

Buenos Aires, 02 de julio de 2020

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:

- Desde el 20 de marzo de 2020 y hasta la fecha, las medidas adoptadas por el Gobierno Nacional para combatir el virus están teniendo un efecto significativo en la actividad económica general del país. La evolución y dinámica presentan incertidumbres sobre su duración y profundidad. Cabe destacar, que la sociedad continúa operando sin verse afectada por la situación.
- Las ventas de los primeros cinco meses del año crecieron un 9% en términos reales con respecto al mismo período del año anterior.
- 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 cerca de 450 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), como así también de productos de temperatura de frío de 0 a -5 grados y congelados hasta temperaturas de -23 grados. En operaciones de E-Commerce (presta servicios a Mercado Libre, entre otros clientes-
- 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 12% 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 e indicadores de liquidez.
- 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 Murat Nakas
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 2019

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 cerca de 450 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), como así también de productos de temperatura de frío de 0 a -5 grados y congelados hasta temperaturas de -23 grados. En Operaciones de E-Commerce (presta servicios a Mercado Libre, entre otros clientes)

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 desarrolló fuertemente el negocio del eCommerce con un crecimiento muy importante en el último año. Posee un servicio milkrun asentado para la mayor plataforma de comercio electrónico del país (Mercado Libre).

Consolido la relación con Hansen Arg. empresa multinacional que desarrolla soluciones basadas en ingredientes para industria alimenticia, farmacéutica y complementos nutricionales. Ha consolidado la relación comercial con Milkaut para su línea de productos frescos.

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 30 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 Fletes que representan el 35% de los costos. El otro gasto significativo es el de sueldos y cargas sociales, y la mano de obra contratada que asciende al 29% de los costos totales. Otros gastos importantes son Alquileres (4%), y depreciación (6%) 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 25% para el ejercicio finalizado en diciembre de 2019. En tanto que el margen operativo que fue del 17%.

La compañía presenta una adecuada capitalización, representando los pasivos el 60% del activo. Los pasivos de largo plazo (patrimonio y pasivo no corriente) ascienden al 62% del activo, en tanto que los activos fijos son el 49% del mismo.

El 20% 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 adecuada con un coeficiente de 1.2.

Análisis Previo para la Calificación de Títulos Valores

Prueba de corte

En función de la estimación de la Cobertura de Corte (2.25), 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 2.25, considerando los datos de los estados contables cerrados en diciembre de 2018 y 2019. La rentabilidad sobre activos considerada fue de 26%. El flujo histórico depurado de utilidades 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), nodos de crossdocking, 40.000 m2 cubiertos, 35.000 posiciones de racks y en su nómina cuenta con 245 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 y Mercado Libre, entre los más destacados), 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: realiza todas las actividades relacionadas con la prestación del servicio de logística, tanto nacional como internacional. Cuenta con una flota de casi 300 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 160 vehículos dedicados para la prestación de dicho servicio. Realiza más de 800.000 entregas mensuales en actividades de colecta, cross-dock y delivery.

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.

En 2019, la compañía ha desarrollado un plan inversiones por más de US\$ 2,5 Millones, algunas de las cuales se encuentran comprometidas para el 2020. Las principales son:

- Cámara de refrigerados con una capacidad de 1200 posiciones de pallets
- Sala de máquinas de amoníaco de última tecnología
- Puesta en marcha de la cámara de Congelados con una capacidad de 350 posiciones de pallets
- Desarrollos de sistemas para administración de logística de eCommerce: Administración de red de Carriers, Pick Up Points, Comunicaciones entre otros.
- Para este año, se encuentra en desarrollo la inversión en tecnología para un nuevo sistema de Ruteo y trazabilidad con Unigis, y la implementación de Infor, tecnología World Class para el manejo de Almacenes.

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. En materia de capacitaciones y desarrollos estratégicos, ha llevado a cabo numerosas acciones entre las que se destacan:

- Viaje a Houston para desarrollo de soluciones logísticas de última milla de Arenas para Vaca Muerta.
- MOU con partners tecnológicos y de inversión.

- Relevamiento de operaciones de casa matriz de clientes de IFlow en Francia, Dinamarca y España, y participación en Logimat (Stuttgart Alemania).
- Implementación de Business Intelligence de Microstrategy y Aulas Virtuales para capacitación.
- Relevamiento y definición de locaciones para implementar operaciones logísticas en interior.
- Desarrollo, capacitación e integración del Management de la compañía.
- Desarrollo de sitio de eCommerce para canalizar la venta de Beneficios a Empleados.

La compañía desarrollo 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.

