

## MSU S.A. Informe Integral

### Calificaciones

Emisor de largo plazo 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)

ON Serie VIII  
Por hasta USD 10MM,  
ampliable a USD 15MM A-(arg)

Rating Watch (Alerta): Negativo

### Resumen Financiero

Consolidado	31/12/2020	30/6/2020
(\$ miles)	Ult.12 meses	12 Meses
Total Activos	16.505.863	13.187.771
Deuda Financiera	3.651.169	2.811.825
Ingresos	9.401.958	6.116.627
EBITDA	2.209.294	1.629.347
EBITDA (%)	23,5	26,6
Deuda Total / EBITDA	1,7	1,7
Deuda Neta Total / EBITDA	1,4	1,2
EBITDA / Intereses	5,6	5,4

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**  
Gabriela Curutchet  
Director Asociado  
+54 11 5235-8122  
gabriela.curutchet@fixscr.com

#### Analista Secundario

Candido Perez  
Director Asociado  
+54 11 5235-8119  
candido.perez@fixscr.com

#### Responsable del sector

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

### Factores Relevantes de la Calificación

**Asignación de Rating Watch (Alerta) Negativo:** El Rating Watch Negativo refleja el potencial impacto negativo derivado de la comunicación del Banco Central de la República Argentina ("BCRA") "A 7230" a la cual la compañía está expuesta en su ON Serie VII Clase B por un vencimiento en jun-21 por USD 11,1 MM, excediéndose del monto máximo requerido por la normativa de USD 2 MM. La compañía se encuentra planificando una estructura de endeudamiento que le permita obtener el acceso al mercado cambiario de acuerdo a las condiciones prestablecidas por la mencionada normativa. FIX destaca la voluntad del emisor de honrar sus vencimientos, sin embargo el resultado no puede anticiparse.

**Flexibilidad Operativa:** FIX considera que MSU posee una escala considerable en relación a sus pares (135 mil hectáreas para explotación agrícola), amplia flexibilidad operacional dada por una alta porción de costos variables y capacidad de aumentar o disminuir su producción de acuerdo a las condiciones económicas y financieras, donde los campos sembrados alquilados representan el 90% de las hectáreas sembradas totales. El efectivo control de costos, focalización en el negocio de producción, experiencia y trayectoria en el manejo de alquileres de campos ha permitido mantener una estructura de costos eficiente. Si bien la volatilidad del flujo es inherente al negocio, el control de costos ha permitido mantener las necesidades financieras acotadas. El EBITDA a dic-20 (12 meses) fue de USD 31 MM y un margen del 23,5%, superior al promedio de los últimos 5 años (17,8%).

**Generación de fondos no afectada por COVID-19:** el sector agroindustrial ha evidenciado una menor exposición relativa al impacto negativo generado por el COVID-19 comparada con el resto de las industrias. Las compañías del sector fueron consideradas como actividades esenciales durante la pandemia y se espera que su operatoria continúe sin mayores impactos sobre la cadena de pagos. FIX entiende que la campaña 20/21 es buena en términos de área cosechada y rindes, con un nivel de actividad que a la fecha no se ha visto ralentizado. A dic-20 (últimos 12 meses), la compañía reportó un FCO positivo de USD 28 MM, debido a una variación de capital de trabajo negativa por USD 42 MM pero reportando una elevada generación de fondos operativos por USD 70 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.

**Endeudamiento moderado:** Las medidas crediticias de MSU son fuertes, con un ratio deuda/EBITDA de 1,7x a dic-20 igual que jun-20. MSU ha mostrado un acceso a diversas fuentes de financiamiento, y ha mantenido un nivel de apalancamiento bajo el cual le permitirá afrontar los ciclos adversos. En el ciclo de precios favorable actual, la compañía lucirá fuerte, pero FIX entiende que esta flexibilidad lograda le ha permitido ampliar su liquidez y conservar un perfil operacional sano.

