
EBITDA (% sobre ingresos)	6,8%	7,4%
ROE (Utilidad neta / PN - Resultado Ejercicio t)	26,0%	31,7%
ROA (Utilidad neta / Activos t)	9,7%	11,5%
EBITDA/Intereses financieros	2,3	2,5
Cobertura (EBIT/Intereses financieros)	2,0	2,1
Pasivo Total menos Disp. e Inv. Corrientes/EBITDA	1,5	1,2
Deuda bancaria y financiera / EBIT	1,1	1,0
Deuda bancaria y financiera / EBITDA	1,0	0,9
Deuda bancaria y financiera / PN	0,6	0,5
Tasa activa implícita (gastos financieros/Deuda B y F.)	44,9%	46,6%
Pasivo Total / PN	1,1	1,1
Pasivo Total / Activo total	0,5	0,5

Fuente: elaboración propia sobre la base de EECC

UNTREF ACR UP considera que los indicadores presentados demuestran ser financieramente sostenibles. Las posibilidades de tomar nuevo financiamiento de largo plazo permitirían mejorar el perfil de vencimientos de deuda de la empresa, actualmente concentrada en un 60% en el corto plazo.

De acuerdo con los flujos de fondos del último balance, la empresa muestra capacidad para generar recursos genuinos a fin de hacer frente a sus obligaciones financieras. Dada la estructura de costos de la firma, ligada a ciertos *commodities* de producción local (cereales) que siguen la evolución de los precios internacionales, un eventual deslizamiento al alza del tipo de cambio que impacte sobre el nivel de precios de los bienes que comercializa podría generar una moderación de la demanda que, eventualmente, resienta el flujo de ingresos de la compañía. No obstante, UNTREF ACR UP entiende que no se vería afectada la capacidad de DFH para hacer frente a sus obligaciones financieras, debido a que tendría la capacidad de realizar la venta de una porción de sus bienes de cambio en dólares al tipo de cambio oficial.

El comportamiento histórico de los Indicadores de endeudamiento y cobertura, demuestra que la empresa presenta suficientes coberturas con relación a los servicios de intereses de la financiación y un nivel de endeudamiento sustentable (Ver Anexo IV).

Impacto ambiental

La empresa está sujeta al cumplimiento de leyes y reglamentaciones con respecto al impacto de su actividad en el medio ambiente.

La producción agrícola se desarrolla sobre establecimientos productivos de terceros con los que ha mantenido relaciones contractuales de largo plazo; manteniendo un sistema de rotación de cultivos alternados en los diferentes ciclos productivos por campana.

La producción ganadera se integra con la producción agropecuaria generando los insumos necesarios con manejos de pasturas y logrando el bienestar animal buscado en obtener la mejor calidad en carnes para el consumo humano.

La integración de la cadena productiva con la comercial y el proceso productivo de faena, desposte y envasado de carne al vacío *no genera manejo de medias reses mediante medios humanos*, situación que se adelanta a los estándares de cuidado del medio ambiente, calidad y especialmente cuidado de la salud humana³, no solo evitando el traslado de la carne por medios humanos sino también logrando controlar -mediante el enfriamiento, desposte y envasado al vacío en un mismo establecimiento controlado y auditado por los organismos correspondientes (SENASA) y certificado por normas de calidad- el riesgo asociado a la presencia de bacterias patógenas en los productos cárnicos.

³ Tal como lo señala la Resolución Conjunta N° 04/2021 del Ministerio de Trabajo, Empleo y Seguridad Social, Ministerio de Desarrollo Productivo y Ministerio de Agricultura, Ganadería y Pesca

Anexo I - Estado de situación patrimonial y análisis de estructura

(en millones de pesos moneda homogénea a fecha de cierre)

ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL	en millones de pesos (moneda homogénea)				en millones de pesos (moneda homogénea)			
	30/6/2022		30/6/2021		30/6/2021		30/6/2020	
TOTAL ACTIVO	1.472,00	100,0%	1.159,86	100,0%	707,32	100,0%	527,84	100,0%
Activo Corriente	954,82	64,9%	749,22	64,6%	456,90	64,6%	367,23	69,6%
Caja y bancos	21,96	1,5%	14,04	1,2%	8,56	1,2%	6,30	1,2%
Créditos por ventas	26,36	1,8%	22,01	1,9%	13,42	1,9%	10,03	1,9%
Bienes de cambio	645,36	43,8%	498,46	43,0%	303,97	43,0%	245,70	46,5%
Otros créditos	125,20	8,5%	88,92	7,7%	54,23	7,7%	20,49	3,9%
Inversiones	135,94	9,2%	125,80	10,8%	76,72	10,8%	84,70	16,0%
Activo No Corriente	517,18	35,1%	410,64	35,4%	250,42	35,4%	160,61	30,4%
Bienes de uso	517,15	35,1%	410,60	35,4%	250,40	35,4%	160,61	30,4%
Inversiones	0,03	0,0%	0,04	0,0%	0,03	0,0%	0,00	0,0%
TOTAL PASIVO	782,21	53,1%	605,95	52,2%	379,09	53,6%	276,60	52,4%
Pasivo Corriente	478,03	61,1%	408,01	67,3%	248,82	65,6%	183,38	66,3%
Deudas comerciales	151,58	19,4%	103,39	17,1%	63,05	16,6%	49,45	17,9%
Deudas bancarias y financieras	180,02	23,0%	171,45	28,3%	104,55	27,6%	86,96	31,4%
Remuneraciones y Cg. Soc.	16,04	2,1%	10,25	1,7%	6,25	1,6%	3,53	1,3%
Deudas fiscales	61,27	7,8%	60,02	9,9%	36,60	9,7%	10,28	3,7%
Obligaciones negociables	69,12	8,8%	62,92	10,4%	38,37	10,1%	33,17	12,0%
Pasivo No Corriente	304,18	38,9%	197,94	32,7%	130,27	34,4%	93,22	33,7%
Deudas comerciales	149,28	19,1%	95,50	15,8%	58,24	15,4%	14,44	2,7%
Deudas bancarias y financieras	102,40	13,1%	78,89	13,0%	57,67	15,2%	47,03	8,9%
Obligaciones negociables	52,50	6,7%	23,54	3,9%	14,36	3,8%	31,75	6,0%
PATRIMONIO NETO	689,78	46,9%	553,91	47,8%	328,24	46,4%	251,24	47,6%
PASIVO + PN	1.472,00	100,0%	1.159,86	100,0%	707,32	100,0%	527,84	100,0%

Anexo II - Estado de resultados y análisis de estructura

(en millones de pesos moneda homogénea a fecha de cierre)

ESTADO DE RESULTADOS	jun-22	% s/vtas.	jun-21	% s/vtas.	jun-21	% s/vtas.	jun-20	% s/vtas.
Ventas	6.100,66	100%	5.221,58	100%	3.184,28	100%	1.939,62	100%
Gastos de producción (CMV)	-	-	-	-	-	-	-	-
Utilidad bruta	5.239,99	-86%	4.514,10	-86%	2.752,83	-86%	1.726,72	-89%
Gastos de administración	860,68	14,1%	707,48	14%	431,44	14%	212,89	11%
Gastos comercialización	-38,05	-0,6%	-26,63	-1%	-17,46	-1%	-11,75	-1%
Gastos financieros	-78,36	-1,3%	-53,78	-1%	-32,80	-1%	-22,76	-1%
Impuestos y tasas	-181,36	-3,0%	-156,79	-3%	-95,62	-3%	-83,97	-4%
Resultado operativo	-64,46	-1,1%	-38,18	-1%	-23,28	-1%	-19,78	-1%
RECPAM	498,45	8,2%	432,10	8%	262,29	8%	74,64	4%
Otros ingresos y egresos	-317,71	-5%	-264,66	-5%	-161,40	-5%	-14,82	-1%
Resultado antes de impuestos	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
Impuesto a las ganancias	180,74	3%	167,44	3%	100,90	3%	59,83	3%
Resultado del ejercicio del ejercicio	-38,30	-1%	-34,26	-1%	-20,89	-1%	-9,10	0%
	142,44	2%	133,19	3%	80,01	3%	50,73	3%

