

# MSU S.A.

## Factores relevantes de la calificación

**ON Serie X:** FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX - confirmó las calificaciones de Emisor de Largo Plazo de MSU S.A. (MSU) en A(arg) y de las Obligaciones Negociables Serie IX previamente emitidas por la compañía. A su vez, asignó en la misma categoría A(arg) la calificación de las Obligaciones Negociables Serie X por hasta USD 20 millones ampliable a USD 30 millones a ser emitidas. La calificación considera 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, sumado a su bajo nivel de endeudamiento (Deuda neta-IRR/EBITDA de 0,4x en el año móvil a marzo 2022) y una sólida cobertura de intereses (EBITDA/intereses de 11,7x en el año móvil a marzo 2022). El EBITDA promedio de los últimos cuatro años fiscales resultó en torno a los USD 30 millones y le permitió lograr un apalancamiento neto/EBITDA cercano a 1x.

**Buenos fundamentos del negocio:** MSU posee una escala considerable en relación a sus pares, con 165 mil hectáreas sembradas en la campaña 2021/2022, principalmente en la pampa húmeda (49%) y en el noreste (41%), con un 90% de las hectáreas 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 móvil a marzo 2022 resultó en USD 74 millones con un margen del 31,9%, 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 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.

**Flujo de Fondos Libre positivo:** En el año móvil a marzo 2022, la compañía reportó un Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo de USD 11 millones. 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. Además, considera la política de dividendos que en ciertos períodos impactó en el flujo de fondos libre resultando este negativo. Por su parte, al plan de inversiones en el Noreste destinadas a ampliar la infraestructura y capacidad operativa en la región, por USD 5 millones a USD 10 millones, se incorpora la compra de activos productivos en la región con el objetivo de incrementar las hectáreas propias. La inversión estimada es de alrededor de USD 20-25 millones y será financiada mediante la emisión de la Obligación Negociable Serie X. Considerando las inversiones y una política de dividendos conservadora, el flujo de fondos libre continuaría siendo neutro/positivo durante el corriente ejercicio.

**Endeudamiento bajo:** Las métricas crediticias de MSU son fuertes, con un ratio Deuda/EBITDA de 0,8x en el año móvil a marzo 2022 y Neto de IRR en 0,4x. MSU ha mostrado un acceso a diversas fuentes de financiamiento, y ha mantenido en los últimos 5 años un nivel de apalancamiento neto entre 2,2x y 0,7x, el cual le permite afrontar los ciclos adversos. En el ciclo de precios favorable actual, la compañía lucirá fuerte. FIX entiende que 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).

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor Largo Plazo	A(arg)
ON Serie IX por hasta USD10 MM, ampliable a USD 15 MM	A(arg)
ON Serie X por hasta USD20 MM, ampliable a USD 30 MM	A(arg)

Perspectiva **Estable**

### Resumen Financiero

MSU S.A.		
Consolidado	31/03/2022	30/06/2021
(\$ miles*)	Año móvil	12 Meses
Total Activos	32.742.938	21.368.979
Deuda Financiera	6.159.994	4.516.175
Ingresos	23.234.442	12.858.693
EBITDA	7.415.130	2.694.169
EBITDA (%)	31,9	21,0
Deuda Total / EBITDA (x)	0,8	1,7
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	0,7	1,4
(Deuda Total -IRR) / EBITDA (x)	0,6	0,7
(Deuda Neta Total -IRR) / EBITDA (x)	0,4	0,4
EBITDA / Intereses (x)	11,7	6,0

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

### Criterios Relacionados

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

### Informes Relacionados

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

### Analistas

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

Analista Secundario  
 Gustavo Avila  
 Senior Director  
[gustavo.avial@fixscr.com](mailto:gustavo.avial@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8146

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

## Sensibilidad de la calificación

La calificación contempla un endeudamiento bruto promedio en torno a 1,5x y un endeudamiento neto menos inventarios de rápida realización en torno a 0,5x. Los siguientes factores de forma individual o conjunta podrían producir una baja en la calificación: una reducción importante y persistente en el flujo de caja operativo derivados de reducidos rindes y/o precios durante un ciclo adverso prolongado; cambios en la flexibilidad operativa, empobrecimiento en la estructura de deuda; sustancial crecimiento del costo de financiamiento o un incremento de la deuda total considerable sin ser acompañado por un crecimiento del EBITDA podrían derivar en una reducción de la calificación.

