

Red Surcos S.A. (SURCOS S.A.)

Factores relevantes de la calificación

ON Serie X: FIX (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX- confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo de Red Surcos S.A. (Red Surcos) y de las Obligaciones Negociables de Largo Plazo previamente emitidas por la compañía en A-(arg) Perspectiva Estable y asignó en la misma categoría a las Obligaciones Negociables Serie X VS a ser emitidas. Asimismo confirmó en A2(arg) la calificación de Corto Plazo. La calificación considera la buena generación de flujos operativos, los cuales se han mantenido positivos a pesar de las variaciones en el capital de trabajo, su fuerte posicionamiento en un mercado competitivo, junto a las mejoras crediticias evidenciadas los últimos años y la flexibilidad financiera derivada del buen acceso a financiamiento tanto bancario como en el mercado de capitales, que le permitirán transitar adecuadamente un contexto operativo y financiero más desafiante. Si bien FIX espera que la compañía se vea afectada transitoriamente por menores niveles de ventas principalmente por la severa sequía que enfrenta el país, FIX espera que Red Surcos pueda mantener adecuadas métricas crediticias a través del ciclo, con niveles de ventas en torno a USD 120 millones y márgenes de EBITDA del 20%.

Buena generación de flujos operativos: A pesar de requerir elevadas necesidades de capital de trabajo, principalmente para financiar a sus clientes, la compañía ha evidenciado en los últimos cuatro años una buena generación de Flujos de Caja Operativos (FCO), que junto a acotadas necesidades de CAPEX y la no distribución de dividendos, le significaron Flujos de Fondos Libres (FFL) positivos. Hacia adelante, FIX espera que el menor crecimiento esperado de ventas, le significará a la compañía menores requerimientos de capital de trabajo permitiéndole continuar mostrando FFL positivos.

Fuerte posicionamiento de mercado: El mercado de fitosanitarios argentino, estimado en USD 3500 millones, es altamente competitivo de atomización moderada, caracterizado por tener altas barreras de entrada relacionadas con los procesos de registros para aprobaciones regulatorias, obtención de licencias y patentes, como al tiempo necesario para el desarrollo de nuevos productos. Red Surcos ha logrado mantener una participación aproximada en torno al 4,5%, ubicándose dentro de las diez más grandes del mercado, pese a que se vio afectada en el año 2021 por problemas de abastecimientos, logísticos e incrementos de los precios de las materias primas.

Buenas métricas crediticias: La compañía ha mantenido adecuados niveles de endeudamiento los últimos tres años, con ratios de Deuda Neta a EBITDA en torno a 1.7x. A la vez la compañía ha ido diversificando las fuentes de financiamiento y estructurando la deuda en el largo plazo (48% a noviembre 2022). Adicionalmente, si bien se el apalancamiento se incrementó (Deuda Neta/EBITDA de 2.8x a noviembre 2022 (año móvil)), el costo del financiamiento ha ido bajando estructuralmente desde 2020. Hacia adelante, un acortamiento de los plazos de financiamiento a clientes y menor utilización de Fideicomisos Financieros, junto con un menor nivel de deuda por menor requerimiento de capital de trabajo, compensarían el efecto de mayores tasas en el mercado local, manteniendo las coberturas de intereses por encima de 1x.

Adecuada flexibilidad financiera: Red Surcos más que duplicó los montos de las líneas de crédito disponibles hasta alcanzar el equivalente a USD 65 millones al cierre de diciembre 2022, lo que junto al soporte brindado por el accionista principal mediante la capitalización de créditos por ARS 593 millones, son consideradas por FIX como una sustancial mejora en la capacidad de enfrentar situaciones financieras desfavorables en el corto plazo. La compañía además cuenta con buen acceso al mercado de capitales a través de emisiones de Obligaciones Negociables y de Fideicomisos Financieros.

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	A-(arg)
ON Serie VII	A-(arg)
ON Serie VIII Clase A VS	A-(arg)
ON Serie IX VS	A-(arg)
ON Serie X VS	A-(arg)

Perspectiva

Emisor de Corto Plazo	A2(arg)
-----------------------	---------

Resumen Financiero

Red Surcos S.A. (Red Surcos)			
Consolidado	30/11/2022	31/08/2022	
(\$ miles constantes a nov-22)	Año móvil	12 Meses nov-22)	
Total Activos	24.694.586	22.502.586	
Deuda Financiera	12.545.786	10.788.161	
Ingresos	22.909.895	25.635.817	
EBITDA	4.517.103	5.996.345	
EBITDA (%)	19,7	23,4	
Deuda Total / EBITDA (x)	2,8	1,8	
Deuda Neta / EBITDA (x)	2,8	1,7	
EBITDA / Intereses(x)	0,9	1,1	

Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, Junio 2014](#)

Informes Relacionados

[Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, Junio 2022](#)

[Calificación de ON Simple Serie VIII Clase A - Vinculado a la Sostenibilidad.](#)

[Calificación de ON Simple Serie IX - Vinculado a la Sostenibilidad.](#)