Anexo III - Flujo de Fondos

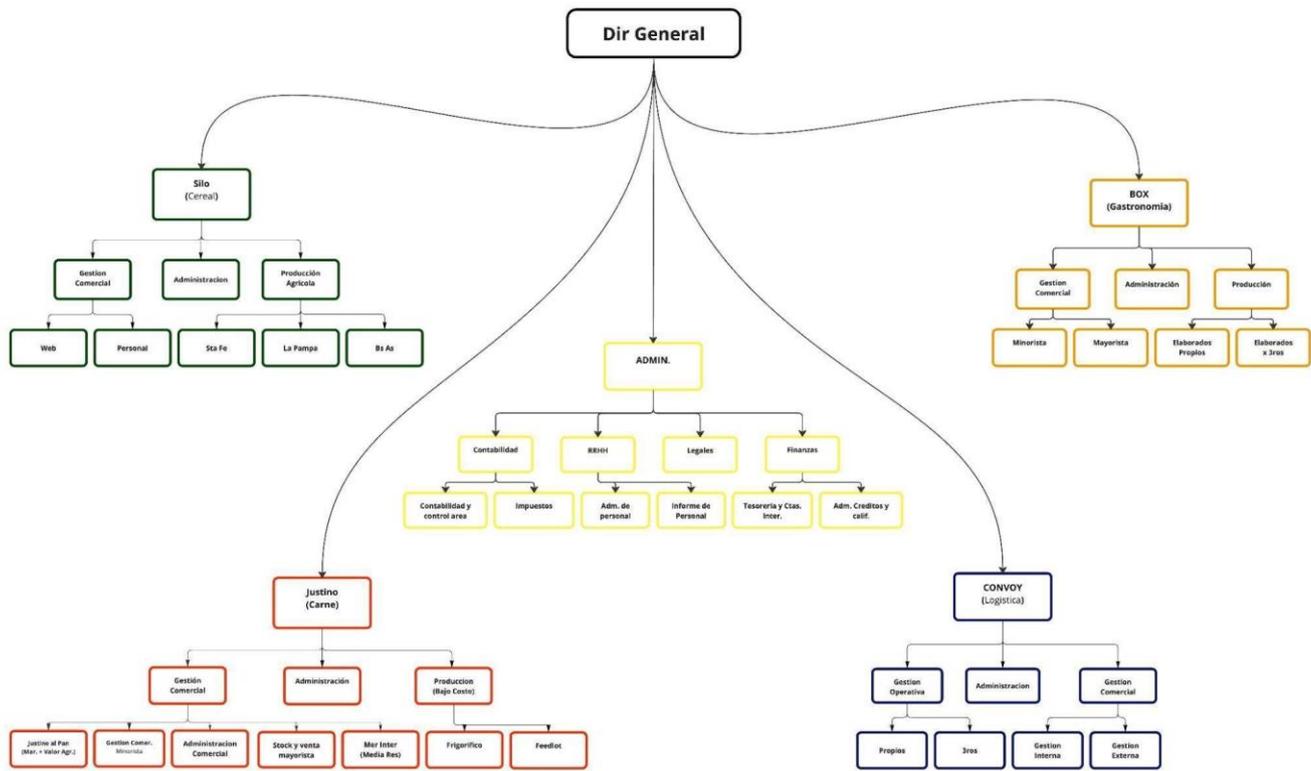
(en millones de pesos moneda homogénea a fecha de cierre)

		30/06/22	30/06/22
Efectivo al inicio		14,04	10,34
Actividades operativas		90,71	198,98
	Ganancia ordinaria	180,73	165,44
	Amort. Bs. Uso	52,36	61,09
(aumento)	Bs. Cambio	-146,90	-95,55
(aumento)	Otros créditos	-36,28	-55,32
(disminución)	Otras deudas	35,17	-19,99
(aumento)	Deudas bancarias	32,08	46,29
	Resto activ. Oper.	-26,45	97,01
Actividades de inversión		-82,79	-195,28
(aumento)	Bs. Uso	-72,67	-208,33
(aumento)	Inversiones	-10,13	13,05
Efec. al cierre		21,96	14,04