### Sensibilidad de la Calificación

FIX monitoreará la evolución de la normativa cambiaria, la respuesta de la autoridad monetaria al plan a presentar por la compañía y la efectiva ejecución de dicho plan. La calificación contempla un endeudamiento bruto en torno a 1.7x y un endeudamiento neto menos inventarios de rápida realización en torno a 0.5x. 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

**Liquidez y estructura de capital:** A dic-20, la deuda ascendía a USD 43 MM que compara con USD 40 MM a jun-20 y se concentra el 65% en el corto plazo. A la misma fecha, el 38% de la deuda se encontraba en moneda extranjera (excluyendo la denominada en dólar y pagaderas en pesos) y el 41% corresponde a préstamos bancarios y el restante a Obligaciones Negociables. La deuda bruta menos IRR era de USD 27 MM y el indicador de deuda total neta menos IRR a EBITDA fue de 0,7x en línea con el promedio histórico. Hacia adelante, FIX espera que la compañía mantenga niveles de endeudamiento netos de IRR en torno a 1x. A pesar de que 65% de la deuda se encuentra concentrado en el corto plazo, la compañía presenta una adecuada liquidez. A dic-20, la compañía contaba con un nivel de inventarios de rápida realización (IRR) por USD 15,7 MM y una caja por USD 6 MM contra una deuda de corto plazo de USD 28MM. La caja e inventarios de rápida realización cubren el 77,5% de la deuda 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 850.000 toneladas de granos y oleaginosas, con un área de aproximadamente entre 130-135 mil has productivas, de las cuales entre 120-125 mil son arrendadas.

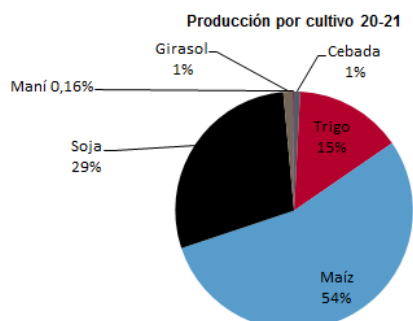
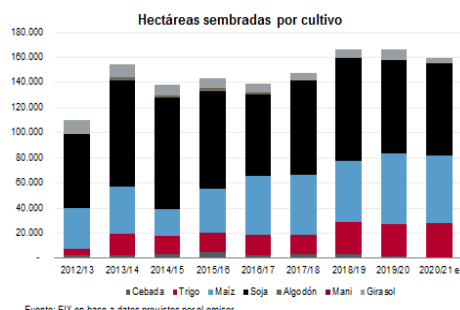
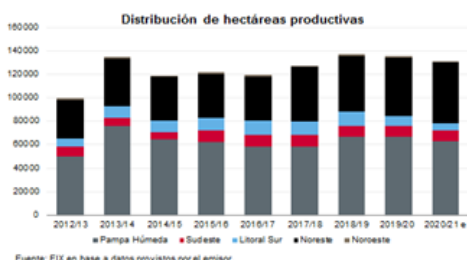
El principal negocio es la explotación agrícola en escala, por medio del arrendamiento de campos y utilización de campos propios, siendo los principales commodities: Soja, Maíz, Girasol, Trigo y Cebada.

En la campaña 2020/21 se sembraron 331 hectáreas de maní con perspectivas de ampliarlas a futuro e incorporar este cultivo dentro del portafolio de MSU.

## 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 50% de las hectáreas productivas se encuentran en la zona de la Pampa Húmeda, seguidas por un 34% 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.

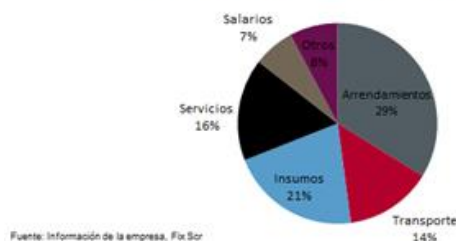


## Estructura de costos

MSU es una empresa intensiva en capital de trabajo. La estructura de costos asociada a arrendamiento, labor de la tierra e insumos y transporte es aproximadamente el 70% de los costos totales, lo que le otorga una adecuada flexibilidad operativa.

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.

