

MSU S.A. Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A-(arg)
ON Serie VII Clase A Por USD 8 MM ampliable a USD 15 MM	A-(arg)
ON Serie VII Clase B Por USD 8 MM ampliable a USD 15 MM	A-(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Consolidado (\$ miles)	31/12/2019 Ult. 12 Meses	30/06/2018 12 Meses
Total Activos	11.091.030	7.783.277
Deuda Financiera	2.382.784	1.997.545
Ingresos	5.268.318	4.224.493
EBITDA	1.549.020	1.180.020
EBITDA (%)	29,4	27,9
Deuda Total / EBITDA	1,5	1,7
(Deuda Total -IRR) / EBITDA	1,1	0,6
(Deuda Neta Total - IRR) / EBITDA	0,6	0,1
EBITDA / Intereses	7,6	9,6

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE
CALIFICACIÓN DE RIESGO

Informes relacionados

*Metodología de Calificación de Empresas
registrado ante la Comisión Nacional de
Valores*

Analistas

Analista Principal

Nicolas Debat
Analista
+54 11 5235-8137
nicolas.debat@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Artusso
Director Asociado
+54 11 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
+54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Suba de calificación: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX - subió la calificación de MSU S.A. a A-(arg) desde BBB+(arg) debido a una mejora constante en el desempeño de la compañía que se tradujo en mejores márgenes y en una caída de niveles de endeudamiento. Hacia adelante, FIX espera para los próximos años que, dado los niveles históricos de deuda, inventarios de rápida realización (IRR) y caja, la deuda se mantenga en torno a USD 35 MM con ratios de deuda a EBITDA de aproximadamente 1,5x y una posición de deuda neta menos IRR neutra.

Generación de fondos estacional: El Flujo de Caja Operativo (FCO) evoluciona conforme a la estacionalidad propia de la actividad, e incorpora el financiamiento de importantes necesidades de capital circulante a lo largo del ciclo del negocio. Históricamente, MSU presentó un FCO volátil. A dic-19 (año móvil), la compañía reportó un FCO positivo de USD 23 MM principalmente debido a una variación positiva de capital de trabajo por USD 5 MM y por una elevada generación de fondos operativos por USD 19 MM. La calificación contempla la volatilidad de la generación de fondos sujeta a factores fuera del alcance de la compañía como la evolución de los precios de los Commodities, los rindes agropecuarios y factores climáticos. Hacia adelante, FIX espera que el Flujo de Fondos Libre (FFL) siga siendo volátil respondiendo a la ciclicidad del negocio.

Adecuada Posición de Liquidez: FIX considera que MSU presenta una liquidez adecuada. A dic-19 (año móvil), la compañía contaba con un nivel de inventarios de rápida realización (IRR) por USD 11 MM y una caja por USD 13 MM contra una deuda financiera corriente de USD 40 MM.

Elevada diversificación geográfica y adecuada cobertura de precios: FIX considera que MSU posee una elevada diversificación geográfica con campos propios y arrendados ubicados en Pampa Húmeda, Noreste, Sudeste, Litoral Sur y Noroeste, que mitiga parcialmente el riesgo climático y le provee flujos de fondos más estables que el promedio de la industria. Asimismo, históricamente la compañía posee, al momento de la cosecha, una cobertura de precios aproximada del 70% de su producción.

Endeudamiento cíclico: Las medidas crediticias de MSU son fuertes, con un ratio deuda/EBITDA de 1,2x (medido en dólares) a dic-19 (año móvil). FIX anticipa la continuidad de un entorno operacional favorable para el sector agropecuario a pesar de la imposición de retenciones. El EBITDA a dic-19 (año móvil) fue de USD 32 MM, con márgenes superiores a los históricos debido a mejores resultados y a un aumento del tipo de cambio que permitió licuar los costos en pesos.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación contempla un endeudamiento bruto de 1,5x y un endeudamiento neto menos inventarios de rápida realización en torno a 0,0x. Una reducción importante y persistente en el flujo generado por las operaciones o un incremento de la deuda total considerable sin ser acompañado por un crecimiento del EBITDA podrían derivar en una reducción de la calificación.

