

# MSU S.A.

## Factores relevantes de la calificación

**Suba de calificación:** FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – subió la calificación de Emisor de Largo Plazo de MSU S.A. (MSU) y de las Obligaciones Negociables previamente emitidas por la compañía a A+(arg) Perspectiva Estable desde A(arg) Perspectiva Estable. Adicionalmente, FIX asignó en la misma calificación, A+(arg) Perspectiva Estable, a las Obligaciones Negociables Serie XI y XII a ser emitidas por la compañía. La suba de la calificación se fundamenta en la mejora en el perfil de la deuda a partir de las emisiones de las Obligaciones Negociables Serie XI y XII, en conjunto con la fuerte liquidez que presenta la compañía, que le permitirán transitar los próximos años con los fondos necesarios para asegurar el financiamiento de la construcción de una planta procesadora de maní, hacer frente a los próximos vencimientos de deuda y financiar el capital de trabajo de la próximas campañas. Si bien FIX espera niveles de apalancamientos de deuda/EBITDA en torno a 4.0x con picos de 5.0x, entiende que la estructura del financiamiento es acorde a los flujos del proyecto, y que, a pesar de esperar coberturas más presionadas, aunque no menores a 3.5x, la compañía evitará el riesgo de refinanciación y de tasa mientras construye la planta, en un contexto financiero más desafiante. A su vez, la calificación contempla la trayectoria y buenas perspectivas operativas, la escala de producción sumado a la estructura de costos eficiente en conjunto con su diversificación geográfica y los mejorados rindes de soja y maíz en la región noreste, que le permitieron mitigar el riesgo climático.

**Mejora en el perfil de deuda:** Si bien los flujos derivados de la planta procesadora de maní recién tendrán impacto en el EBITDA de la compañía en 30 meses aproximadamente, fuera del horizonte de calificación, FIX entiende que la nueva estructura de deuda a partir de las emisiones de las Obligaciones Negociables Serie XI y XII, con plazos de vencimiento de 48 y 120 meses respectivamente, y amortizaciones parciales que recién comenzarían a partir del mes 36 en la ON Serie XI y a partir de los 60 meses en la ON Serie XII, le permitirán a la compañía transitar el período de la construcción de la planta sin necesidades de financiamiento adicionales.

**Muy buena liquidez:** A octubre 2022 la compañía evidenciaba una fuerte posición de liquidez, con disponibilidades mayores a los USD 23 millones, derivados principalmente del aprovechamiento del dólar soja, e Inventarios de Rápida Realización (IRR) por más de USD 40 millones, sumado a que ya tenía comprados y pagados casi la totalidad de los insumos para la próxima campaña. FIX entiende que esta posición le permitiría a la compañía financiar los costos restantes de la presente campaña (alquileres, labores), a la vez que, junto a ventas ya realizadas con cobros diferidos a mayo y junio por USD 34 millones, también le permitirían cubrir los vencimientos de deuda próximos.

**Proyecto planta procesadora de maní:** El proyecto para la industrialización y procesamiento del maní demandaría unos USD 70 millones, incluyendo el terreno, y tardaría 30 meses en llevarse a cabo, siendo los mayores costos los relacionados con la compra de maquinaria importada específica, cuyos desembolsos se darían el año próximo. La compañía estima a partir de la entrada en vigencia de la planta, ventas por USD 66 millones con márgenes de EBITDA de USD 13 millones.

**Buenos fundamentos del negocio:** MSU posee una escala considerable en relación a sus pares, con 165 mil hectáreas sembradas en la campaña 2021/2022 (incluyendo doble cultivo), principalmente en la pampa húmeda (46%) y en el noreste (43%), las que se incrementarían en 6 mil hectáreas en la presente campaña a partir de la compra de un campo en la región del noreste de 13 mil hectáreas con lo producido de la ON Serie X. A la última campaña, el 90% de las hectáreas son arrendadas, de las cuales un 43% mantiene contratos atados a componentes variables lo que le permite lograr mayor flexibilidad operativa, una rentabilidad más estable (margen entre 20% y 30% sobre EBITDA), mitigando la volatilidad por factores climáticos. El efectivo control de costos, focalización en el negocio de producción, sumado a la experiencia y trayectoria en el manejo de alquileres de campos ha permitido mantener una estructura de costos eficiente y las necesidades financieras acotadas. El EBITDA del año a junio 2022 resultó en USD 63 millones con un margen del 29%, muy por encima del promedio histórico de USD 30 millones, principalmente debido a los altos precios de venta y bajos costos de implantación durante la campaña 2021/22. FIX espera que esta situación tienda a