En tanto, un fuerte crecimiento en la escala de producción o el desarrollo de un segmento diferente de negocios sin impactar en las métricas crediticias que derive en un aumento sostenido del EBITDA sin pérdida de márgenes, podría implicar un cambio de calificación.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Muy buena liquidez:** 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), cubriendo los últimos seis años la totalidad de la Deuda de Corto Plazo (a marzo 2022 en 1,1x). Hacia adelante, FIX estima que la compañía continuará con muy buenos niveles de liquidez con deuda concentrada en el corto plazo cercana al 60%.

## 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 de aproximadamente entre 136 mil hectáreas, de las cuales entre 126 mil son arrendadas, y le permiten sembrar 165 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 y Cebada.

### Producción Agrícola

MSU desarrolla su actividad de producción agrícola en campos propios y campos alquilados en las principales zonas productivas del país (Pampa Húmeda, Sudeste, Litoral Sur y Noreste).

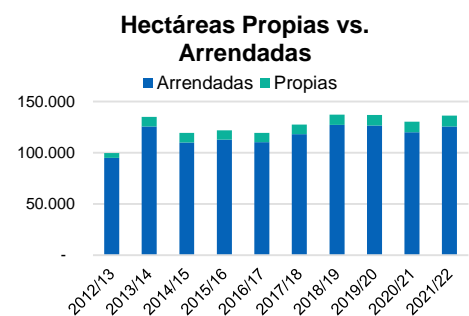
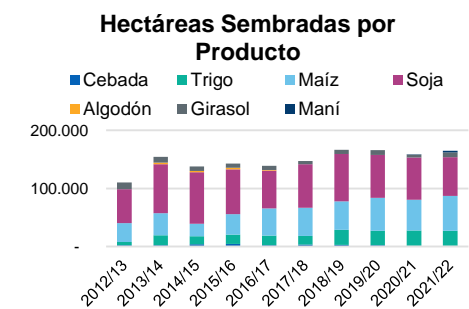
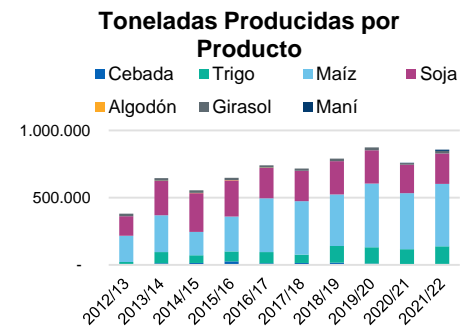
Aproximadamente, el 49% de las hectáreas productivas se encuentran en la zona de la Pampa Húmeda, seguidas por un 41% en el Noreste. MSU posee una adecuada diversificación geográfica. La compañía intenta disminuir los riesgos de producción (climático) mediante la diversificación geográfica de las tierras 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

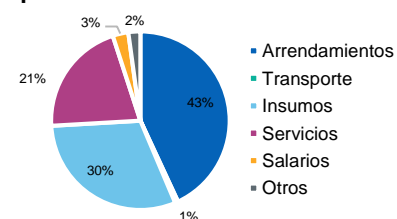
MSU es una empresa intensiva en capital de trabajo. La estructura de costos asociada a arrendamiento, labor de la tierra e insumos y transporte fueron históricamente aproximadamente del 70% de los costos totales, lo que le otorga una adecuada flexibilidad operativa. A junio 2021 y marzo 2022 dichos costos representaron un 61% y 75% respectivamente, aumentando su participación debido al 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.

### 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



### Estructura de costos de producción marzo 2022



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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 1.322, 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 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, si bien no se espera un efecto Niña como en las últimas dos campañas, en el inicio de la nueva campaña la falta de lluvias podría llevar a demoras en la siembra y cambios en el mix de cultivos, con mayor participación de soja.