**Estructura de costos MSU a dic-20**



## Posición Competitiva

### 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 99,9996% del capital social. MSU Agribusiness Holding SL es una sociedad limitada constituida de conformidad con las leyes de España, e inscrita 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 1322, del libro 58, tomo B de Estatutos Extranjeros. Las personas físicas últimas beneficiarias y quienes forman la voluntad social de MSU Agribusiness Holding S.L., son Manuel Santos De Uribe Larrea Duhau con una participación del 60,4% y Manuel Santos Uribe Larrea Balcarce con una participación del 38,4%. 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.

La campaña agrícola 2020/2021 comenzó en el marco de un pronóstico climático que se caracterizaba por bajas precipitaciones (año "Niña"). Este pronóstico adverso fue confirmado en algunas regiones productivas del país, sobretudo en la zona centro. Igualmente, a finales de enero hubo importantes precipitaciones que permitieron una muy buena recuperación en el potencial de rendimiento de los cultivos de siembra temprana que habían sufrido por el clima seco hasta ese entonces, y mejorar las perspectivas para los cultivos tardíos. Por otra parte, el pronóstico de un clima con mayor cantidad de lluvias hacia el otoño mejoraría las condiciones para la siembra de los cultivos de invierno correspondientes a la próxima campaña 2021/22. A nivel agregado, sin embargo, las potenciales pérdidas productivas serían más que compensadas por la suba en el precio de los commodities. A partir del mes de agosto 2020, comenzó una importante suba del precio global de los principales granos producidos por MSU, lo cual se confirmó en el último trimestre del año. El aumento de precio de los commodities y la depreciación del peso que redujo considerablemente los costos de las operaciones garantizó mejoras en los márgenes de las compañías de dicho sector a pesar de las retenciones a la exportación.

En cuanto al impacto negativo generado por el COVID-19, las compañías del sector agroindustrial son consideradas actividades esenciales y se espera que su operatoria continúe sin mayores impactos sobre la cadena de pagos debido a su menor exposición relativa a los efectos de una segunda ola y confinamiento. Adicionalmente, la compañía se ha adaptado

eficientemente a la nueva situación para poder continuar con normalidad sus actividades. FIX monitoreará la evolución de la monetización de las ventas del sector y niveles de atraso en las cobranzas.

## 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*.

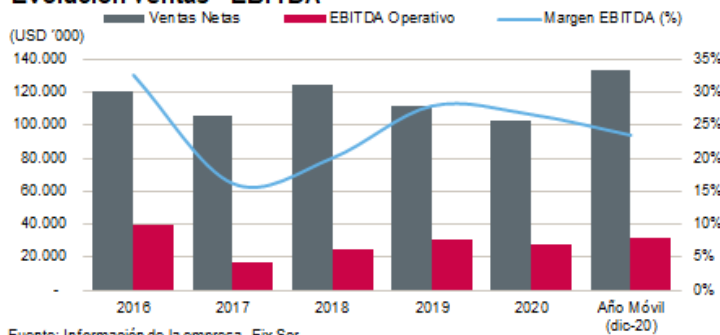
## Perfil Financiero

### 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.

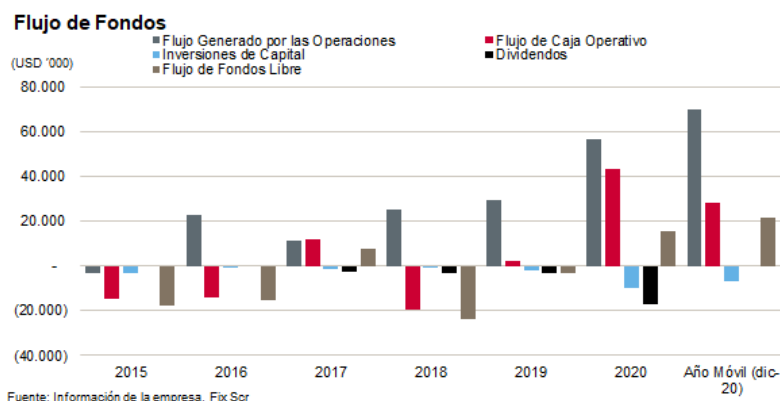
En el año móvil a dic-20, MSU presentó un EBITDA de USD 31 MM y un margen de 23.5%, mayor al promedio histórico de los últimos 5 ejercicios (17,8%). Los ingresos por ventas al cierre del ejercicio anual 2020 (jun-2020) fueron de USD 103 MM. A dic-20 (año móvil), MSU registró un total de ventas por USD 133 MM. Debido a los buenos rindes esperados para el sector agrícola argentino dada a la perspectiva de buenas condiciones climáticas, FIX prevé que para el cierre del ejercicio 2021 el EBITDA sea de aproximadamente USD 40 MM y los márgenes de alrededor del 25-30%.