[Calificación de ON Simple Serie X - Vinculado a la Sostenibilidad.](#)

Analistas

Analista Principal
 Martín Suárez
 Analista
martin.suarez@fixscr.com
 +54 11 5235-8138

Analista Secundario
 Cándido Pérez
 Director Asociado
candico.perez@fixscr.com
 +54 11 5235-8119

Responsable del Sector
 Cecilia Minguillón
 Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235-8123

Exposición a insumos importados: El 60% de las compras que hace la compañía corresponden a componentes activos importados de difícil sustitución, sumado a que la compañía importa fertilizantes para reventa, por lo que factores domésticos como restricciones a las importaciones y depreciación de la moneda o factores externos como problemas de abastecimiento y aumento de precios de dichos componentes que no puedan ser trasladados inmediatamente a precios afectan su operatoria y márgenes.

Impulso a Investigación y Desarrollo: La compañía está expandiendo fuertemente la dotación del área de investigación y desarrollo lo cual se espera a futuro le permita mantener, consolidar y aumentar su posicionamiento local y principalmente en el mercado internacional. Las necesidades de CAPEX de la compañía han sido históricamente bajas no superando los USD 0.8 millones por año.

Sensibilidad de la calificación

La calificación considera un menor crecimiento con bajo nivel de inversiones y acotadas necesidades de capital de trabajo por lo que una estrategia de crecimiento acelerada que implique mayores necesidades de deuda elevando sostenidamente el apalancamiento por encima de 3x y que deteriore las coberturas de intereses podría derivar en una baja de calificación.

Recuperación de márgenes de rentabilidad, manteniendo el crecimiento y una sustancial mayor participación de ventas internacionales conservando ratios de apalancamiento menores a 2x y elevando los niveles de cobertura de intereses, sumado a una mejora de la liquidez podrían tener un impacto crediticio positivo.

Liquidez y Estructura de Capital

Acotada liquidez: A noviembre de 2022, la deuda de corto plazo era de USD 39 millones y representaba el 52% de la deuda total, mientras que la posición de caja alcanzaba USD 0.3 millones y los inventarios de rápida realización (IRR) los USD 0.1. A su vez, el EBITDA (año móvil) sólo cubre el 69% de la deuda de corto plazo, mientras que el FGO + Caja y Equivalentes cubre el 3% de la deuda corriente. La deuda total está compuesta en un 63% de obligaciones negociables, un 25% por valores de pago diferido negociados en entidades financieras como resultado de la fuerte estrategia de financiamiento a clientes y un 12% por deuda bancaria, entre préstamos y descubiertos. La Obligación Negociable Serie X VS a ser emitida por la compañía, le permitirá afrontar los vencimientos de corto plazo de las Obligaciones Serie VII, mejorando el perfil de vencimientos de su deuda.

Perfil del Negocio

Red Surcos S.A. es una compañía de capitales argentinos dedicada al desarrollo, la producción y la comercialización de insumos para el sector agrícola, principalmente los relacionados a la protección de cultivos como herbicidas, insecticidas y funguicidas. El factor distintivo de la compañía está en el desarrollo de fitosanitarios con nanotecnología que permiten una mayor eficiencia de los componentes activos reduciendo el impacto ambiental.

Ventas

La compañía a través de los años ha ido modificando el mix de productos a través de la introducción de formulaciones que incorporan nanotecnología hasta alcanzar más del 75% de ventas, contra un 67% en 2020 y un 55% en 2019. A su vez, la compañía centra sus ventas en el mercado local, representando un 95% del total, mientras que el 5% restante corresponde a exportaciones que la compañía realiza principalmente a Uruguay, Paraguay, Bolivia y Colombia.

Comercialización y clientes

Red Surcos posee una cartera de clientes atomizada y diversificada, la que abastece a través de una red de 30 puntos de venta distribuidas en zonas agrícolas del país, especialmente en la zona núcleo, donde se encuentran la mayoría de sus clientes. Dicha atomización de clientes junto a una prudente política de créditos le ha permitido a la compañía mantener y potenciar ventas mediante el otorgamiento de financiamiento, principalmente recibiendo cheques de pago diferido, minimizando los ratios de incobrabilidad, los cuales se mantuvieron debajo del 1% de las ventas en los dos últimos años. Adicionalmente la compañía opera dos centros de acopio que le permiten ofrecer operaciones de canje a sus clientes, y hacerse de efectivo más rápido.

Las ventas internacionales se realizan a empresas pertenecientes a los accionistas de la compañía y que actúan como representantes comerciales en los países de destino, y no directamente a terceros.

Costos y Proveedores

Red Surcos opera dos plantas, ubicadas en Buenos Aires y Santa Fe, utilizando un sólo un turno de producción que complementa con horas extra en momentos de pico de demanda. La estructura de costos es relativamente flexible, con un costo de la mercadería vendida en torno al 80% del total de costos operativos, siendo las compras de insumos el principal factor. Adicionalmente, la compañía opera con diversos proveedores locales e internacionales, éstos últimos principalmente de China, de donde provienen los principios activos fundamentales para la producción de agroquímicos. Estos insumos importados representan aproximadamente un 60% del total de las compras que hace la compañía.