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor Largo Plazo	A+(arg)
ON Serie IX	A+(arg)
ON Serie X	A+(arg)
ON Serie XI por USD 15MM ampliable hasta USD 30 MM	A+(arg)
ON Serie XII por USD 55 MM ampliable hasta USD 65 MM	A+(arg)

**Perspectiva** **Estable**

### Resumen Financiero

MSU S.A.		
Consolidado	30/06/2022	30/06/2021
(\$ miles*)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	37.063.801	21.368.979
Deuda Financiera	8.227.749	4.516.175
Ingresos	22.698.026	11.863.741
EBITDA	6.647.885	2.694.169
EBITDA (%)	29,3	22,7
Deuda Total / EBITDA (x)	1,2	1,7
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	1,2	1,4
(Deuda Total -IRR) / EBITDA (x)	0,8	0,7
(Deuda Neta Total -IRR) / EBITDA (x)	0,7	0,4
EBITDA / Intereses (x)	11,0	6,0

(\*) MSU adoptó la moneda funcional dólar para la preparación de sus Estados Contables.

### Crterios Relacionados

Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, junio 2014.

### Informes Relacionados

Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, junio 2022.

### Analistas

Analista Principal  
 Martín Suárez  
 Analista  
[martin.suarez@fixscr.com](mailto:martin.suarez@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8138

Analista Principal  
 Candido Perez  
 Director Asociado  
[candido.perez@fixscr.com](mailto:candido.perez@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8119

Responsable del Sector  
 Cecilia Minguillon  
 Senior Director  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8123

estabilizarse para la campaña 2022/2023 con márgenes de EBITDA en torno a USD 25-30 millones debido al aumento de los arrendamientos, incrementos en los precios de los insumos agrícolas y un tipo de cambio menos competitivo. En tanto, se espera que los precios de los commodities continúen en niveles históricamente elevados aunque con tendencia bajista y que el efecto de la sequía, principalmente en trigo, impacte en la generación de EBITDA.

**Flujo de fondos libre negativos:** 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. A su vez, la política de dividendos de los últimos años, en conjunto con las inversiones, presionaron los Fondos de Flujos Libres (FFL). Hacia adelante, FIX espera Flujos de Fondos Libres negativos dadas las altas necesidades de CAPEX para la planta procesadora de maní principalmente, y el plan de inversiones destinadas a ampliar la infraestructura y capacidad operativa en la región por USD 1.5 millones por año aprox. FIX no considera en su escenario base distribuciones de dividendos ni compras adicionales de activos productivos para incrementar las hectáreas propias, aunque no descarta que éstos últimos podrían darse si aparecen oportunidades convenientes.

### Sensibilidad de la calificación

La calificación contempla que la compañía pueda transitar el período de construcción de la planta procesadora de maní con holgada liquidez y aceptables coberturas de intereses, mayores a 3.0x en conjunto con ratios de apalancamiento que no se desvíen consistentemente por arriba de 4.0x de deuda a EBITDA, por lo que, menores niveles de EBITDA y Flujos de Caja Operativos (FCO) importantes y persistentes, derivados de reducidos rindes y/o precios durante un ciclo adverso prolongado, que impliquen en mayor apalancamiento y menores coberturas podrían derivar en una baja de calificación.

En tanto, FIX no vislumbra en el mediano plazo cambios que podrían implicar un cambio positivo en la calificación.

### Liquidez y Estructura de Capital

**Flexibilidad financiera:** Si bien la compañía históricamente ha operado con deuda concentrada en el corto plazo, también ha contado con Caja e Inversiones Corrientes y con importantes niveles de Inventarios de Rápida Realización (IRR), los cuales le otorgan mayor flexibilidad financiera, cubriendo los últimos seis años la totalidad de la Deuda de Corto Plazo (a junio 2022 en 0.8x). Hacia adelante, FIX estima que la compañía continuará con muy buenos niveles de liquidez y menor participación de la deuda de corto plazo en el total. MSU, a su vez, detenta un buen acceso al financiamiento bancario con los principales bancos locales e internacionales y al mercado de capitales local.

## Perfil de Negocio

MSU es uno de los principales productores agrícolas del país con una producción cercana a 850 mil toneladas de granos y oleaginosas dentro de un área productiva estimada para la campaña 2022-23 de 144 mil hectáreas, de las cuales 127 mil son arrendadas, y le permiten sembrar más de 170 mil hectáreas considerando el doble cultivo.

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, trigo, girasol, cebada y maní.