### Evolución Ventas - EBITDA



## Flujo de fondos

A dic-20 (últimos 12 meses), la compañía reportó una elevada generación de fondos operativos por USD 70 MM que permitió financiar la variación de capital de trabajo negativa por USD 42 MM y arrojar un flujo de caja operativa positivo de USD 28 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.



## Liquidez y estructura de capital

A dic-20, la deuda ascendía a USD 43 MM que compara con USD 40 MM a jun-20 y se concentra el 65% en el corto plazo. A la misma fecha, el 38% de la deuda se encontraba en moneda extranjera (excluyendo la deuda en dólares pagadera en pesos) y el 41% corresponde a préstamos bancarios y el restante a Obligaciones Negociables. La deuda bruta menos IRR era de USD 27 MM y el indicador de deuda total neta menos IRR a EBITDA fue de 0,7x en línea con el promedio histórico. Hacia adelante, FIX espera que la compañía mantenga niveles de endeudamiento netos de IRR en torno a 1x. MSU posee vencimientos de las Obligaciones Negociables en los próximos 6 meses por USD 13,8MM (19% dólares pagados en peso y 81% en dólares).

Las medidas crediticias de MSU son fuertes, con un ratio deuda/EBITDA de 1,7x a dic-20 igual que jun-20. MSU ha mostrado un acceso a diversas fuentes de financiamiento, y ha mantenido un nivel de apalancamiento bajo lo cual le permitirá afrontar los ciclos adversos. En el ciclo de precios favorable actual, la compañía lucirá fuerte, pero FIX entiende que esta flexibilidad lograda le ha permitido ampliar sus fuentes de liquidez y conservar un perfil operacional sano.

La compañía está expuesta en su ON Serie VII Clase a la comunicación del Banco Central de la República Argentina ("BCRA") "A 7230" por un vencimiento en jun-21 por USD 11,1 MM, excediéndose del monto máximo requerido por la normativa de USD 2 MM. La compañía se encuentra trabajando en una estructura de deuda que permita obtener el acceso al mercado cambiario de acuerdo a las condiciones preestablecidas por la mencionada normativa. EL resultado de las negociaciones con los tenedores de los bonos así como la obtención del monto mínimo requerido por las cláusulas de dicha emisión es incierto al omento. FIX destaca la proactividad del emisor y la voluntad de honrar sus vencimientos, sin embargo el resultado no puede anticiparse.



FIX considera que MSU presenta un nivel adecuado de liquidez. A dic-20, la compañía contaba con un nivel de inventarios de rápida realización (IRR) por USD 15,7 MM y una caja por USD 6 MM contra una deuda de corto plazo de USD 28 MM. La caja e inversiones corrientes junto con los IRR cubrían el 77,5% de la deuda corriente.

De acuerdo a información de gestión, la caja al 04/03/21 era de \$ 1,3 millones y en USD 0.6 millones y las inversiones liquidas \$ 122,5 millones.