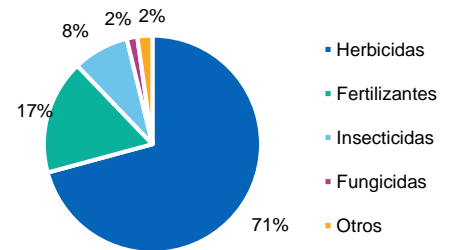
Estrategia

La compañía planea continuar aumentando la proporción de productos Nano en el mix de productos hasta alcanzar el 90% en 2025, a su vez que considera consolidar, fortalecer y aumentar las ventas internacionales, mediante el desarrollo de nuevos productos sustentables y amigables con el medio ambiente. Para ello la compañía proyecta la inversión en un nuevo laboratorio y principalmente continuar con la inversión en capital humano a través de una fuerte expansión del área de investigación, innovación y desarrollo. Estas inversiones a su vez le permitirían a la compañía en el futuro y como segunda etapa estratégica empezar a desarrollar una nueva línea de productos biológicos.

Riesgo del Sector

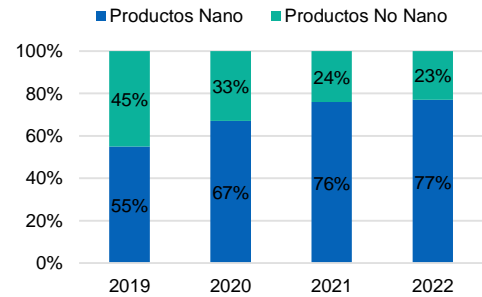
La actividad agropecuaria es considerada fuertemente cíclica y se caracteriza por la generación de flujos volátiles. Los mismos responden al comportamiento errático de los precios internacionales de los granos y oleaginosas que responden a las cambiantes situaciones de oferta y demanda mundial para cada cultivo. A su vez, la oferta de cada cultivo es afectada por las condiciones climáticas de cada región que afectan el rinde de cada campaña.

Participación ventas 2022



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

Participación de Tecnología Nano (USD)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La campaña 2022-23 se desarrolla con un empeoramiento de las condiciones climáticas dado el estiramiento e intensificación del fenómeno de la niña que reduce la cantidad y volumen de lluvias, empeorando la humedad de los suelos, los cuales ya se encontraban con niveles de baja humedad por el acumulamiento de bajas precipitaciones en las dos campañas anteriores. A su vez, las heladas ocurridas en ciertas zonas del país, combinadas con calores intensos continúan afectando negativamente los rendimientos esperados de los cultivos. Las estimaciones de producción para la cosecha gruesa 2022-23 continúan ajustándose a la baja, con caídas respecto a las estimaciones pre-campaña mayores al 35% en el caso de la soja, que alcanzaría 27 MM de toneladas, lo que representaría la peor campaña en 14 años. En el caso del maíz, segundo cultivo en importancia, el recorte de producción rondaría 30%, con una producción que estaría en el orden de las 35 MM de toneladas. Esta situación derivará en menores niveles de producción, y reducidos ingresos para los productores.

Los proveedores de insumos para el agro se ven afectados directamente por las condiciones operacionales y financieras actuales y esperadas de los productores por lo que verían impactada la demanda, especialmente de aquellos productos destinados a la protección y nutrición de cultivos que poseen mayor elasticidad ingreso y de precio de la demanda respecto a otros insumos como las semillas. Adicionalmente, los proveedores de insumos se podrían ver impactados negativamente si los precios de los commodities tienden a acomodarse en valores más cercanos a los promedios históricos dada una normalización de los factores climáticos globales y de los stocks, junto a condiciones financieras más apretadas.

Este sector presenta en general una elevada competencia, por lo que requiere niveles de inversiones constantes para defender la posición competitiva (CAPEX y gastos de investigación y desarrollo) o bien para otorgar financiamiento a sus clientes (capital de trabajo), en general a productores agropecuarios medianos y chicos que no cuentan con acceso a financiamiento. Ante un debilitamiento de los ingresos de estos productores junto al incremento de tasas que no puedan ser totalmente trasladadas a precios, podría significar mayores niveles de apalancamiento.

En cuanto a la estructura de costos, el segmento de protección de cultivos presenta una alta exposición a componentes importados, por lo que variaciones de precios de materias primas, problemas logísticos y de importaciones terminan afectando los márgenes de rentabilidad en caso que las compañías no cuenten con la flexibilidad para hacer un traspaso automático de costos a precios. Por su parte, estas compañías presentan bajo riesgo de descalce de moneda dado que negocian sus productos en dólares. No obstante, si bien un salto cambiario beneficiaría al sector en el mediano y largo plazo, dada la alta proporción de deuda denominada en dólares y estacionalidad de ventas, en el corto plazo significaría niveles de apalancamiento mayores y coberturas reducidas. A su vez, dada la estacionalidad del negocio agropecuario y de agro insumos, junto a elevados requerimientos de capital de trabajo, la continua suba de tasas de interés podría presionar las coberturas en los picos del ciclo, especialmente de los productores con deudas concentradas en el corto plazo.