### 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 y Noreste).

Aproximadamente, el 46% de las hectáreas productivas se encuentran en la zona de la Pampa Húmeda, seguidas por un 43% en el Noreste. MSU posee una adecuada diversificación 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. La estructura de costos productivos asociados a arrendamiento, labor de la tierra e insumos y transporte representaron históricamente el 70% de los costos totales, lo que le otorga una adecuada flexibilidad operativa. A junio 2021 y junio 2022 dichos costos representaron un 61% y 69% respectivamente, destacándose el incremento de los costos de arrendamientos e insumos principalmente. Los costos fijos son los asociados a personal y a la estructura, que representan un 10% del total, los demás costos dependen del nivel de producción e impuestos.

### Proyecto planta procesadora de maní

Con el objetivo de expandirse hacia un modelo agroindustrial, MSU llevará a cabo la construcción y puesta en marcha de una planta de procesamiento e industrialización de maní, producto con un gran valor agregado, demanda creciente y orientado a mercados de exportación. En línea con éste proyecto de industrialización, la compañía proyecta un incremento de su producción primaria de maní mediante un crecimiento gradual de las hectáreas sembradas.

La inversión demandará USD 70 millones y estará operativa en aproximadamente 30 meses, adicionando ingresos a la compañía por USD 66 millones, de los cuales 93% serán ventas de exportación, y niveles de EBITDA por USD 13 millones.

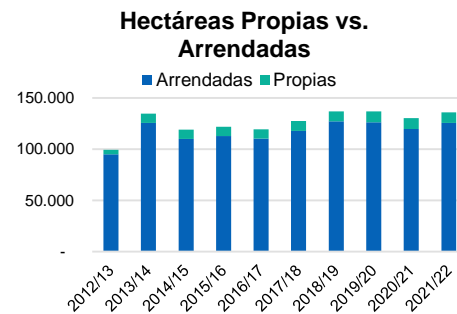
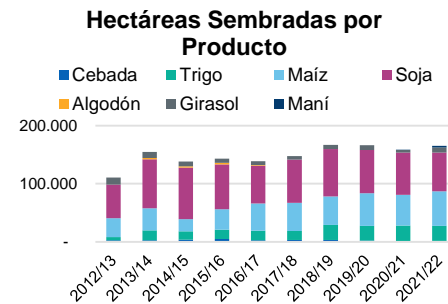
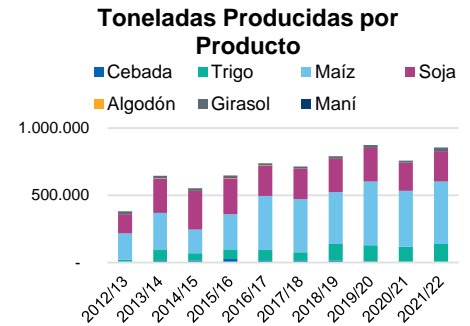
FIX entiende que el riesgo de construcción es moderado a bajo dado la multiplicidad de proveedores (no es llave en mano), siendo el mayor desafío las importaciones de las máquinas, que representan menos del 20% del costo total de la obra.

MSU destinará el producido neto proveniente de la emisión de las Obligaciones Negociables Serie XII para la financiación de la construcción. Mientras se encuentre pendiente su aplicación, los fondos podrán invertirse en instrumentos financieros líquidos de alta calidad y en otras inversiones de corto plazo, incluyendo sin limitación, equivalentes a caja, fondos de inversión "money market" cauciones, commodities de rápida realización, plazos fijos, letras del tesoro y/o mantenerse como liquidez de acuerdo a la política interna.

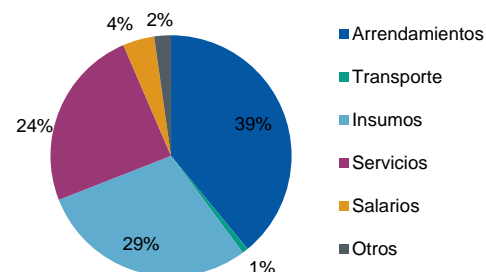
Los inversores podrán verificar el cumplimiento de la Emisora con la aplicación de los fondos de la colocación mediante la revisión del "Reporte sobre el Estado de Aplicación del Producido Neto de las Obligaciones Negociables Serie XII" que será preparado por la Compañía.

### Administración y calidad de los accionistas

MSU S.A. es una sociedad anónima de capital nacional. El principal accionista de la Sociedad es MSU Agribusiness Holding S.L., que posee el 99,99% del capital social. MSU Agribusiness Holding SL es una sociedad limitada constituida de conformidad con las leyes de España, e inscripta de conformidad con el Artículo 123 de la Ley de Sociedades Comerciales ante la Inspección General de Justicia con fecha 26 de septiembre de 2008, bajo el número 1.322, del libro 58, tomo B de Estatutos Extranjeros. Las personas físicas últimas beneficiarias y quienes forman la voluntad social de MSU



### Estructura de costos de producción junio 2022



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Agribusiness Holding S.L., son Manuel Santos De Uribelarrea Duhau con una participación del 50% y Manuel Santos Uribelarrea Balcarce con una participación del 48,8%. Los balances están auditados por Deloitte & CO S.A. y 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.