#### Liquidez - MSU S.A.

USD '000	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Año Móvil (dic-20)
EBITDA Operativo	731	39.245	17.125	24.919	31.102	27.320	31.278
Caja e Inversiones Corrientes	384	6.381	12.231	5.965	15.220	12.827	5.821
Deuda Corto Plazo	36.252	29.453	27.862	12.773	40.988	39.912	28.391
Deuda Largo Plazo	22.787	20.522	18.713	29.544	6.069	-	15.001
Inventarios de Rápida Realización	30.435	25.489	19.756	22.411	30.398	27.535	15.699

#### Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	0,0	1,3	0,6	2,0	0,8	0,7	1,1
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,0	1,5	1,1	2,4	1,1	1,0	1,3
LTM EBITDA + Disponibilidades + IRR / Deuda CF	0,9	2,4	1,8	4,2	1,9	1,7	1,9
IRR + Disponibilidades / Deuda CP	0,9	1,1	1,1	2,2	1,1	1,0	0,8
Deuda Total / LTM EBITDA	80,8	1,3	2,7	1,7	1,5	1,5	1,4

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. 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, a Septiembre 2020)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

	NiIF 84,15 70,63 Año Móvil 12 meses	NiIF 84,15 76,68 dic-20 6 meses	NiIF 70,45 59,64 2020 12 meses	NiIF 42,45 37,94 2019 12 meses	NiIF 28,86 19,43 2018 12 meses	NiIF 16,60 15,45 2017 12 meses	NiIF 14,92 12,01 2016 12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	2.209.294	1.258.419	1.629.347	1.180.020	484.195	264.588	471.243
Margen de EBITDA	23,5	20,0	26,6	27,9	20,0	16,2	32,6
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	65,1	24,9	58,6	27,9	21,2	15,3	27,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	16,1	(1,3)	15,3	(2,8)	(19,2)	7,0	(12,5)
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	13,5	9,1	12,2	10,0	6,5	3,5	3,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,6	5,6	5,4	9,6	5,4	3,8	3,9
EBITDA / Servicio de Deuda	0,8	0,9	0,5	0,6	1,1	0,5	0,8
FGO / Cargos Fijos	13,5	9,1	12,2	10,0	6,5	3,5	3,3
FFL / Servicio de Deuda	0,7	0,1	0,4	0,0	(0,8)	0,3	(0,1)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,9	0,3	0,7	0,3	(0,4)	0,7	0,1
FCO / Inversiones de Capital	4,2	0,8	4,3	1,1	(19,3)	7,9	(16,2)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	0,7	0,9	0,8	1,6	2,1	3,2	1,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,7	1,5	1,7	1,7	2,5	2,9	1,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,4	1,3	1,2	1,1	2,2	2,2	1,4
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	1,7	1,5	1,7	1,7	2,5	2,9	1,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	1,4	1,3	1,2	1,1	2,2	2,2	1,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,3	13,2	11,2	7,6	8,9	9,1	18,7
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	65,4	65,4	100,0	87,1	30,2	59,8	58,9
<b>Balance</b>							
Total Activos	16.505.863	16.505.863	13.187.771	7.783.277	4.837.757	2.795.273	2.529.336
Caja e Inversiones Corrientes	489.783	489.783	903.668	646.083	172.150	203.022	95.199
Deuda Corto Plazo	2.388.919	2.388.919	2.811.825	1.739.937	368.659	462.466	439.438
Deuda Largo Plazo	1.262.250	1.262.250	0	257.608	852.680	310.615	306.190
Deuda Total	3.651.169	3.651.169	2.811.825	1.997.545	1.221.339	773.081	745.629
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.651.169	3.651.169	2.811.825	1.997.545	1.221.339	773.081	745.629
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.651.169	3.651.169	2.811.825	1.997.545	1.221.339	773.081	745.629
Total Patrimonio	4.565.526	4.565.526	3.431.953	2.398.451	1.513.975	789.640	675.663
Total Capital Ajustado	8.216.695	8.216.695	6.243.778	4.395.996	2.735.313	1.562.721	1.421.292
<b>Flujo de Caja</b>							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	4.950.905	1.824.091	3.356.709	1.104.411	490.600	170.478	275.511
Variación del Capital de Trabajo	(2.965.642)	(1.441.561)	(795.091)	(1.012.423)	(874.791)	11.947	(446.195)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.985.264	382.531	2.561.618	91.988	(384.191)	182.425	(170.684)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(468.682)	(466.835)	(589.498)	(80.917)	(19.895)	(23.137)	(10.563)
Dividendos	0	0	(1.033.588)	(128.118)	(60.237)	(44.811)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.516.581	(84.305)	938.532	(117.047)	(464.323)	114.477	(181.247)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	414.857	13.697	31.203	13.352	16.157	5.598	6.913
Otras Inversiones, Neto	44.561	0	59.582	(8.493)	(69)	(5.553)	(9.066)
Variación Neta de Deuda	603.467	730.250	216.675	586.120	417.363	(6.700)	275.107
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(2.879.598)	(1.073.529)	(988.409)	0	0	0	0
Variación de Caja	(300.131)	(413.886)	257.583	473.932	(30.872)	107.822	91.707
<b>Estado de Resultados</b>							
Ventas Netas	9.401.958	6.289.186	6.116.627	4.224.493	2.415.406	1.634.642	1.445.411
Variación de Ventas (%)	53,7	109,4	44,8	74,9	47,8	13,1	97,8
EBIT Operativo	2.081.313	1.191.508	1.513.795	1.069.501	456.145	242.365	460.821
Intereses Financieros Brutos	397.397	224.985	300.681	122.749	88.886	68.927	119.556
Resultado Neto	754.654	631.855	541.478	479.187	329.551	110.332	324.323
<b>Otros Indicadores</b>							
IRR	1.321.023	1.321.023	1.939.874	1.290.382	646.823	327.925	380.303
Deuda Total Neta de IRR	2.330.146	2.330.146	871.951	707.163	574.516	445.156	365.326
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	1,1	0,9	0,5	0,6	1,2	1,7	0,8
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	0,8	0,7	(0,0)	0,1	0,8	0,9	0,6
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	75,8	75,8	101,1	111,3	222,1	114,8	108,2
Deuda Corto Plazo / IRR	1,8	1,8	1,4	1,3	0,6	1,4	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