El mercado de fitosanitarios (protección de cultivos), que alcanzó aproximadamente los USD 3.500 millones en 2021 en Argentina, aumentando un 16.5% respecto a 2020 por efecto precio principalmente, dado que tuvo una caída en volúmenes del 3% aproximadamente, podría volver a mostrar caídas en 2023 y 2024, a la vez que podría haber un cambio hacia productos más standard.

Red Surcos, si bien tiene una alta tasa de retención de clientes, dado su portafolio de productos de alto valor agregado, podría verse impactado por una menor disposición a pagar por productos de alta calidad. Adicionalmente, si bien la compañía se vería afectada por el clima negativo, la atomización de clientes y el seguro de crédito pueden amortiguar el impacto en la compañía.

Posición competitiva

Red Surcos opera en un mercado altamente competitivo de atomización moderada, caracterizado por tener altas barreras de entrada relacionadas con los procesos de registros para aprobaciones regulatorias, obtención de licencias y patentes, como al tiempo necesario para el desarrollo de nuevos productos. El mercado de fitosanitarios argentino es de aproximadamente más USD 3.500 millones y está dominado por empresas multinacionales,

teniendo Red Surcos una participación aproximada en torno al 4,5%, manteniéndose dentro de las diez más grandes del mercado.

Administración y Calidad de Accionistas

Red Surcos S.A. es una empresa familiar y con gerencia profesional. A partir de noviembre de 2017 los balances se presentan bajo las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

Factores de Riesgo de la Compañía

- Exposición a productos importados para reventa e insumos importados de difícil sustitución nacional.
- Dificultad para trasladar a precio rápidamente efectos de un salto del tipo de cambio, incrementos de costos logísticos o y aumento de precios de los insumos.
- Venta de productos Premium con precios mayores a los productos genéricos.
- Elevados requerimientos de capital de trabajo para financiar el ciclo agrícola.
- Riesgo de tasa dada la deuda concentrada en el corto plazo.

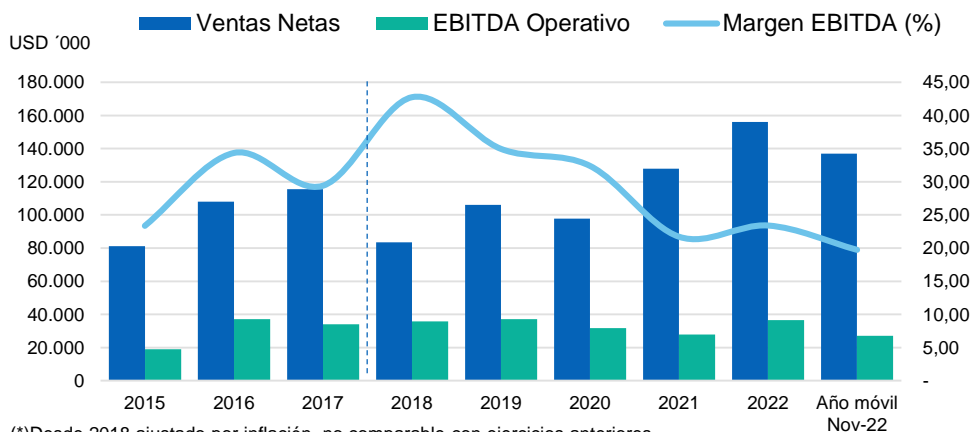
Perfil Financiero

Rentabilidad

Al cierre del ejercicio 2022 (agosto) las ventas superaron los USD 140 millones con niveles de EBITDA mayores a los USD 35 millones, que representó un 23% de las ventas, superior al 22% del año previo aunque menor al promedio histórico de la compañía.

El mayor nivel de ventas en el ejercicio 2022 respondió a una mejora en los precios promedio, en torno al 18% que compensó los mayores costos de los principios activos que incrementaron los costos de producción un 12%, sumado al retraso cambiario del período. Por otra parte, durante 2022 la compañía no ha presentado problemas de abastecimiento ni logísticos que la afectaron en el ejercicio 2021.