Según datos del MAGYP (Ministerio de Agricultura Ganadería y Pesca) la campaña 2021/22 finaliza con un aumento del área sembrada de los cultivos de maíz y trigo, y declinación en soja, junto a una leve reducción en la producción, a excepción del trigo que marcó records históricos. El clima, con el efecto Niña, volvió a afectar los rendimientos, en especial en el maíz aunque menos que en la campaña anterior. La campaña estuvo marcada por niveles de precios históricamente altos y elevada volatilidad a partir del conflicto bélico de Rusia y Ucrania.

La campaña 2022/23, comienza con aumentos en los precios de los insumos e incertidumbre sobre el abastecimiento de algunos de ellos, como fertilizantes (cuentan con componentes importados), aumentos en combustibles que generan nuevas negociaciones de tarifas de fletes y contratistas y, por su parte, el retraso en el tipo de cambio aumenta los costos en dólares por hectárea. A su vez, el precio de los arrendamientos continúa en aumento, lo cual atenta contra la rentabilidad del negocio. Por otro lado, la intensificación del efecto Niña (sequía), estaría significando grandes pérdidas a los productores de trigo, por hectáreas que no se cosecharían y menores rindes esperados a la vez que genera demoras en la siembra de los cultivos estivales y cambios en el mix de cultivos, con mayor participación de soja.

Por último, el Programa de Incremento Exportador (PIE), que establecía un tipo de cambio diferencial excepcional de \$200 por dólar (dólar soja) para el complejo oleaginoso sólo por septiembre, significó sustanciales mejoras sustanciales para las compañías del sector.

## 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.
- Riego de construcción. Dado que el proyecto no es llave en mano, la compañía podría verse afectada por demoras o problemas con los proveedores.
- Riesgo de abastecimiento de insumos importados. Dado que la compañía va a importar las máquinas para la planta procesadora de maní, podría verse afectada por las medias que restrinjan o demoren la operatoria. Este riesgo es parcialmente atenuado por el hecho de que son bienes de capital para inversiones productivas y en principio podrían tener prioridad frente a otros requerimientos de importación.

## Perfil Financiero

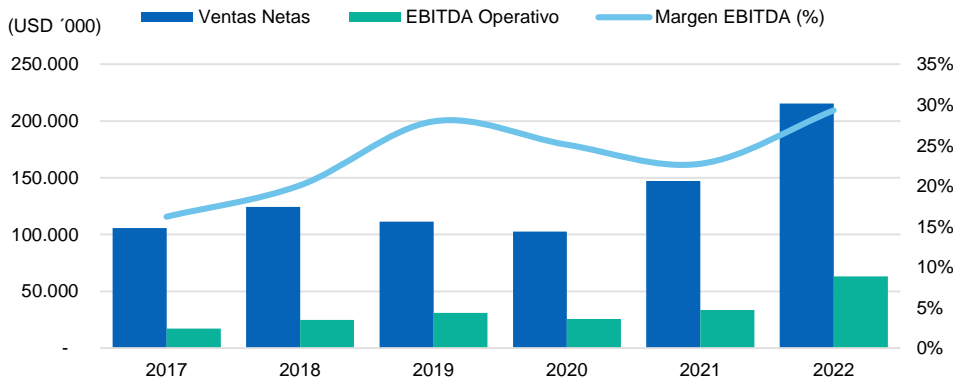
### Rentabilidad

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 la última campaña, si bien la compañía se vio beneficiada por el mantenimiento de precios de ventas elevados, también evidenció un aumento de producción del 15% alcanzando un nivel de 875 mil toneladas producto de mayor área sembrada, un 4% aproximadamente y un 10% de mejora de los rindes promedio.

En el año móvil a junio 2022, MSU presentó un EBITDA de USD 63 millones y un margen de 29,3%, muy por encima del promedio histórico (de USD 30 millones), principalmente debido a los altos precios y bajos costos de implantación. FIX espera que esta situación tienda a estabilizarse para la campaña 2022/2023 debido al aumento de los arrendamientos, incrementos en los precios de los insumos agrícolas y un tipo de cambio menos competitivo, sumado a los problemas climáticos que afectarán los rindes, aunque compensados por el diferencial de precio relacionado con el dólar soja. En tanto, se espera que los precios de los commodities continúen en niveles históricamente elevados.

### Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

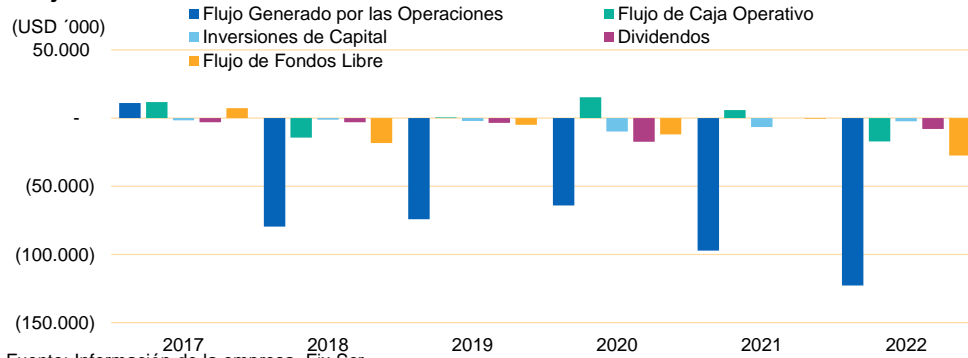
### Flujo de Fondos

La compañía ha presentado históricamente Flujos de Caja Operativos (FCO) volátiles derivadas de las variaciones en el capital de trabajo, que junto a inversiones y pagos dividendos fluctuantes, presionaron los Flujos de Fondos Libres (FFL).

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 un Flujo de Fondos Libres negativo dadas las altas necesidades de CAPEX para la planta procesadora de maní principalmente, y el plan de inversiones destinadas a ampliar la infraestructura y capacidad operativa en la región por USD 1.5 millones por año. FIX no considera en su escenario base distribuciones de dividendos ni compras adicionales de activos productivos para incrementar las hectáreas propias.

### Flujo de Fondos



### Estructura de capital

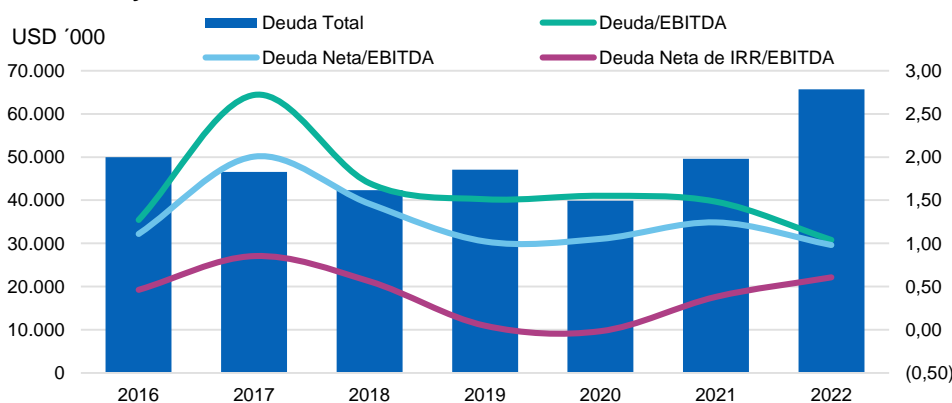
MSU ha presentado desde 2018 ratios de apalancamiento de Deuda/EBITDA menores a 2,0x y Netos inferiores a 1,5x, mientras que si se descuentan los Inventarios de Rápida Realización (IRR) el apalancamiento ha estado debajo de 0,6x. A junio 2022 la compañía continúa mostrando métricas crediticias fuertes con un ratio Deuda/EBITDA de 1.2x y Neto de IRR en 0,7x., lo que le permitirá afrontar los ciclos adversos de forma más cómoda.

Esta flexibilidad lograda le ha permitido ampliar su liquidez, reducir la tasa de interés y conservar un perfil operacional sano. La compañía no posee riesgo cambiario ya que el 100% de los préstamos se encuentran denominados en pesos o con una estructura de pago en pesos (dólar linked).

FIX considera que, con las emisiones de las ONs Serie XI y XII, con plazos de vencimientos de 48 y 120 meses respectivamente, y amortizaciones parciales que recién comenzarían a partir del mes 36 en la ON Serie XI y a partir de los 60 meses en la ON Serie XII, en conjunto con una fuerte liquidez, la compañía podrá transitar los próximos años con los fondos necesarios para asegurar el financiamiento de la construcción de una planta procesadora de maní, hacer frente a los próximos vencimientos de deuda y financiar el capital de trabajo de la próximas campañas.

