FIX (afiliada de Fitch Ratings) sube a A+(arg) la calificación de Emisor de MSU S.A.

3 de noviembre de 2022

FIX (afiliada de Fitch Ratings) sube a A+(arg) la calificación de Emisor de MSU S.A.

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, a la vez que asignó en la misma calificación, A+(arg) Perspectiva Estable, a las Obligaciones Negociables Serie XI y XII a ser emitidas.

FACTORES RELEVANTES EN LA CALIFICACIÓN

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 evitaría 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.

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.

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.

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.

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 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.

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.

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.

SENSIBILIDAD DE 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.

INFORMES RELACIONADOS Y METODOLOGÍA APLICABLE

FIX utilizó el Manual de Calificación de Empresas presentado ante la *Comisión Nacional de Valores* (disponible en www.cnv.gob.ar).

El informe correspondiente se encuentra disponible en nuestra web "www.fixscr.com".

CONTACTOS

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

Cándido Péres
Director Asociado
Candido.perez@fixscr.com
+54 11 5235-8119

Cecilia Minguillón
Senior Director
Cecilia.minguillon@fixscr.com

+54 11 5235-8123

Relación con los Medios: Diego Elespe, Head Comercial y de Desarrollo de Negocios
diego.elespe@fixscr.com +5411 5235-8100/10

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÒN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA “FIX”, ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: 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. 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.

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 son riesgos 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 substituto 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 diseminación 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, pero no 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.