Evolución Ventas - EBITDA



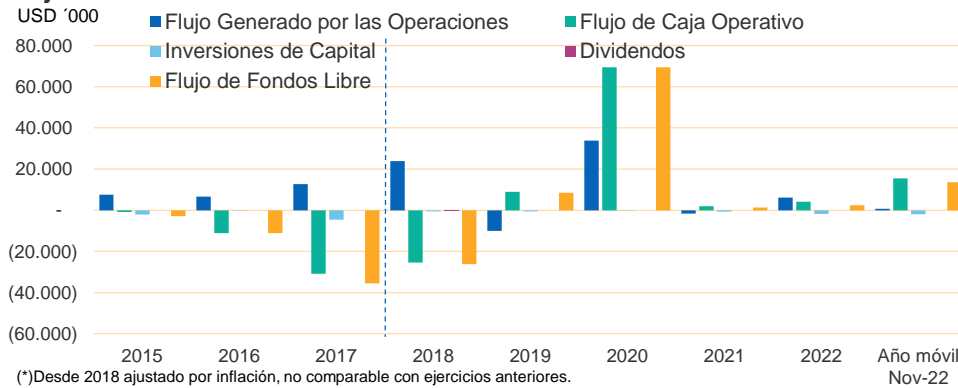
(*)Desde 2018 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante, en función de su la fuerte sequía que afecta la zona núcleo sumado a ciertos problemas de abastecimiento por demoras en las aprobaciones de importaciones, junto a eventuales dificultades crediticias que puedan tener sus clientes, FIX espera que la compañía detenga transitoriamente su procesos de crecimiento, alcanzando niveles de ventas y EBITDA levemente menores a los alcanzados en 2022. Para el ejercicio con cierre en agosto 2023 se proyectan ventas en torno a los USD 120 millones y márgenes de EBITDA del 20%.

Flujo de fondos

La compañía mostró Flujos de Fondos Libres (FFL) positivos los últimos 4 años, explicado por una buena generación de flujos operativos, inversiones acotadas y la no distribución de dividendos. La menor necesidad de capital de trabajo, principalmente en 2019 y 2020, significó Flujos de Caja Operativos (FCO) de USD 8 y 69 millones respectivamente. A noviembre 2022 (año móvil) la compañía continúa mostrando un FCO positivo, de USD 15 millones.

Flujo de Fondos



millones.

Históricamente Red Surcos ha mostrado elevadas necesidades de capital de trabajo en función al financiamiento que otorga a sus clientes. No obstante, a pesar del crecimiento evidenciado, la compañía ha logrado mantener flujos operativos positivos, dado el financiamiento de capital de trabajo con Fideicomisos Financieros.

Hacia adelante, FIX espera menores requerimientos de capital de trabajo por el menor crecimiento esperado de ventas, y a pesar del menor nivel de FGO por achicamiento de márgenes, junto a modestos aumentos en los niveles de inversión, derivarían en FFL positivos que le permita a la compañía mantener niveles de deuda en torno a los USD 60 millones.

Estructura de capital

A noviembre 2022 la compañía continuó con una estructura de capital mejor a la histórica, conformada por un 72% de deuda, menor al 85% promedio evidenciado durante 2017-2019.

Los últimos años Red Surcos pudo diversificar sus fuentes de financiamiento, estirar plazos de vencimientos y bajar su costo financiero. A noviembre 2022 la deuda total está compuesta en un 63% de obligaciones negociables, un 25% por valores de pago diferido negociados en entidades financieras como resultado de la fuerte estrategia de financiamiento a clientes y un 12% por deuda bancaria, entre préstamos y descubiertos. La compañía además financió en el último ejercicio un 20% de sus ventas (USD 26 millones) mediante la emisión de Fideicomisos Financieros, con un total de 9 operaciones realizadas, un promedio de USD 2.9 millones por operación, plazo promedio de 9.5 meses y tasas promedio del 40%.

Capitalización

USD '000	Nov-2022	%
Deuda de Corto Plazo	39.021	37
Deuda de Largo Plazo	35.989	34
Deuda Total	75.010	72
Deuda Total Ajustada	75.010	72
Total Patrimonio	29.595	28
Total Capital Ajustado	104.605	100

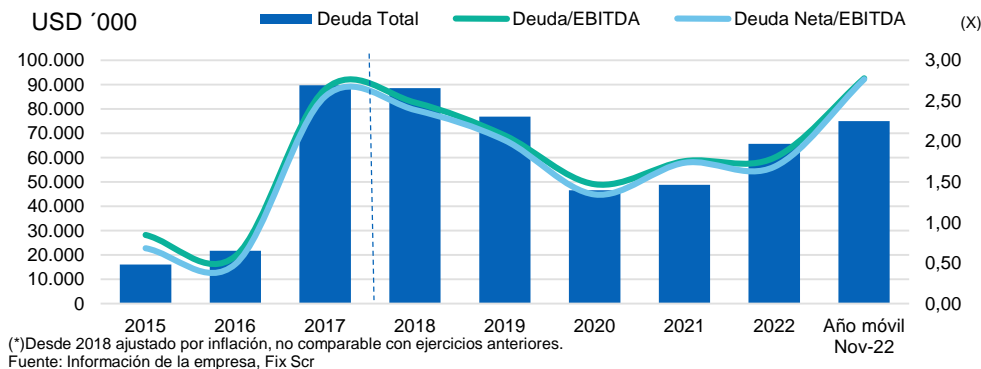
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Composición Deuda (USD 000)	Nov-22	%
Préstamos bancarios y descubiertos	9.141	12%
Obligaciones negociables	47.429	63%
VPD negociados en entidades financieras	18.440	25%
otros	-	0%
Total deuda	75.010	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Al cierre del año fiscal, en agosto 2022, el apalancamiento de Deuda Total/EBITDA estaba en torno a 1.7x en línea con los valores evidenciados en 2020 y 2021 a pesar del mayor nivel de deuda para financiar capital de trabajo en línea con el aumento de ventas registrado en 2022. Adicionalmente, si bien se el apalancamiento se incrementó a noviembre 2022 (año móvil) hasta un ratio de Deuda Neta/EBITDA a 2.8x, el costo del financiamiento ha ido bajando estructuralmente desde 2020. En el año fiscal pasado, las tasas efectivas a la que la compañía accedía para descubiertos bancarios estaban en 46.7%, levemente por encima de las de 2021 aunque muy por debajo de las de 2020, del 73%. Por su parte, los cheques de pago diferido se pasaron a descontar a una tasa del 45% contra 39% en 2021 y contra un 58% al cierre de agosto 2020.