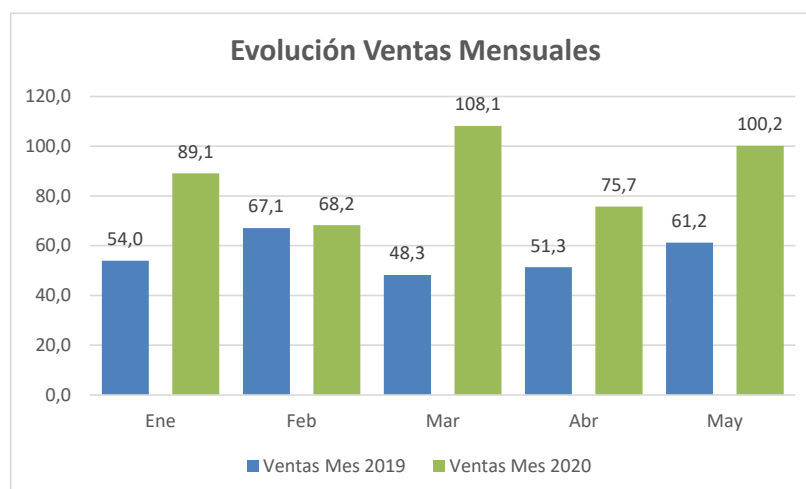
Indicadores Económicos y Financieros

La empresa tuvo, en 2019, una caída del 8% en términos reales en los niveles de facturación. Durante dicho año, continuó con la ejecución del plan de inversiones consolidando la expansión de plantas y tecnología.

Los accionistas han realizado aportes de capital para financiar las inversiones necesarias acordes con sus objetivos de posicionamiento como operador logístico de primer nivel, incorporando equipamientos de refrigerados y congelados de última generación para la industria de alimentos, y tecnología avanzada para la industria de ecommerce y tiendas online.

A pesar del contexto económico desfavorable la compañía logro captar 22 nuevas operaciones, alineadas con los segmentos estratégicos (50% vinculadas a eCommerce, 35% de Alimentos y las restantes en textiles y otros). Logró además abarcar mayores soluciones logísticas en clientes activos como Mercado Libre, Milkaut, Citric y La Virginia.

En el actual contexto de pandemia, con las restricciones a la económica que ello implica, la compañía tuvo un comportamiento de las ventas muy positivo. En el gráfico se puede ver la evolución de mensuales de las mismas, a valores corrientes de cada año.



Dicha evolución implicó un crecimiento en términos reales para los primeros cinco meses del año del 9%. Gran parte de la evolución se explica por el crecimiento y la participación del volumen del comercio electrónico dentro de las ventas.

La compañía tiene una moderada variabilidad de la rentabilidad. Presenta un coeficiente de variación del 10%, resultante de un desvío estándar de la rentabilidad de 2.6% y una rentabilidad promedio sobre activos de 25.8%.

Se considera adecuado el calce de plazos de la compañía. El plazo para amortizar la deuda superior a un año es de dos años aproximadamente, dado que la deuda no corriente ascendería a \$ 139 millones, y la utilidad neta esperada a \$ 70 millones.

Es adecuada la liquidez que presenta la compañía, resultante de una liquidez corriente con un coeficiente de 1.2.

La rentabilidad sobre patrimonio es favorable. En los últimos dos años la menor rentabilidad sobre el patrimonio fue 40% y correspondió al ejercicio finalizado en diciembre de 2018.

El coeficiente de endeudamiento se ubicó a diciembre de 2019 en 60%, resultante del cociente entre un pasivo total de \$ 380 millones y un activo total de \$ 630 millones. El índice de endeudamiento cayó un 8% 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 2020 (40%), y luego presente un sendero decreciente.

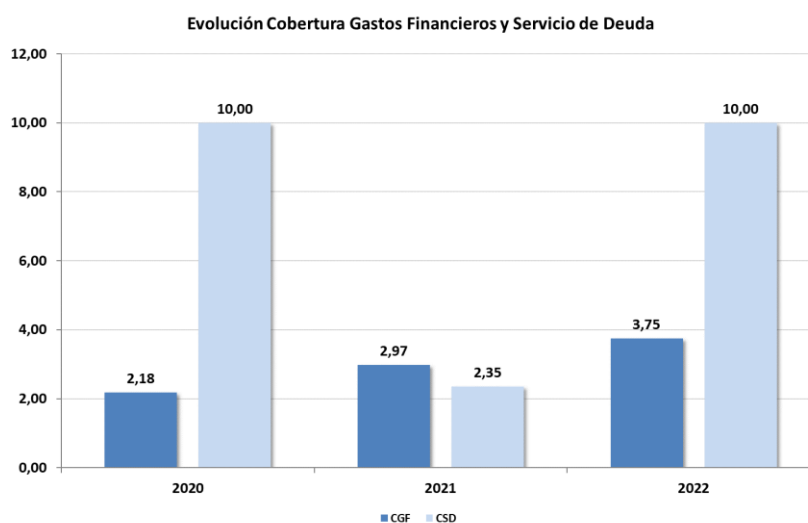
(ii) El volumen de clientes de la compañía crece un 3% para los próximos ejercicios.