Si bien FIX espera niveles de apalancamientos de deuda a EBITDA elevados los próximos años, en torno las 4.0x, entiende que la estructura del financiamiento es acorde a los flujos del proyecto, y que, a pesar de esperar coberturas más presionadas, aunque no menores a 3.5x, la compañía evitaría el riesgo de refinanciación y de tasa mientras construye la planta, en un contexto financiero más desafiante.

### Deuda Total y Endeudamiento



### Liquidez

Si bien la compañía ha presentado una concentración de su Deuda en el Corto Plazo, históricamente MSU ha evidenciado una muy buena posición de liquidez, cubriendo con Disponibilidades e Inventarios de Rápida Realización (IRR) la totalidad de la Deuda de Corto Plazo, mientras que considerando la generación de EBITDA se cubría más de 1,5x la Deuda de Corto Plazo. A junio 2022, la Deuda de Corto Plazo alcanzaba los USD 35 millones mientras que la Caja e Inversiones

Corrientes sumaba USD 4 millones y los IRR unos USD 23 millones, mientras que a octubre 2022, los IRR superaban los USD 40 millones.

Hacia adelante FIX estima que la compañía continuará con muy buenos niveles de liquidez y menor participación de la deuda de corto plazo en el total.

**Liquidez - MSU S.A.**

USD '000	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA Operativo	17.125	24.919	31.102	25.704	33.406	63.066
Caja e Inversiones Corrientes	12.231	5.965	15.220	12.827	8.034	3.729
Deuda Corto Plazo	27.862	12.773	40.988	39.912	25.394	35.423
Deuda Largo Plazo	18.713	29.544	6.069	-	24.198	30.286
Deuda Total	46.575	42.317	47.056	39.912	49.592	65.709
IRR	19.756	22.411	30.398	27.535	28.875	23.775

Indicadores de Liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	2022
EBITDA / Deuda CP	0,6	2,0	0,8	0,6	1,3	1,8
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	1,1	2,4	1,1	1,0	1,6	1,9
EBITDA + Disponibilidades + IRR / Deuda CP	1,8	4,2	1,9	1,7	2,8	2,6
IRR + Disponibilidades / Deuda CP	1,1	2,2	1,1	1,0	1,5	0,8
Deuda Total / EBITDA	2,7	1,7	1,5	1,6	1,5	1,0
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	60%	30%	87%	100%	51%	54%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

**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. En el último año la compañía ha logrado financiar sus operaciones con dos préstamos inter-empresariales por un total de USD 15 millones que le ha permitido ampliar su fuente de financiamiento, prolongar su estructura de vencimientos y reducir la tasa de interés.



## Anexo I. Resumen Financiero

La compañía ha adoptado la moneda funcional dólar para la preparación de sus Estados Contables y por lo tanto los mismos no se ajustan por inflación.

### Resumen Financiero - MSU S.A.

(miles de ARS)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2022	2021	2020	2019	2018	2017
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	6.647.885	2.694.169	1.532.978	1.180.020	484.195	264.588
EBITDAR Operativo	6.647.885	2.694.169	1.532.978	1.180.020	484.195	264.588
Margen de EBITDA	29,3	22,7	25,1	27,9	20,0	16,2
Margen de EBITDAR	29,3	22,7	25,1	27,9	20,0	16,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(67,1)	(77,1)	(56,3)	(61,1)	(53,3)	15,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(12,7)	(0,3)	(11,6)	(4,5)	(14,8)	7,0
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	(20,3)	(16,6)	(11,7)	(21,9)	(16,4)	3,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	11,0	6,0	5,1	9,6	5,4	3,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,3	1,0	0,5	0,6	1,1	0,5
FGO / Cargos Fijos	(20,3)	(16,6)	(11,7)	(21,9)	(16,4)	3,5
FFL / Servicio de Deuda	(0,5)	0,1	(0,1)	(0,0)	(0,6)	0,3
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,4)	0,4	0,2	0,3	(0,2)	0,7
FCO / Inversiones de Capital	(7,7)	0,9	1,6	0,2	(13,9)	7,9
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	(0,7)	(0,6)	(0,8)	(0,7)	(0,8)	3,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	1,7	1,8	1,7	2,5	2,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	1,4	1,2	1,1	2,2	2,2
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	1,2	1,7	1,8	1,7	2,5	2,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	1,2	1,4	1,2	1,1	2,2	2,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,5	12,2	12,5	7,6	8,9	9,1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	53,9	51,2	100,0	87,1	30,2	59,8
<b>Balance</b>						
Total Activos	37.063.801	21.368.979	13.187.772	7.783.277	4.837.757	2.795.273
Caja e Inversiones Corrientes	466.924	731.672	903.668	646.083	172.150	203.022
Deuda Corto Plazo	4.435.441	2.312.517	2.811.825	1.739.937	368.659	462.466
Deuda Largo Plazo	3.792.308	2.203.658	0	257.608	852.680	310.615
Deuda Total	8.227.749	4.516.175	2.811.825	1.997.545	1.221.339	773.081
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.227.749	4.516.175	2.811.825	1.997.545	1.221.339	773.081
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.227.749	4.516.175	2.811.825	1.997.545	1.221.339	773.081
Total Patrimonio	10.135.457	5.053.919	3.431.953	2.398.451	1.513.975	789.640
Total Capital Ajustado	18.363.206	9.570.093	6.243.778	4.395.996	2.735.313	1.562.721