Anexo IV - Indicadores

Concepto	jun-22	jun-21	jun-20	jun-19	jun-18
Ingresos por ventas	6.100,66	3.184,28	1.291,36	647,77	535,33
% <i>variación período anterior</i>	16,8%	64,2%	39,6%	21,0%	
Utilidad Bruta	860,68	431,44	132,03	76,28	64,95
<i>Margen bruto (% sobre ingresos)</i>	14,1%	13,5%	10,2%	11,8%	12,1%
Utilidad Operativa (EBIT)	362,09	196,51	95,73	48,70	34,91
<i>EBIT (% sobre ingresos)</i>	5,9%	6,2%	7,4%	7,5%	6,5%
EBITDA	414,45	233,77	113,87	53,98	34,91
<i>EBITDA (% sobre ingresos)</i>	6,8%	7,3%	8,8%	8,3%	6,5%
Utilidad neta	142,44	80,01	33,77	8,13	14,47
<i>Utilidad neta (% sobre ingresos)</i>	2,3%	2,5%	2,6%	1,3%	2,7%
ROE (Utilidad neta / PN - Resultado Ejercicio t)	26,0%	32,2%	25,3%	10,6%	22,2%
ROA (Utilidad neta / Activos t)	9,7%	11,3%	9,6%	3,8%	6,0%
EBITDA/Intereses financieros	2,3	2,4	2,0	1,5	2,2
Cobertura (EBIT/Intereses financieros)	2,0	2,1	1,7	1,4	2,2
(Pasivo - Disponibilidades e Inv. Corrientes / EBITDA)	1,5	1,3	1,1	1,3	2,5
Deuda bancaria y financiera / EBIT	1,1	1,1	1,4	2,3	4,1
Deuda bancaria y financiera / EBITDA	1,0	0,9	1,2	1,3	2,7
Deuda bancaria y financiera / PN	0,6	0,7	0,5	0,8	1,2
Tasa pasiva implícita (gastos financieros/Deuda B y F.)	44,9%	44,5%	42,2%	31,6%	11,2%
Pasivo Total / PN	1,1	1,2	1,1	1,5	2,0
Pasivo Total / Activo total	0,5	0,5	0,5	0,6	0,7
Liquidez corriente	2,0	1,8	2,0	2,1	2,4
Liquidez ácida (A corr - Bs. Cambio / P corr)	0,6	0,6	0,7	1,1	1,6
Ratio Disponibilidad (Caja + Inv. Corr. / P corr)	0,3	0,3	0,5	0,9	1,0
Capital de Trabajo Neto Contable	476,79	208,08	122,40	76,24	103,52
<i>% sobre ingresos</i>	7,8%	6,5%	9,5%	11,8%	19,3%
Capital de Trabajo Neto ácido (sin Caja ni Inv. corrientes)	318,89	122,80	61,81	16,44	27,68
<i>% sobre ingresos</i>	5,2%	3,9%	4,8%	2,5%	5,2%
Necesidad de Capital de Trabajo Neto (*)	520,15	254,35	137,34	67,42	64,07
<i>% sobre ingresos</i>	8,5%	8,0%	10,6%	10,4%	12,0%
Plazo promedio de Cobranza	2	2	2	3	10
Plazo promedio de Bienes de Cambio	45	40	52	42	43
Plazo promedio de Pago a Proveedores	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Ciclo Operativo (días)	47	42	53	45	52
Ciclo de Tesorería (días)	46	42	53	45	52

Anexo V - Organigrama completo



Anexo VI – Diversificación geográfica



Fuente: información suministrada por la organización.

Calificaciones asignadas:

Largo plazo "A+". Perspectiva Estable

Definición de la calificación

La definición de la categoría "A+" corresponde las emisiones o emisores calificados en "A" nacional, presentan una buena capacidad de pago de sus obligaciones comparativamente con otras emisiones o emisores nacionales. Presentan una mayor vulnerabilidad con respecto a las categorías superiores, en su desempeño económico y financiero, con relación a cambios previsiblemente menos favorables, en los entornos económicos y de negocios.

Las calificaciones podrán ser complementadas por los modificadores "+" o "-", para determinar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría. El modificador no cambia la definición de la categoría a la cual se lo aplica y será utilizado entre las categorías AA y CCC de largo plazo.

La perspectiva se asigna a una calificación de largo plazo, como una opinión respecto del comportamiento de la misma en el mediano y largo plazo. Para la asignación de la perspectiva se consideran los posibles cambios en la economía, la industria y el negocio, la estructura organizacional y cualquier otro factor relevante que pudiera incidir. Las perspectivas no indican necesariamente un futuro cambio en la calificación asignada. La perspectiva estable indica que la calificación probablemente no cambie.

Este informe de calificación no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento de calificación.

Fuentes de información:

La información recibida resulta adecuada y suficiente para fundamentar la calificación otorgada:

- Estados Contables auditados al 30 de junio de 2022.
- Información de gestión sobre ventas
- Organigrama

Manual de Calificación:

Para el análisis del presente informe, se utilizó la Metodología de Calificación de Riesgos para Títulos de Deuda Privada, Empresas y Préstamos Bancarios aprobada por la CNV bajo la Resolución CNV 17.313/14

Analistas a cargo:

Juan Manuel Salvatierra, jmsalvatierra@untref.edu.ar

Martín Iutrzenko, miutrzenko@untref.edu.ar

Responsable de la función de Relaciones con el Público:

Nora Ramos, nramos@untref.edu.ar

Fecha de calificación: 15 de mayo de 2023