## 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

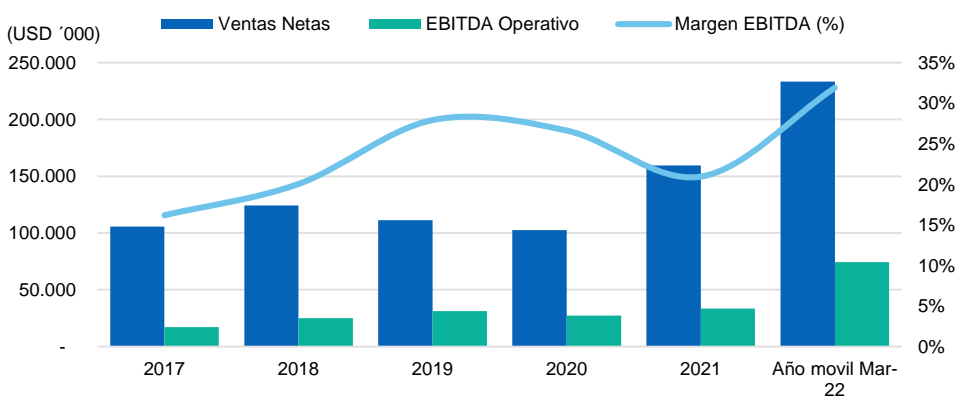
### Rentabilidad

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 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 13% alcanzando un nivel de 856 mil toneladas producto de mayor área sembrada, un 4% aproximadamente y un 8% de mejora de los rindes promedio.

En el año móvil a marzo 2022, MSU presentó un EBITDA de USD 74 millones y un margen de 31,9%, 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. 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

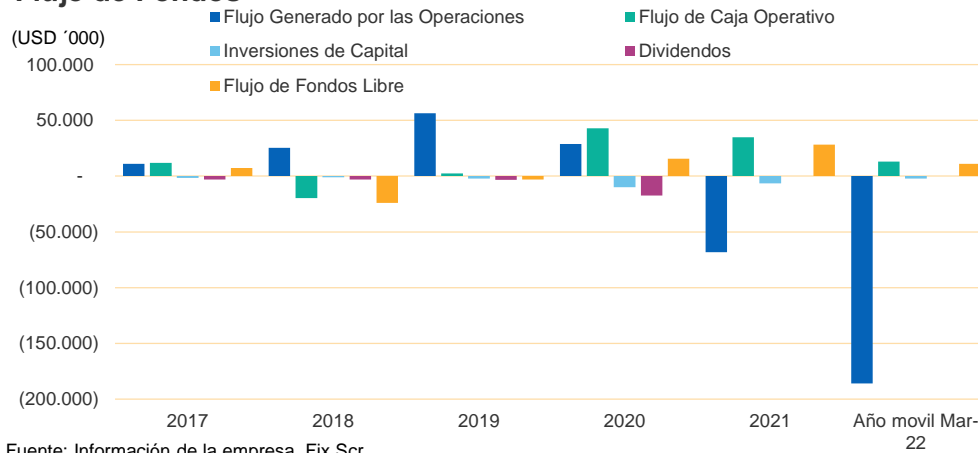
### Flujo de Fondos

Desde 2020 la compañía continúa mostrando Flujo de Fondos Libres (FFL) positivos derivada de una buena generación de Flujos de Caja Operativos (FCO). En el año móvil a marzo 2022, la compañía reportó un positivo de USD 11 millones.

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.

Considerando las inversiones y una política de dividendos conservadora, FIX entiende que el flujo de fondos libre continuaría siendo neutro/positivo durante el corriente ejercicio.

### Flujo de Fondos

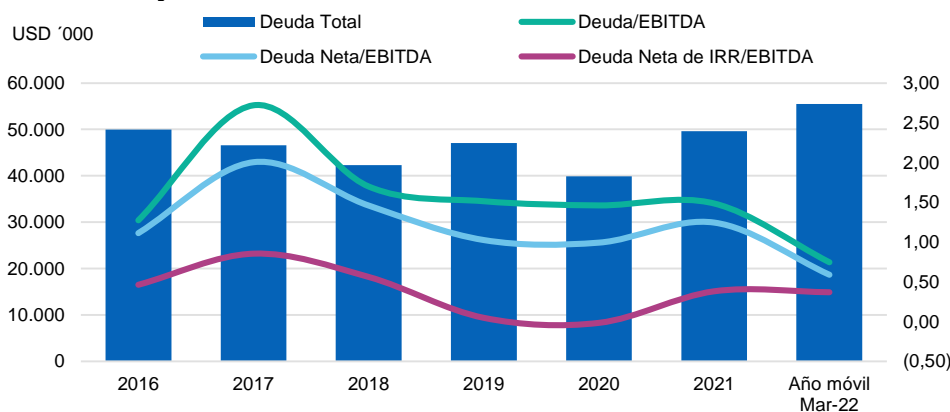


### Estructura de capital

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 marzo 2022 la compañía continúa mostrando métricas crediticias fuertes con un ratio Deuda/EBITDA de 0,8x en el año móvil a marzo 2022 y Neto de IRR en 0,4x., lo que le permitirá afrontar los ciclos adversos de forma más cómoda.