### Obligaciones Negociables Serie VII Clase A

Monto Autorizado:	USD 8 MM ampliable hasta USD 15 MM
Monto Emisión:	USD 2.699.725
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares, pero suscripta y pagadera en pesos al tipo de cambio aplicable (dólar linked).
Fecha de Emisión:	10 de marzo de 2020
Fecha de Vencimiento:	10 de junio de 2021
Amortización de Capital:	Un solo pago a la fecha de vencimiento
Intereses:	9,00%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo
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:	USD 11.152.017
Moneda de Emisión:	Dólar Americano
Fecha de Emisión:	10 de marzo de 2020
Fecha de Vencimiento:	10 de junio de 2021
Amortización de Capital:	Un solo pago a la fecha de vencimiento
Intereses:	9,00%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

### Obligación Negociable Serie VIII

Monto Autorizado:	Por hasta USD 10 MM ampliable hasta USD 15 MM
Monto Emisión:	USD 15.000.000
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares, pero suscripta y pagadera en pesos al tipo de cambio aplicable (dólar linked).
Fecha de Emisión:	31 de julio de 2020
Fecha de Vencimiento:	31 de julio de 2022
Amortización de Capital:	Un solo pago a la fecha de vencimiento
Intereses:	0,00%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo
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 **31 de marzo de 2021 confirmó\*** en la **Categoría A-(arg)** la calificación de emisor y de los siguientes instrumentos emitidos 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.
- Obligaciones Negociables Serie VIII por hasta USD 10 MM ampliable hasta USD 15 MM.

Se asignó Rating Watch (Alerta) Negativo.

**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)".

**Rating Watch (alerta):** una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Negativo" en caso de una potencial baja. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. El disparador del RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo, un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza. 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.

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.

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

## Fuentes

La presente 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)) y privado:

- Balances trimestrales auditados hasta el 31-12-2020 (auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte & CO S.A).
- Información de gestión provista por la empresa.
- Suplementos de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables: Serie VII.
- Suplemento de Precio de emisión de Obligaciones Negociables Serie VIII.

**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 LÍDER 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 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, 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.