Liquidez y Estructura de Capital

Moderado apalancamiento A dic-19 (año móvil), la deuda ascendía a USD 40 MM que compara con USD 47 MM a jun-19 y se concentra en su totalidad en el corto plazo. A la misma fecha, el 75% de la deuda se encontraba en moneda extranjera. La deuda bruta menos IRR era de USD 29 MM y el indicador de deuda total neta menos IRR a EBITDA fue menor a 1,0x en línea con el promedio histórico. Hacia adelante, FIX espera que la compañía mantenga niveles de endeudamiento netos de IRR en torno a 1,0x. EBITDA. La compañía planea emitir la ON Clase VII Clase A y Clase B por USD 8 MM ampliable a USD 15 MM, cuya moneda es dólar-linked una clase y otra clase dólar, con un vencimiento de 15 meses, para financiar capital de trabajo y refinanciación de pasivos de corto plazo.

Perfil del Negocio

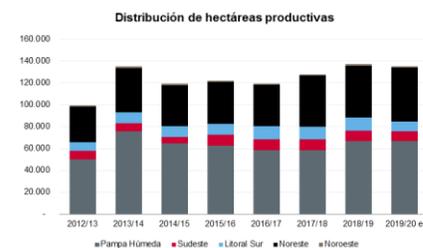
MSU S.A. es uno de los principales productores agrícolas del país considerando hectáreas sembradas, con una producción cercana a 800.000 toneladas de granos y oleaginosas, con un área de aproximadamente 135 mil has productivas, de las cuales 125 mil son arrendadas.

El principal negocio es la explotación agrícola en escala por medio del arrendamiento de campos y utilización de campos propios, siendo los principales commodities: Soja, Maíz, Girasol, Trigo y Cebada.

Producción Agrícola

MSU desarrolla su actividad de producción agrícola en campos propios y campos alquilados en las principales zonas productivas del país (Pampa Húmeda, Sudeste, Litoral Sur, Noreste y Noroeste). Aproximadamente, el 49% de las hectáreas productivas se encuentran en la zona de la Pampa Húmeda, seguidas por un 37% en el Noreste

FIX considera que MSU posee una adecuada división geográfica. La compañía, intenta disminuir los riesgos de producción (climático) mediante la diversificación geográfica de las tierras arrendadas y la cobertura del margen comercial a través de la toma de precios en el mercado de futuros (forward), que dependiendo de la evolución de cada ciclo agrícola puede llegar a niveles del 70% de la cosecha gruesa (soja y maíz). Además, trabaja con una red de contratistas rurales y de servicios de logística de insumos y granos.



Estructura de costos

MSU es una empresa intensiva en capital de trabajo. El costo asociado a arrendamiento, labor de la tierra, insumos y transporte es aproximadamente el 85% de los costos totales, lo que le otorga una adecuada flexibilidad operativa.

Los costos fijos son los asociados a personal y la estructura que representan un 10% del total, los demás costos depende del nivel de producción e impuestos.

Estructura de costos MSU a dic-19



Posición Competitiva

MSU es uno de los principales productores agrícolas del país en términos de hectáreas gerenciadas, con ventas cercanas a 800.000 toneladas.

Administración y calidad de los accionistas

MSU S.A. es una sociedad anónima de capital nacional. El 99.9% es propiedad de MSU Agribusiness Holding S.L. con domicilio legal en España. El 100% de las acciones y votos de MSU Agribusiness Holding S.L. se encuentra en manos de MSU Agribusiness International CO Partnership, constituida bajo las leyes de Canadá, las personas físicas últimas beneficiarias, quienes forman la voluntad social de MSU Agribusiness International CO Partnership son Manuel Santos Uribebarrea Duhau y Manuel Santos Uribebarrea Balcarce con la participación del 60% y 40%, respectivamente. Los balances están auditados por KPMG S.A., utilizan Normas Internacionales de Información Financiera ("NIIF").

Riesgos 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.

Al mismo tiempo, la guerra comercial entre Estados Unidos y China tuvo como efecto principal la caída de los precios internacionales de granos. No obstante, para la campaña 2018/2019 tuvo un ambiente propicio para el sector agrícola argentino debido a la depreciación del peso y aumentos en la producción esperada de granos debido a las buenas condiciones climáticas. La mejora en el tipo de cambio mejoró los márgenes de las compañías de dicho sector a pesar de las retenciones a la exportación de \$4 por dólar y la caída de los precios internacionales de los granos.