<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(12.934.538)	(7.826.859)	(3.813.710)	(2.808.900)	(1.545.801)	170.478
Variación del Capital de Trabajo	11.122.407	8.308.805	4.729.663	2.829.089	1.269.542	11.947
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(1.812.131)	481.947	915.952	20.189	(276.259)	182.425
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(234.069)	(523.461)	(590.616)	(80.917)	(19.895)	(23.137)
Dividendos	(841.456)	0	(1.033.588)	(128.118)	(60.237)	(44.811)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(2.887.656)	(41.514)	(708.252)	(188.846)	(356.391)	114.477
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	358.339	19.576	31.204	13.352	16.157	5.598
Otras Inversiones, Neto	0	4.949	59.583	(8.493)	(69)	(5.553)
Variación Neta de Deuda	2.429.476	743.228	503.511	692.785	407.329	(6.700)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(99.841)	726.239	(113.954)	508.798	67.026	107.822
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	22.698.026	11.863.741	6.116.627	4.224.493	2.415.406	1.634.642
Variación de Ventas (%)	91,3	94,0	44,8	74,9	47,8	13,1
EBIT Operativo	6.762.196	2.777.404	1.513.795	1.069.501	456.145	242.365
Intereses Financieros Brutos	606.047	445.454	300.681	122.749	88.886	68.927
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	4.484.129	1.338.437	541.478	479.187	329.551	110.332
<b>Otros Indicadores</b>						
IRR	2.976.930	2.629.530	1.939.874	1.290.382	646.823	327.925
Deuda Total Neta de IRR	5.250.819	1.886.645	871.951	707.163	574.516	445.156
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	0,8	0,7	0,6	0,6	1,2	1,7
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	0,7	0,4	(0,0)	0,1	0,8	0,9
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	77,6	145,3	101,1	111,3	222,1	114,8
Deuda Corto Plazo / IRR	1,5	0,9	1,4	1,3	0,6	1,4

## **Anexo II. Glosario**

- 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.
- EBITDA: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres Devengados.
- MM: Millones.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.
- MAGYP: Ministerio de Agricultura Ganadería y Pesca

## Anexo III. Características de los Instrumentos

<b>Obligación Negociable Serie IX</b>	
Monto Autorizado:	Por hasta USD 10.000.000 ampliable hasta USD 15.000.000.
Monto Emisión:	USD 15.000.000.
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares.
Forma de Integración:	Pesos al tipo de cambio inicial
Moneda de Pago:	Pesos al tipo de cambio aplicable
Fecha de Emisión:	24 de agosto de 2021.
Fecha de Vencimiento:	24 de julio de 2023.
Amortización de Capital:	A un solo pago a la fecha de vencimiento.
Tasa de Intereses:	Tasa nominal anual del 4%.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente
Destino de los fondos:	Para uno o más de los siguientes destinos: (i) inversiones en activos físicos y bienes de capital situados en el país, (ii) adquisición de fondos de comercio situados en el país, (iii) integración de capital de trabajo en el país, (iv) refinanciación de pasivos, (v) a la adquisición de participaciones sociales, (vi) a la integración de aportes de capital y/o financiamiento del giro comercial del negocio de sociedades controladas o vinculadas a la Emisora, cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes referidos
Garantía:	Común.
Opción de rescate:	A opción de la entidad por la totalidad, al precio de rescate, el cual es varía según el plazo transcurrido desde la fecha de emisión, más los intereses devengados.

<b>Obligación Negociable Serie X</b>	
Monto Autorizado:	Por hasta USD 20.000.000 ampliable hasta USD 30.000.000.
Monto Emisión:	USD 24.500.000
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares.
Forma de Integración:	Dólares.
Moneda de pago:	Dólares.
Fecha de Emisión:	12 de septiembre de 2022.
Fecha de Vencimiento:	12 de septiembre de 2024.
Amortización de Capital:	En un solo pago a la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa nominal anual fija del 7.5%.
Cronograma de Pago de Intereses:	Anualmente, en forma vencida.
Destino de los fondos:	Para uno o más de los siguientes destinos: (i) inversiones en activos físicos y bienes de capital situados en el país (incluyendo sin limitaciones inmuebles que permitan a la sociedad expandir sus inversiones en el sector), (ii) adquisición de fondos de comercio situados en el país, (iii) integración de capital de trabajo en el país, (iv) refinanciación de pasivos, (v) a la adquisición de participaciones sociales, y (vi) a la integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora o financiamiento del giro comercial de su negocio, siempre que el producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados.
Garantía:	Común.
Opción de rescate:	A opción de la entidad por la totalidad, a un precio de rescate equivalente al 101% del capital, más los intereses devengados.