(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) 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 19 12	Dic 18 12
ESTADO DE SITUACION PATRIMONIAL		
En Pesos		
Disponibilidades	34.435.335	12.603.023
Inversiones	-	1.219.168
Deudores por Ventas	180.145.044	105.083.012
Documentos a Cobrar	81.871.001	25.188.939
TOTAL ACTIVOS CORRIENTES	296.451.380	144.094.142
Bienes de Uso	306.842.411	183.776.437
Inversiones	-	-
Otros Créditos a Largo Plazo	-	16.000.000
Cargos Diferidos e Intangibles	26.963.826	20.739.898
Otros	-	-
TOTAL ACTIVOS NO CORRIENTES	333.806.237	220.516.335
TOTAL ACTIVOS	630.257.617	364.610.477
Obligaciones Financeras	78.430.120	102.227.596
Cuentas a Pagar + Proveedores	87.733.878	77.973.220
Sueldos a Pagar	48.137.697	21.303.123
Impuesto a Pagar	21.355.552	3.632.005
Otros Pasivos Corrientes	4.629.377	3.532.425
TOTAL PASIVOS CORRIENTES	240.985.351	208.668.369
Obligaciones Financeras	-	3.008.815
Otras Cuentas a Pagar	-	-
Otros Pasivos Corrientes	139.144.533	26.952.457
TOTAL PASIVOS NO CORRIENTES	139.144.533	29.961.272
TOTAL PASIVOS	380.129.884	238.629.641
PATRIMONIO NETO	250.127.733	125.980.836
ESTADO DE RESULTADOS		
En Pesos		
Ingresos de Explotacion	916.622.777	649.338.696
Costos de Explotacion	-690.205.844	-509.801.809
UTILIDAD BRUTA	226.416.933	139.536.887
Gastos de Adm. y Comerc.	-116.398.909	- 89.774.176
RESULTADO OPERATIVO	110.018.024	49.762.711
Otros Ingresos No Operativos	- 22.105.759	13.207.791
Gastos Financieros	- 54.143.668	- 37.555.602
Otros Egresos No Operativos	-	-
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	33.768.597	25.414.900
Impuesto a las Ganancias	- 20.169.603	- 15.419.732
UTILIDAD (PERDIDA) DEL EJERCICIO	13.598.994	9.995.168

ANEXO INDICADORES

Fecha	Dic 19	Dic 18
Meses	12	12
INDICADORES FINANCIEROS		
Indicadores de Liquidez		
Liquidez Corriente	1,2	0,7
Liquidez Acida	1,2	0,7
Días Bienes de Cambio	0	0
Días Deudores por Venta	72	59
Días Cuentas a Pagar	35	44
Duración Ciclo de Caja	37	15
Capital de Trabajo / Activo Total	8,8%	-17,7%
Indicadores de Solvencia		
Activo Fijo / Activo Total	48,7%	50,4%
Pasivo No Corriente + PN / Activo Total	61,8%	42,8%
Pasivo Total / Activo Total	60,3%	65,4%
Pasivo Corriente / Pasivo Total	63,4%	87,4%
Deuda ByF / Pasivo Total	20,6%	44,1%
Deuda ByF CP / Deuda ByF Total	100,0%	97,1%
Indicadores de Cobertura		
CGF (Rdo Operativo)	3,0	1,8
Deuda ByF Total / Rdo Operativo	0,5	1,6
Pasivo Total / (Ventas/365)	151	134
Deuda ByF Total / (Ventas/365)	31	59
Costo Financiero Implícito	69%	36%
Indicadores de Margenes		
Margen Bruto	24,7%	21,5%
Margen Operativo + Amort.	17,4%	10,4%
Margen Operativo	12,0%	7,7%
Margen Despues Intereses	3,7%	3,9%
Margen Final	1,5%	1,5%
Indicadores de Rentabilidad		
ROA (Retorno s/Activos)	17,5%	13,6%
ROE (Retorno s/Capital)	5,4%	7,9%
Indicadores de Eficiencia		
Rotación de Activos Fijos	3,0	3,5
Rotación de Activos Totales	1,5	1,8

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 2019
- 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.