Factores de Riesgo:

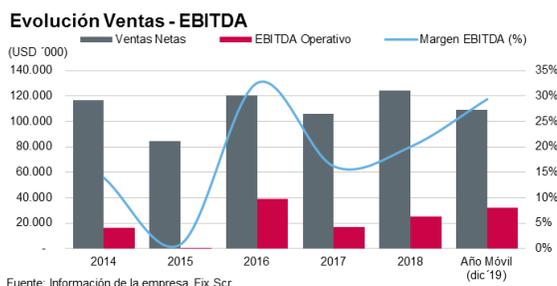
- Negocio agropecuario sujeto a la volatilidad en los precios de los granos y a factores climáticos que determinan los rindes de cada campaña.
- Políticas gubernamentales. El sector agropecuario se encuentra expuesto a la inestabilidad política argentina a través de la interferencia gubernamental como las retenciones o la limitación del cupo exportador.
- Estacionalidad de las ventas. Las ventas del sector agropecuario se encuentran concentradas post cosecha, lo que le demanda elevadas necesidades de financiar capital de trabajo.
- Negocio con alto apalancamiento operativo que depende del precio de los alquileres de los campos impactando negativamente en el margen operativo e incrementando la volatilidad del resultado operativo en campañas afectadas por bajos rindes o precios de *commodities*.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Las ventas de MSU presentan una estacionalidad ligada al ciclo agrícola. La mayor parte de las ventas se concentran en los meses de otoño e invierno, lo cual requiere importantes inversiones de capital de trabajo. El EBITDA de la compañía posee un fuerte factor de estacionalidad relacionada a los cultivos, siendo negativo o neutral en las épocas de siembra y trabajos de tierra y positivo luego de las cosechas.

En el año móvil a dic-19, MSU presentó un EBITDA de USD 32 MM y un margen de 29.4%, en línea a lo reportado al cierre del ejercicio 2019. Los ingresos por ventas al cierre del ejercicio 2019 fueron de USD 109 MM. A dic-19 (3 meses), MSU registro un total de ventas por USD 57 MM. Debido a los buenos rindes esperados para el sector agrícola argentino debido a la perspectiva de buenas condiciones climáticas y a la fuerte devaluación que permitió licuar los costos en pesos de las compañías que facturan en moneda extranjera, FIX espera que para el cierre del ejercicio 2020 el EBITDA sea de aproximadamente USD 25 MM y márgenes alrededor del 22%.



Flujo de fondos

Durante el año móvil finalizado en dic-19, MSU registró un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) positivo de USD 19 MM.

Durante dic-19 (Año móvil) El Flujo de Fondos Libre (FFL) fue negativo por USD 12 MM. El mismo fue financiado con deuda, mientras MSU mantenía cerca de USD 11 MM de Inventarios de Rápida Realización (IRR). Asimismo, al año móvil finalizado en dic-19, la compañía registró una variación positiva del capital de trabajo por USD 5 MM que derivó en un Flujo de Caja Operativo (FCO) positivo de USD 23 MM. Hacia adelante, FIX espera que el FFL siga siendo volátil.



Liquidez y estructura de capital

A dic-19, la deuda ascendía a USD 40 MM, 100% era deuda corriente y el 75% se encontraba en moneda extranjera. El 100% de la deuda correspondía a préstamos bancarios. La deuda bruta menos IRR era de USD 29 MM y el indicador de deuda neta libre de IRR a EBITDA fue de 0,9x (medido en dólares). Cabe destacar que la deuda de MSU detenta picos en diciembre y baja a partir de abril con la venta de la cosecha gruesa.

Asimismo, la compañía posee líneas disponibles por aproximadamente USD 70 MM, de las cuales la compañía tiene tomadas menos de la mitad. La compañía planea emitir la ON Clase VII Clase A y Clase B por USD 8 MM ampliable a USD 15 MM, cuya moneda es dólar-linked una clase y otra clase dólar, con un vencimiento de 15 meses, para financiar capital de trabajo y refinanciación de pasivos de corto plazo. Hacia adelante, FIX espera que la compañía siga reduciendo deuda y que la misma, los próximos años se mantenga alrededor de USD 35 MM con ratios de deuda/EBITDA de aproximadamente 1,5x.

FIX considera que MSU presenta una liquidez adecuada. A dic-19, la compañía contaba con un nivel de inventarios de rápida realización (IRR) por USD 11 MM que dan soporte a la posición de liquidez de la compañía y una caja por USD 13 MM. La caja e inversiones corrientes junto con los IRR cubrían el 0.6x la deuda corriente.