FIX entiende que 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).

### 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 Marzo 2022, la Deuda de Corto Plazo alcanzaba los USD 25 millones mientras que la Caja e Inversiones Corrientes sumaba USD 12 millones y los IRR unos USD 16 millones.

Hacia adelante FIX estima que la compañía continuará con muy buenos niveles de liquidez con deuda concentrada en el corto plazo cercana al 60%.

#### Liquidez - MSU S.A.

USD '000	2017	2018	2019	2020	2021	Año móvil (Mar-22)
EBITDA Operativo	17.125	24.919	31.102	27.320	33.406	74.448
Caja e Inversiones Corrientes	12.231	5.965	15.220	12.827	8.034	11.878
Deuda Corto Plazo	27.862	12.773	40.988	39.912	25.394	25.268
Deuda Largo Plazo	18.713	29.544	6.069	-	24.198	30.238
Deuda Total	46.575	42.317	47.056	39.912	49.592	55.506
IRR	19.756	22.411	30.398	27.535	28.875	16.250

Indicadores de Liquidez	2017	2018	2019	2020	2021	Año móvil (Mar-22)
EBITDA / Deuda CP	0,6	2,0	0,8	0,7	1,3	2,9
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	1,1	2,4	1,1	1,0	1,6	3,4
EBITDA + Disponibilidades + IRR / Deuda CP	1,8	4,2	1,9	1,7	2,8	4,1
IRR + Disponibilidades / Deuda CP	1,1	2,2	1,1	1,0	1,5	1,1
Deuda Total / EBITDA	2,7	1,7	1,5	1,5	1,5	0,7
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	60%	30%	87%	100%	51%	46%

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

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	NIIF
Período	Año Móvil	mar-22	2021	2020	2019	2018	2017
	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	7.415.130	7.167.874	2.694.169	1.629.347	1.180.020	484.195	264.588
EBITDAR Operativo	7.415.130	7.167.874	2.694.169	1.629.347	1.180.020	484.195	264.588
Margen de EBITDA	31,9	36,0	21,0	26,6	27,9	20,0	16,2
Margen de EBITDAR	31,9	36,0	21,0	26,6	27,9	20,0	16,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(109,5)	(48,8)	(54,9)	32,4	51,5	21,2	15,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,7	(4,4)	17,7	15,3	(2,8)	(19,2)	7,0
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	(28,3)	(16,1)	(11,4)	6,7	18,4	6,5	3,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	11,7	14,5	6,0	5,4	9,6	5,4	3,8
EBITDA / Servicio de Deuda	2,2	2,8	1,0	0,5	0,6	1,1	0,5
FGO / Cargos Fijos	(28,3)	(16,1)	(11,4)	6,7	18,4	6,5	3,5
FFL / Servicio de Deuda	0,5	(0,2)	1,0	0,4	0,0	(0,8)	0,3
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,9	0,2	1,3	0,7	0,3	(0,4)	0,7
FCO / Inversiones de Capital	6,3	(4,5)	5,4	4,3	1,1	(19,3)	7,9
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	(0,3)	(0,6)	(0,9)	1,4	0,9	2,1	3,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	0,6	1,7	1,7	1,7	2,5	2,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,7	0,5	1,4	1,2	1,1	2,2	2,2
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	0,8	0,6	1,7	1,7	1,7	2,5	2,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	0,7	0,5	1,4	1,2	1,1	2,2	2,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,8	12,3	10,8	11,2	7,6	8,9	9,1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	45,5	45,5	51,2	100,0	87,1	30,2	59,8
<b>Balance</b>							
Total Activos	32.742.938	32.742.938	21.368.979	13.187.772	7.783.277	4.837.757	2.795.273
Caja e Inversiones Corrientes	1.318.148	1.318.148	731.672	903.668	646.083	172.150	203.022
Deuda Corto Plazo	2.804.207	2.804.207	2.312.517	2.811.825	1.739.937	368.659	462.466
Deuda Largo Plazo	3.355.787	3.355.787	2.203.658	0	257.608	852.680	310.615
Deuda Total	6.159.994	6.159.994	4.516.175	2.811.825	1.997.545	1.221.339	773.081
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	6.159.994	6.159.994	4.516.175	2.811.825	1.997.545	1.221.339	773.081
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	6.159.994	6.159.994	4.516.175	2.811.825	1.997.545	1.221.339	773.081
Total Patrimonio	10.531.452	10.531.452	5.053.919	3.431.953	2.398.451	1.513.975	789.640
Total Capital Ajustado	16.691.446	16.691.446	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)	(18.518.496)	(8.442.350)	(5.505.347)	1.720.583	2.139.186	490.600	170.478
Variación del Capital de Trabajo	19.824.620	7.718.353	8.308.805	841.037	(2.047.197)	(874.791)	11.947
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.306.124	(723.997)	2.803.458	2.561.620	91.989	(384.191)	182.425

Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(207.202)	(159.866)	(523.461)	(589.498)	(80.917)	(19.895)	(23.137)
Dividendos	0	0	0	(1.033.588)	(128.118)	(60.237)	(44.811)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.098.922	(883.863)	2.279.998	938.534	(117.046)	(464.323)	114.477
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	398.591	395.206	19.576	31.203	13.352	16.157	5.598
Otras Inversiones, Neto	4.949	0	4.949	59.582	(8.493)	(69)	(5.553)
Variación Neta de Deuda	(1.483.323)	1.076.234	(1.578.283)	216.675	586.120	417.363	(6.700)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	1.742.641	0	0	(988.409)	0	0	0
Variación de Caja	1.761.778	587.577	726.239	257.585	473.933	(30.872)	107.822
<b>Estado de Resultados</b>							
Ventas Netas	23.234.442	19.906.376	12.858.693	6.116.627	4.224.493	2.415.406	1.634.642
Variación de Ventas (%)	80,7	108,9	110,2	44,8	74,9	47,8	13,1
EBIT Operativo	7.729.687	7.295.574	2.777.404	1.513.795	1.069.501	456.145	242.365
Intereses Financieros Brutos	631.551	493.987	445.454	300.681	122.749	88.886	68.927
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	4.642.310	4.500.161	1.338.437	541.478	479.187	329.551	110.332
<b>Otros Indicadores</b>							
IRR	1.803.358	1.803.358	2.629.530	1.939.874	1.290.382	646.823	327.925
Deuda Total Neta de IRR	4.356.636	4.356.636	1.886.645	871.951	707.163	574.516	445.156
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	0,6	0,5	0,7	0,5	0,6	1,2	1,7
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	0,4	0,3	0,4	(0,0)	0,1	0,8	0,9
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	111,3	111,3	145,3	101,1	111,3	222,1	114,8
Deuda Corto Plazo / IRR	1,6	1,6	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, pero suscripta y pagadera en pesos al tipo de cambio aplicable (dólar linked).
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.
Intereses:	Tasa nominal anual del 4%.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral, en las siguientes fechas: 24 de noviembre de 2021, 24 de febrero de 2022, 24 de mayo de 2022, 24 de agosto de 2022, 24 de noviembre de 2022, 24 de febrero de 2023, 24 de mayo de 2023 y 24 de julio de 2023.
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo.

<b>Obligación Negociable Serie X</b>	
Monto Autorizado:	Por hasta USD 20.000.000 ampliable hasta USD 30.000.000.
Monto Emisión:	A determinar.
Moneda de Emisión:	Denominada, suscripta y pagadera en dólares.
Fecha de Emisión:	A determinar.
Fecha de Vencimiento:	A los 24 meses desde la fecha de emisión y liquidación.
Amortización de Capital:	En un solo pago a la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa nominal anual fija a determinar.
Cronograma de Pago de Intereses:	Se pagarán anualmente, en forma vencida, en las fechas que se informarán en el Aviso de Resultados.
Destino de los fondos:	Para uno o más de los siguientes destinos a (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.

## 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 septiembre de 2022**, confirmó\* en **A(arg)** la calificación de Emisor de Largo Plazo de **MSU S.A.** y de las Obligaciones Negociables Serie IX por hasta USD 10 millones ampliable hasta USD 15 millones.

En el mismo consejo, FIX asignó en **A(arg)** la calificación Obligaciones Negociables Serie X por hasta USD 20 millones ampliable hasta USD 30 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.

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

### 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 trimestrales auditados hasta el 31-03-2022 (9 meses) (auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte & CO S.A).
- Estados Contables Consolidados anuales auditados hasta el 30-06-2021 (12 meses) (auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte & CO S.A).
- Suplemento de Precio de emisión de Obligaciones Negociables Serie IX
- Aviso de resultados de colocación de las Obligaciones Negociables Serie IX.

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 X.

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 calificadoras-, 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.