<b>Obligación Negociable Serie XI</b>	
Monto Autorizado:	Por hasta USD 15.000.000 ampliable hasta USD 30.000.000.
Monto Emisión:	A determinar.
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares.
Forma de Integración:	En pesos al tipo de cambio inicial y/o en especie mediante la entrega de las Obligaciones Negociables Elegibles.
Obligaciones Negociables Elegibles	Obligación Negociable Serie IX conforme a la relación de canje indicada en el suplemento de prospecto.
Moneda de Pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable
Fecha de Emisión:	A determinar.
Fecha de Vencimiento:	48 meses desde la fecha de emisión y liquidación.
Amortización de Capital:	33,33% a los 36 meses y el resto a la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa fija nominal anual a determinar.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente
Destino de los fondos:	Para alguno los siguientes destinos: a inversiones en activos físicos y bienes de capital situados en el país, adquisición de fondos de comercio situados en el país, integración de capital de trabajo en el país (incluyendo sin limitación obras de infraestructura) o refinanciación de pasivos, a la integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la Emisora, a la adquisición de participaciones sociales y/o financiamiento del giro comercial de su negocio, cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados.
Garantía:	Común.
Opción de rescate:	A opción de la entidad una vez transcurridos los 18 meses desde la fecha de emisión, por la totalidad, al precio de rescate, el cual es varía según el plazo transcurrido desde la fecha de emisión, más los intereses devengados.

<b>Obligación Negociable Serie XII</b>	
Monto Autorizado:	Por hasta USD 55.000.000 ampliable hasta USD 65.000.000.
Monto Emisión:	A determinar.
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares.
Forma de Integración:	En pesos al tipo de cambio inicial
Moneda de Pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable
Fecha de Emisión:	A determinar.
Fecha de Vencimiento:	120 meses desde la fecha de emisión y liquidación.
Amortización de Capital:	A partir del mes 60 desde la fecha de emisión, en 6 cuotas iguales anuales cada una por un porcentaje de 16,67% del monto de capital con excepción de la última cuota que será del 16,65%.
Intereses:	Tasa fija nominal anual a determinar.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente.
Destino de los fondos:	Para la financiación de la construcción de una Planta de Procesamiento e Industrialización de Maní.
Intereses compensatorios adicionales:	En caso de que la Sociedad no emplee totalmente el producido neto proveniente de la colocación, un interés compensatorio adicional equivalente a una tasa fija nominal anual de 100 bps (cien puntos básicos)
Garantía:	Común.
Opción de rescate:	A opción de la entidad, total o parcialmente, al precio de rescate del capital, el cual es varía según el plazo transcurrido desde la fecha de emisión, más los intereses devengados.

## 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 **2 de noviembre de 2022**, subió a la categoría **A+(arg)** la calificación de Emisor de Largo Plazo de **MSU S.A.** y de las siguientes Obligaciones Negociables previamente emitidas por la compañía:

- Serie IX por hasta USD 10 millones ampliable hasta USD 15 millones.
- Serie X por hasta USD 20 millones ampliable hasta USD 30 millones.

Asimismo, en el mismo consejo, FIX asignó en **A+(arg)** la calificación de las Obligaciones Negociables a ser emitidas

- Serie XI por hasta USD 15 millones ampliable hasta USD 30 millones. y
- Seria XII por hasta USD 55 millones ampliable hasta USD 65 millones a ser emitidas por la compañía.

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 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.

Las calificaciones asignadas se desprenden de 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 Fondo 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. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

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 calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)):

- Estados Contables Consolidados anuales auditados hasta el 30-06-2022 (12 meses) (auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte & CO S.A).
- Suplemento de Precio de emisión de Obligaciones Negociables Serie IX y X.
- Aviso de resultados de colocación de las Obligaciones Negociables Serie IX y X.

Adicionalmente cuenta con la siguiente información privada provista por la compañía

- Información de gestión provista por la empresa.
- Suplemento provisorio de precio de emisión de Obligaciones Negociables Serie XI y XII.

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](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 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 diseminación 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.