Liquidez - MSU S.A.

USD '000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Año Móvil (dic '19)
EBITDA Operativo	7.914	16.342	731	39.245	17.125	24.919	32.111
Caja e Inversiones Corrientes	1.745	5.616	384	6.381	12.231	5.965	13.187
Deuda Corto Plazo	25.066	26.797	36.252	29.453	27.862	12.773	39.779
Deuda Largo Plazo	36.526	22.614	22.787	20.522	18.713	29.544	-
Inventarios de Rápida Realización	12.530	27.525	30.435	25.489	19.756	22.411	10.857
Indicadores Crediticios							
LTM EBITDA / Deuda CP	0,3	0,6	0,0	1,3	0,6	2,0	0,8
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,4	0,8	0,0	1,5	1,1	2,4	1,1
LTM EBITDA + Disponibilidades + IRR / Deuda CF	0,9	1,8	0,9	2,4	1,8	4,2	1,4
IRR + Disponibilidades / Deuda CP	0,6	1,2	0,9	1,1	1,1	2,2	0,6
Deuda Total / LTM EBITDA	7,8	3,0	80,8	1,3	2,7	1,7	1,2

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Pago de Dividendos

La compañía posee restricciones para pagar dividendos que excedan los USD 3,5 MM con motivo de sus préstamos sindicados.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

MSU detenta un buen acceso al financiamiento bancario con los principales bancos locales e internacionales y al mercado de capitales local. Se espera que el financiamiento esté calzado con las necesidades de capital de trabajo.

Anexo I. Resumen Financiero

Para el análisis del sector consideramos métricas crediticias que excluyen de la deuda financiera los IRR. Los IRR se calculan al 80%.

Resumen Financiero - MSU S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Periodo

Tipo de Cambio Promedio

Periodo

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	Año Móvil	dic-19	2019	2018	2017	2016	2015
	12 meses	6 meses	12 meses				

Rentabilidad							
EBITDA Operativo	1.549.020	678.472	1.180.020	484.195	264.588	471.243	6.292
Margen de EBITDA	29,4	22,6	27,9	20,0	16,2	32,6	0,9
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	21,2	6,9	27,9	21,2	15,3	27,8	5,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(10,2)	(22,1)	(2,8)	(19,2)	7,0	(12,5)	(20,9)

Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,4	2,8	10,0	6,5	3,5	3,3	0,6
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	7,6	5,3	9,6	5,4	3,8	3,9	0,1
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,5	0,6	1,1	0,5	0,8	0,0
FGO / Cargos Fijos	5,4	2,8	10,0	6,5	3,5	3,3	0,6
FFL / Servicio de Deuda	(0,1)	(0,4)	0,0	(0,8)	0,3	(0,1)	(0,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	(0,1)	0,3	(0,4)	0,7	0,1	(0,2)
FCO / Inversiones de Capital	1,8	1,6	1,1	(19,3)	7,9	(16,2)	(4,9)

Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	2,2	3,3	1,6	2,1	3,2	1,9	11,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	1,8	1,7	2,5	2,9	1,6	85,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	1,2	1,1	2,2	2,2	1,4	84,7
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	1,5	1,8	1,7	2,5	2,9	1,6	85,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	1,0	1,2	1,1	2,2	2,2	1,4	84,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,3	11,7	7,6	8,9	9,1	18,7	16,2
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	100,0	100,0	87,1	30,2	59,8	58,9	61,4

Balance							
Total Activos	11.091.030	11.091.030	7.783.277	4.837.757	2.795.273	2.529.336	1.377.035
Caja e Inversiones Corrientes	789.912	789.912	646.083	172.150	203.022	95.199	3.492
Deuda Corto Plazo	2.382.784	2.382.784	1.739.937	368.659	462.466	439.438	329.403
Deuda Largo Plazo	0	0	257.608	852.680	310.615	306.190	207.054
Deuda Total	2.382.784	2.382.784	1.997.545	1.221.339	773.081	745.629	536.457
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.382.784	2.382.784	1.997.545	1.221.339	773.081	745.629	536.457
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.382.784	2.382.784	1.997.545	1.221.339	773.081	745.629	536.457
Total Patrimonio	2.824.428	2.824.428	2.398.451	1.513.975	789.640	675.663	279.480
Total Capital Ajustado	5.207.212	5.207.212	4.395.996	2.735.313	1.562.721	1.421.292	815.937

Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	898.374	229.895	1.104.411	490.600	170.478	275.511	(29.824)
Variación del Capital de Trabajo	228.264	728.990	(1.012.423)	(874.791)	11.947	(446.195)	(96.588)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.126.638	958.885	91.988	(384.191)	182.425	(170.684)	(126.412)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(632.003)	(587.651)	(80.917)	(19.895)	(23.137)	(10.563)	(26.015)
Dividendos	(1.033.588)	(1.033.588)	(128.118)	(60.237)	(44.811)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(538.954)	(662.354)	(117.047)	(464.323)	114.477	(181.247)	(152.427)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(363.676)	(369.957)	13.352	16.157	5.598	6.913	3.682
Otras Inversiones, Neto	14.068	15.021	(8.493)	(69)	(5.553)	(9.066)	(2.977)
Variación Neta de Deuda	522.440	343.458	586.120	417.363	(6.700)	275.107	109.507
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	817.660	817.660	0	0	0	0	0
Variación de Caja	451.538	143.828	473.932	(30.872)	107.822	91.707	(42.215)

Estado de Resultados							
Ventas Netas	5.268.318	3.003.855	4.224.493	2.415.406	1.634.642	1.445.411	730.711
Variación de Ventas (%)	24,7	53,3	74,9	47,8	13,1	97,8	(8,2)
EBIT Operativo	1.399.670	623.990	1.069.501	456.145	242.365	460.821	(2.745)
Intereses Financieros Brutos	204.157	128.269	122.749	88.886	68.927	119.556	76.060
Resultado Neto	719.701	418.679	479.187	329.551	110.332	324.323	(40.273)

Otros Indicadores							
IRR	650.354	650.354	1.290.382	646.823	327.925	380.303	276.551
Deuda Total Neta de IRR	1.732.430	1.732.430	707.163	574.516	445.156	365.326	259.906
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	1,1	1,3	0,6	1,2	1,7	0,8	41,3
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	0,6	0,7	0,1	0,8	0,9	0,6	40,8
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	60,4	60,4	111,3	222,1	114,8	108,2	85,0
Deuda Corto Plazo / IRR	3,7	3,7	1,3	0,6	1,4	1,2	1,2

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.
- IRR: Inventarios de Rápida Realización.
- Commodities: Bienes transables.
- MM: Millones.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Serie VII Clase A

Monto Autorizado:	USD 8 MM ampliable hasta USD 15 MM
Monto Emisión:	A emitir
Moneda de Emisión:	Dolar Linked
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	A los 15 meses desde la fecha de emisión
Amortización de Capital:	Un solo pago a la fecha de vencimiento
Intereses:	A licitar
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración capital de trabajo y refinanciación de pasivos de corto plazo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Obligación Negociable Serie VII Clase B

Monto Autorizado:	USD 8 MM ampliable hasta USD 15 MM
Monto Emisión:	A emitir
Moneda de Emisión:	Dolar Americano
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	A los 15 meses desde la fecha de emisión
Amortización de Capital:	Un solo pago a la fecha de vencimiento
Intereses:	A licitar
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración capital de trabajo y refinanciación de pasivos de corto plazo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION 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 **28 de febrero de 2020** subió a la categoría A-(arg) desde la categoría BBB+(arg) a la calificación del emisor de MSU S.A. y **asignó** en la **Categoría A-(arg)** del siguiente instrumento a emitir por MSU S.A.:

- Obligaciones Negociables Serie VII Clase A por hasta USD 8 millones ampliable a USD 15 MM.
- Obligaciones Negociables Serie VII Clase B por hasta USD 8 millones ampliable a USD 15 MM.

La perspectiva es **Estable**.

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.

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y 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.

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en www.cnv.gob.ar) y privado:

- Balances trimestrales auditados hasta el 31-12-2019 (auditor externo a la fecha del último balance: KPMG).
- Información de gestión provista por la empresa.
- Suplemento de Precio borrador de emisión de Obligaciones Negociables Clase VII.

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 los 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:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://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](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA 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 SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO 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 la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los 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 de 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 independientes 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. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR 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 afirmó 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 no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido 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, 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. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones 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. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). 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 como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y 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.