Deuda Total y Endeudamiento



Por su parte, FIX espera que, hacia adelante, la deuda total de Red Surcos se encuentre alrededor de USD 55-65 millones con un ratio de Deuda a EBITDA menor a 3.0x y coberturas de intereses mayores a 1.0x.

Liquidez

Si bien la compañía ha bajado la participación de deuda de corto plazo sobre el total, FIX considera que Red Surcos presenta una acotada liquidez. A noviembre 2022, la deuda de corto plazo era de USD 39 millones y representaba el 52% de la deuda total, mientras que la posición de caja alcanzaba USD 0.3 millones y los inventarios de rápida realización los USD 0.1 millones. A su vez, el EBITDA (año móvil) únicamente cubre el 69% de la deuda de corto plazo contra el 100% y 70% de 2020 y 2021 respectivamente, mientras que el FGO + Caja y Equivalentes cubre el 3% de la deuda corriente

Indicadores de Liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Año móvil Nov-22
EBITDA / Deuda CP	0,4	0,6	0,5	1,0	0,7	0,89	0,69
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,4	0,6	0,5	1,1	0,7	1,0	0,7
Deuda Total / EBITDA	2,6	2,5	2,1	1,5	1,8	1,8	2,8
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	92%	73%	96%	70%	81%	62%	52%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

Otros indicadores	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Año móvil Nov-22
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	2,6	2,5	2,0	1,4	1,7	1,8	2,8
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	2,5	2,4	2,0	1,3	1,7	1,7	2,8
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0
Deuda Corto Plazo / IRR	48,8	135,1	52,9	46,4	35,2	128,7	244,0
FGO + Caja / Deuda CP	0,2	0,4	(0,1)	1,2	(0,0)	0,3	0,0

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

La parte de la deuda de corto plazo correspondiente a valores de pago diferido negociados en entidades financieras están calzados contra los cheques de créditos por ventas que a su vez cuentan con un seguro de créditos de COFACE que asegura a todos los créditos de la compañía, disminuyendo de así el riesgo de refinanciación.

La Obligación Negociable Serie X a ser emitida por la compañía, le permitirá afrontar los vencimientos de corto plazo de las Obligaciones Serie VIII, mejorando el perfil de su deuda.

Fondeo y flexibilidad financiera

La compañía ha incrementado el monto de líneas de crédito bancario disponibles tanto en 2021 como en 2022, alcanzando el equivalente en pesos a USD 65 millones a diciembre 2022, y mejorando sustancialmente su flexibilidad financiera. Red Surcos hace un uso intensivo del financiamiento a través del descuento de cheques, práctica habitual del sector, lo que le permite tener cierta flexibilidad para refinanciar pasivos en el corto plazo.

Por otro lado, según lo resuelto en la asamblea de accionistas del 30 de junio, el principal accionista, Sebastián Calvo, mediante la incorporación como accionista a Red Surcos de Surcos Internacional LLC, va a capitalizar créditos por ARS 593 millones.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Red Surcos S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Agosto)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	2022	2021	2020	2019	2018
Período	Últ. 12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	4.517.103	5.996.345	5.746.444	7.525.259	9.862.822	8.772.830
EBITDAR Operativo	4.517.103	5.996.345	5.746.444	7.525.259	9.862.822	8.772.830
Margen de EBITDA	19,7	23,4	21,7	32,4	35,0	35,5
Margen de EBITDAR	19,7	23,4	21,7	32,4	35,0	35,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	10,0	1,5	1,0	43,0	6,2	(38,4)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,0	1,2	0,9	1,2	0,5	2,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,9	1,1	1,3	1,1	1,6	3,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	0,9	1,1	1,3	1,1	1,6	3,3
EBITDA / Servicio de Deuda	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5
FGO / Cargos Fijos	1,0	1,2	0,9	1,2	0,5	2,7
FFL / Servicio de Deuda	0,6	0,5	0,4	1,2	0,3	(0,4)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	2,3	1,6	2,4	1,4	7,2	3,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,8	1,8	1,8	1,5	2,1	2,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,8	1,7	1,7	1,3	2,0	2,5
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,8	1,8	1,8	1,5	2,1	2,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,8	1,7	1,7	1,3	2,0	2,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	44,8	41,8	40,1	58,3	27,7	23,1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	52,0	62,2	81,2	70,2	95,8	72,7
Balance						
Total Activos	24.694.586	22.502.586	22.508.487	23.241.448	31.835.419	34.551.452
Caja e Inversiones Corrientes	51.818	674.879	114.870	954.377	293.211	845.405
Deuda Corto Plazo	6.526.520	6.707.719	8.181.777	7.770.872	19.582.934	16.632.524
Deuda Largo Plazo	6.019.267	4.080.442	1.898.975	3.296.150	858.768	6.238.864
Deuda Total	12.545.786	10.788.161	10.080.753	11.067.022	20.441.701	22.871.388
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	12.545.786	10.788.161	10.080.753	11.067.022	20.441.701	22.871.388
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	12.545.786	10.788.161	10.080.753	11.067.022	20.441.701	22.871.388
Total Patrimonio	4.949.866	5.820.376	4.971.483	4.380.308	2.602.973	4.201.385
Total Capital Ajustado	17.495.652	16.608.537	15.052.236	15.447.330	23.044.675	27.072.773

Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	119.116	1.006.137	(352.182)	1.484.062	(3.252.782)	4.434.274
Variación del Capital de Trabajo	2.479.124	(334.343)	766.642	8.517.865	5.112.850	(13.658.238)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.598.240	671.794	414.460	10.001.927	1.860.068	(9.223.964)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(313.930)	(282.198)	(144.765)	(19.883)	(123.654)	(171.733)
Dividendos	0	0	0	0	0	(103.172)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	2.284.310	389.596	269.695	9.982.044	1.736.414	(9.498.870)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	(3.212)	42.581	0	(28.652)
Otras Inversiones, Neto	(445.649)	(486.473)	204.389	(108.036)	(157.075)	325.530
Variación Neta de Deuda	(1.695.248)	707.409	(986.270)	(9.374.679)	(2.429.692)	9.685.647
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	143.413	610.532	(515.398)	541.910	(850.353)	483.655

Estado de Resultados						
Ventas Netas	22.909.895	25.635.817	26.452.310	23.203.893	28.206.014	24.746.912
Variación de Ventas (%)	N/A	(3,1)	14	(18)	14	N/A
EBIT Operativo	4.294.117	5.771.074	5.516.968	7.326.674	9.669.590	8.617.133
Intereses Financieros Brutos	5.223.600	5.547.152	4.474.588	6.646.585	6.084.893	2.646.445
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(1.007.812)	74.008	562.614	893.672	(1.605.859)	1.268.134

(*) moneda constante a noviembre 2022

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- Capex: Inversiones de capital
- Payout: Dividendos pagados/ Resultado neto del ejercicio anterior
- COFACE: Empresa de seguro de cobranzas

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Serie VII

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones ampliable a USD 10 millones
Monto Emisión:	USD 10 millones.
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares
Forma de integración	En pesos al tipo de cambio inicial (según suplemento de prospecto) y en especie, mediante la entrega de ON Serie IV.
Moneda de pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable (según suplemento de prospecto)
Fecha de Emisión:	24 de junio de 2021
Fecha de Vencimiento:	15 de octubre de 2023
Amortización de Capital:	15 de abril de 2023, 15 de julio de 2023 y 15 de octubre de 2023
Tasa de interés:	Tasa fija del 4,48%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos de corto plazo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Total o parcialmente al valor nominal más los intereses devengados
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A

Obligación Negociable Serie VIII Clase A VS

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones ampliable a USD 20 millones
Monto Emisión:	USD 20 millones
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares
Forma de integración	En pesos al tipo de cambio inicial (según suplemento de prospecto).
Moneda de pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable (según suplemento de prospecto)
Fecha de Emisión:	8 de junio de 2022
Fecha de Vencimiento:	8 de junio de 2024
Amortización de Capital:	Pagadera en tres cuotas el 8 de diciembre de 2023, 8 de marzo de 2024 y 8 de junio de 2024
Tasa de interés:	Tasa fija del 2,73 nominal anual
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos de corto plazo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Total o parcialmente al valor nominal más los intereses devengados
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	ON Serie VIII Clase A VS serán emitidas en línea con los Principios de Bonos Vinculados a la Sostenibilidad.
Interés contingente	1% nominal anual adicional
Condiciones Interés contingente	A partir de la fecha en que se cumplan 18 (dieciocho) meses contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación, y hasta la Fecha de Vencimiento, la Tasa de Interés de las ON Serie VIII Clase A VS se incrementará en 1,00% nominal anual, y el pago de dicho interés adicional contingente será efectuado en las Fechas de Pago de Interés correspondiente a los meses 21 (veintiuno) y 24 (veinticuatro) contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación (el "Interés Contingente"), a menos que la Emisora realice una notificación, en forma de declaración jurada suscripta por un director de la Emisora, dentro de un plazo de 90, en la que certifique que el Objetivo de Desempeño en Sustentabilidad se encuentra cumplido.

