

### MSU S.A.

#### Informe de Actualización

#### Calificaciones

Emisor	BBB+(arg)
ON Serie VI por h/ USD 10 MM(ampliable hasta USD 15 MM)	BBB+(arg)

**Perspectiva:**  
Estable

#### Resumen Financiero

Consolidado	31/12/2017	30/06/2017
\$ miles	6 meses	12 meses
Total Activos	3.002.836	2.795.273
Deuda Total	999.234	773.081
Ingresos	935.536	1.634.642
EBITDA	89.888	264.588
EBITDA (%)	9,6	16,2
Deuda Total / EBITDA	5,6x	2,9x
(Deuda Total – IRR) / EBITDA	4,3x	1,7x
(Deuda Neta Total – IRR) / EBITDA	3,9x	0,9x
EBITDA/Intereses	3,0x	3,8x

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**  
Martín Frugone  
Analista  
+54 11 5235-8137  
[martin.frugone@fixscr.com](mailto:martin.frugone@fixscr.com)

**Analista Secundario**  
Mirley Jové  
Analista  
+54 11 5235-8119  
[mirley.jove@fixscr.com](mailto:mirley.jove@fixscr.com)

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

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Elevado apalancamiento operativo:** MSU es el primer productor agropecuario del país en términos de hectáreas gerenciadas, con ventas proyectadas cercanas a 700.000 toneladas. Para la campaña 2017/18, el 93% de las hectáreas productivas de MSU (131.831) fueron arrendadas, esto presiona la estructura de costos e incrementa la volatilidad del negocio, ya que el arrendamiento es un cargo que aumenta su apalancamiento operativo.

**Volatilidad de precios y riesgo climático parcialmente mitigado:** Esperamos que MSU presente un EBITDA de USD 14 MM para la campaña 17/18. Si bien un 9% de la superficie sembrada se vio afectada por el estrés hídrico, la diversificación geográfica y la suba de precios interna permitieron compensar la situación. La calificación contempla la volatilidad de la actividad agropecuaria expuesta a la variación de los precios internacionales y a variables climáticas que afectan los rindes de cada campaña, factores que impactan en la previsibilidad del flujo operativo de la compañía. MSU contrata anualmente un paquete de seguros climáticos y cubre posición de precios en el mercado de futuros que le permiten morigerar el riesgo.

**Altas necesidades de capital de trabajo:** El resultado operativo y Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de MSU siguen la estacionalidad propia del negocio y demandan a lo largo del ciclo la financiación de fuertes necesidades de capital de trabajo. Esto se encuentra parcialmente mitigado por la existencia de Inventarios de Rápida Realización (IRR) y buen acceso al financiamiento. A diciembre 2017, el FGO fue negativo por USD 0,5 MM y las necesidades de capital de trabajo fueron de USD 15 MM.

**Bajo riesgo de descalce de moneda:** A pesar de contar con la mayor parte de su deuda denominada en dólares, la empresa enfrenta un bajo riesgo de descalce de moneda debido a que el precio de su producto está dolarizado. Una devaluación tendría efectos positivos sobre la rentabilidad de corto plazo de la empresa por una reducción de los costos en moneda local.

#### Sensibilidad de la Calificación

La calificación incorpora un entorno operacional más constructivo que mejora los fundamentos del negocio y el acceso al financiamiento. Fix considera que la debilidad de los indicadores patrimoniales y las oscilaciones en la generación interna de fondos está parcialmente mitigada por la liquidez que brindan los IRR. La calificación podría verse afectada de forma negativa ante un atraso cambiario que presione la estructura de costos operativos o ante cambios en la regulación que afecten negativamente la industria. En el mediano plazo una reducción de su endeudamiento que derive en una estructura de capital más conservadora y una disminución de su apalancamiento operativo podrían llegar a tener un impacto crediticio positivo.

#### Liquidez y Estructura de Capital

**Buena liquidez soportada por inventarios de rápida realización:** A diciembre 2017, MSU presenta una buena posición de liquidez USD 4 MM y un elevado nivel de IRR USD 12 MM, que cubrían en un 64% la deuda corriente. Asimismo, la compañía cuenta con acceso a líneas bancarias que le otorga flexibilidad para cubrir las necesidades financieras de corto plazo.

**Apalancamiento cíclico:** Si bien la deuda presenta estacionalidad propia del negocio, esperamos que la compañía continúe disminuyendo de forma gradual el nivel de deuda. A diciembre 2017 la deuda ascendía a USD 53 MM, 53% era deuda corriente. La deuda bruta menos IRR asciende a USD 41 MM y el indicador de deuda libre de IRR a EBITDA es de 4,0x, lo que refleja tanto la ciclicidad de la deuda como la de sus ingresos. A la misma fecha, la cobertura de intereses medida por EBITDA fue de 3,0x.

## Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a diciembre 2017 se calculan anualizando los resultados semestrales. Los IRR se calculan al 80%.

### Resumen Financiero - MSU S.A.

(miles de ARS\$, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

#### Rentabilidad

	NIIF 18,77	NIIF 16,60	NIIF 14,92	NIIF 9,09	NIIF 8,13
	dic-17	2017	2016	2015	2014
	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
EBITDA Operativo	89.888	264.588	471.243	6.292	111.089
Margen de EBITDA	9,6	16,2	32,6	0,9	14,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	1,0	14,1	38,1	7,4	22,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(37,4)	5,9	(2,4)	(18,9)	(3,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	5,5	15,1	67,9	(14,0)	36,3

#### Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	0,7	3,2	4,5	0,8	2,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,4	3,8	3,9	0,1	1,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,5	0,8	0,0	0,4
FGO / Cargos Fijos	0,7	3,2	4,5	0,8	2,3
FFL / Servicio de Deuda	(1,2)	0,3	0,2	(0,2)	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,1)	0,7	0,3	(0,1)	0,3
FCO / Inversiones de Capital	(20,9)	7,1	(2,3)	(4,3)	0,1

#### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	28,1	3,5	1,4	8,8	2,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,6	2,9	1,6	85,3	3,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,1	2,2	1,4	84,7	3,2
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	5,6	2,9	1,6	85,3	3,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	5,1	2,2	1,4	84,7	3,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,0	9,1	18,7	16,2	18,1
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	47,0	59,8	58,9	61,4	54,2

#### Balance

Total Activos	3.002.836	2.795.273	2.529.336	1.377.035	1.298.175
Caja e Inversiones Corrientes	77.727	203.022	95.199	3.492	45.676
Deuda Corto Plazo	469.615	462.466	439.438	329.403	217.932
Deuda Largo Plazo	529.618	310.615	306.190	207.054	183.911
Deuda Total	999.234	773.081	745.629	536.457	401.843
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	999.234	773.081	745.629	536.457	401.843
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	999.234	773.081	745.629	536.457	401.843
Total Patrimonio	805.166	789.640	675.663	279.480	295.027
Total Capital Ajustado	1.804.399	1.562.721	1.421.292	815.937	696.870

#### Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(8.965)	151.761	421.845	(15.416)	87.858
Variación del Capital de Trabajo	(267.507)	11.947	(446.195)	(96.588)	(83.292)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(276.472)	163.708	(24.350)	(112.004)	4.566
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(13.205)	(23.137)	(10.563)	(26.015)	(33.430)
Dividendos	(60.237)	(44.811)	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(349.914)	95.760	(34.913)	(138.019)	(28.864)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	2.806	5.598	6.913	3.682	1.896
Otras Inversiones, Neto	(69)	(5.553)	(9.066)	(2.977)	(2.726)
Variación Neta de Deuda	221.882	12.017	128.773	95.099	65.975
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(125.295)	107.822	91.707	(42.215)	36.281

#### Estado de Resultados

Ventas Netas	935.536	1.634.642	1.445.411	730.711	795.772
Variación de Ventas (%)	0,7	13,1	97,8	(8,2)	82,8
EBIT Operativo	76.018	242.365	460.821	(2.745)	105.063
Intereses Financieros Brutos	26.722	68.927	119.556	76.060	66.382
Resultado Neto	44.230	110.332	324.323	(40.273)	83.228

#### Otros Indicadores

IRR	223.186	327.925	380.303	276.551	223.855
Deuda Total Neta de IRR	776.048	445.156	365.326	259.906	177.988
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	4,3	1,7	0,8	41,3	1,6
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	3,9	0,9	0,6	40,8	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 VI

Monto Autorizado:	USD 15.000.000
Monto Emisión:	USD 15.000.000
Moneda de Emisión:	Dólar Americano
Fecha de Emisión:	9 de agosto de 2017
Fecha de Vencimiento:	4 de octubre de 2019
Amortización de Capital:	Un solo pago a la fecha de vencimiento
Intereses:	5%
Cronograma de Pago de Intereses:	04/11/2017, 04/02/2018, 04/05/2018, 04/08/2018, 04/11/2018, 04/02/2019, 04/05/2019, 04/08/2019 y 04/10/2019
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos
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 **12 de marzo de 2018 confirmó\*** en la **Categoría BBB+(arg)** la calificación de emisor y la calificación de los siguientes instrumentos emitidos por MSU S.A.:

- Obligaciones Negociables Serie VI por hasta USD 10 millones (ampliable a USD 15 MM).

La perspectiva es **Estable**.

**Categoría BBB(arg):** "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

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

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 11 de diciembre de 2017 disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com). El informe contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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 auditados hasta el 31-12-2017 (auditor externo a la fecha del último balance: KPMG).
- Suplementos de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Serie VI.
- Información de gestión provista por la empresa.

**Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

[HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

**Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.**

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o 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.