Obligación Negociable Serie IX VS

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 Millones ampliable a USD 15 Millones
Monto Emisión:	USD 15 millones
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares
Forma de integración	En pesos al tipo de cambio inicial (según suplemento de prospecto).
Moneda de pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable (según suplemento de prospecto)
Fecha de Emisión:	29 de septiembre de 2022
Fecha de Vencimiento:	29 de septiembre de 2025
Amortización de Capital:	Pagadero en tres cuotas, la primera y la segunda cada una equivalente al 33,33% del valor nominal y la tercera equivalente al 33,34% del valor nominal, a los 30 (treinta), 33 (treinta y tres) y 36 (treinta y seis) meses contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación
Tasa de interés:	Fija nominal anual del 1.39%.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Total o parcialmente al valor nominal más los intereses devengados
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	ON Serie IX será emitida en línea con los Principios de Bonos Vinculados a la Sostenibilidad.
Interés contingente	1% nominal anual adicional
Condiciones Interés contingente	A partir de la fecha en que se cumplan 30 (treinta) meses contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación (la "Fecha de Incremento de Tasa") y hasta la Fecha de Vencimiento, la Tasa de Interés de las ON Serie IX se incrementará en 1,00% anual, o sea 100 puntos básicos, y el pago de dicho interés adicional contingente será efectuado en las Fechas de Pago de Interés correspondientes a los meses 33 (treinta y tres) y 36 (treinta y seis) contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación (el "Interés Contingente"), a menos que la Emisora realice la Notificación de Cumplimiento (conforme se define más adelante), en o antes de la Fecha Límite de Notificación de Cumplimiento (conforme este término se define más adelante).

Obligación Negociable Serie X VS

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 Millones ampliable a USD 20 Millones
Monto Emisión:	A determinar
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares
Forma de integración	En pesos al tipo de cambio inicial (según suplemento de prospecto).
Moneda de pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable (según suplemento de prospecto)
Fecha de Emisión y Liquidación:	A determinar
Fecha de Vencimiento:	A los 36 meses desde la fecha de emisión y liquidación.
Amortización de Capital:	Pagadero en tres cuotas, la primera y la segunda cada una equivalente al 33,33% del valor nominal y la tercera equivalente al 33,34% del valor nominal, a los 30 (treinta), 33 (treinta y tres) y 36 (treinta y seis) meses contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación
Tasa de interés:	Fija nominal anual a determinar.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	Total o parcialmente al valor nominal más los intereses devengados
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	ON Serie X será emitida en línea con los Principios de Bonos Vinculados a la Sostenibilidad.
Interés contingente	1% nominal anual adicional
Condiciones Interés contingente	A partir de la fecha en que se cumplan 30 (treinta) meses contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación (la "Fecha de Incremento de Tasa") y hasta la Fecha de Vencimiento, la Tasa de Interés de las ON Serie IX se incrementará en 1,00% anual, o sea 100 puntos básicos, y el pago de dicho interés adicional contingente será efectuado en las Fechas de Pago de Interés correspondientes a los meses 33 (treinta y tres) y 36 (treinta y seis) contados desde la Fecha de Emisión y Liquidación (el "Interés Contingente"), a menos que la Emisora realice la Notificación de Cumplimiento (conforme se define más adelante), en o antes de la Fecha Límite de Notificación de Cumplimiento (conforme este término se define más adelante).

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg. CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **5 de abril de 2023**, confirmó* en la **Categoría A-(arg)** a la calificación de Emisor de Largo Plazo de **Red Surcos S.A.** y a los siguientes instrumento previamente emitidos por la Compañía:

- Obligación Negociable Serie VII por hasta USD 5 millones ampliable a USD 10 millones.
- Obligación Negociable Serie VIII VS Clase A por hasta USD 5 millones ampliables hasta USD 20 millones.
- Obligación Negociable Serie IX VS por hasta USD 5 millones ampliables hasta USD 15 millones.

En dicho consejo, adicionalmente se asignó en la **Categoría A-(arg)** a la calificación de los siguientes instrumentos a ser emitidos por la Compañía:

- Obligación Negociable Serie X VS por hasta USD 5 millones ampliables hasta USD 20 millones.

La Perspectiva es Estable.

Asimismo, se confirmó* en la **Categoría A2(arg)** a la calificación de Emisor de Corto Plazo de **Red Surcos S.A.**

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Categoría A2(arg): "A2" nacional indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

La perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de Factores Cuantitativos y Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y la Estructura de Capital, y el Fondeo y la Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y Calidad de los Accionistas. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes:

- Balances intermedios auditados hasta el 30-11-2022 (3 meses) disponible en www.cnv.gob.ar.
- Balances anuales auditados hasta el 31-08-2021, disponible en www.cnv.gob.ar.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Contadora Laura García. (Mat. N°17743 C.P.C.E. Santa Fe)
- Información de gestión suministrada por la compañía.
- Borrador de suplemento de prospecto de emisión ON Serie X VS.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FIXSCR.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o confirmó una calificación.

La información contenida en este informe recibida del emisor se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos es únicamente responsable por la calificación. La calificación sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en el mismo pero no son individualmente responsables por las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.