

MSU S.A. (MSU)

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor de largo plazo BBB+(arg)
ON Serie VI por USD 15 mill. BBB+(arg)

Rating Watch (Alerta)

Negativo

Resumen Financiero

Consolidado (\$ miles)	31/03/2018 LTM	30/06/2017 12 Meses
Total Activos	3.404.283	2.795.273
Deuda Financiera	1.137.884	773.081
Ingresos	2.096.484	1.634.642
EBITDA	335.833	264.588
EBITDA (%)	16,0	16,2
Deuda Total / EBITDA	3,4	2,9
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	2,6	1,7
(Deuda Neta Total - IRR) / EBITDA	2,4	0,9
EBITDA / Intereses	6,8	3,8

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Criterios 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

Analista Secundario:

Pablo Andrés Artusso
Director Asociado
(+54 11) 5235 - 8119
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del Sector:

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

Factores Relevantes de la Calificación

Rating Watch (Alerta) Negativo: FIX asignó Rating Watch (Alerta) Negativo a MSU S.A. luego del hecho relevante publicado ante la Comisión Nacional de Valores, de fecha 7 de agosto 2018, que manifiesta la licencia del Presidente de dicha compañía. FIX mantendrá la alerta hasta que se despejen las incertidumbres referidas a las acciones judiciales de público conocimiento.

Sólida posición de liquidez soportada por IRR: Al 8 de agosto de 2018, MSU presenta una sólida posición de liquidez de USD 43,5 millones (USD 5 millones en caja y USD 38,5 millones en IRR) que le permiten afrontar los próximos tres meses sin necesidades de financiamiento. Para enero 2019, que es el pico de endeudamiento, esperamos que la compañía necesite fondos adicionales por USD 8 millones.

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 92% de las hectáreas productivas de MSU (127.709) fueron arrendadas, esto presiona la estructura de costos e incrementa la volatilidad del negocio. El arrendamiento es un cargo que aumenta su apalancamiento operativo.

Volatilidad de precios y riesgo climático parcialmente mitigado: Esperamos que MSU presente ventas de USD 144 millones y un EBITDA de USD 21 millones para la campaña 17/18. La calificación contempla la volatilidad de la actividad agropecuaria expuesta a la variación de los precios internacionales y a factores climáticos, factores que impactan en la previsibilidad del Flujo Generado por las Operaciones (FGO). Para morigerar el riesgo, MSU contrata anualmente un paquete de seguros climáticos y cubre posición de precios en el mercado de futuros.

Altas necesidades de capital de trabajo: El resultado operativo y el FGO de MSU siguen la estacionalidad propia del negocio y presenta fuertes necesidades de financiar capital de trabajo. Esto se encuentra parcialmente mitigado por la existencia de IRR. A marzo 2018, el FGO fue positivo de USD 11 millones y las necesidades de capital de trabajo fueron de USD 34 millones. A la misma fecha la compañía repartió dividendos por la suma de USD 3,3 millones, exhibiendo un Flujo de Fondos Libres negativo de USD 27 millones.

Bajo riesgo de descalce de moneda: A pesar de contar con 97% 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

El factor que podría llevar a una acción de calificación negativa es la limitación en el financiamiento disponible que pueda debilitar la liquidez, con impacto en su generación de fondos esperado. No vislumbramos una suba de calificación en el corto plazo.

Liquidez y Estructura de Capital

Apalancamiento cíclico: A marzo 2018, la deuda ascendía a USD 56,5 millones, 45% era deuda corriente. La deuda bruta menos IRR asciende a USD 44 millones y el indicador de deuda libre de IRR a EBITDA es de 1,9x. A la misma fecha, la cobertura de intereses medida con EBITDA fue de 7,7x.

Anexo I - Resumen Financiero

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

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	Año Móvil	mar-18	2017	2016	2015
	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	335.833	316.032	264.588	471.243	6.292
Margen de EBITDA	16,0	16,7	16,2	32,6	0,9
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	10,9	10,9	14,1	38,1	7,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	(14,6)	(25,8)	5,9	(2,4)	(18,9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	20,9	34,4	15,1	67,9	(14,0)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	4,9	5,9	3,2	4,5	0,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,8	7,7	3,8	3,9	0,1
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	6,8	7,7	3,8	3,9	0,1
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,6	0,5	0,8	0,0
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,6	0,6	0,5	0,8	0,0
FGO / Cargos Fijos	4,9	5,9	3,2	4,5	0,8
FFL / Servicio de Deuda	(0,5)	(1,1)	0,3	0,2	(0,2)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,3)	(0,9)	0,7	0,3	(0,1)
FCO / Inversiones de Capital	(11,8)	(27,6)	7,1	(2,3)	(4,3)

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	4,7	3,5	3,5	1,4	8,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,4	2,7	2,9	1,6	85,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,1	2,5	2,2	1,4	84,7
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	3,4	2,7	2,9	1,6	85,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	3,1	2,5	2,2	1,4	84,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,0	5,7	9,1	18,7	16,2
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	44,6	44,6	59,8	58,9	61,4

Balance

Total Activos	3.404.283	3.404.283	2.795.273	2.529.336	1.377.035
Caja e Inversiones Corrientes	81.378	81.378	203.022	95.199	3.492
Deuda Corto Plazo	506.982	506.982	462.466	439.438	329.403
Deuda Largo Plazo	630.903	630.903	310.615	306.190	207.054
Deuda Total	1.137.884	1.137.884	773.081	745.629	536.457
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.137.884	1.137.884	773.081	745.629	536.457
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.137.884	1.137.884	773.081	745.629	536.457
Total Patrimonio	1.080.838	1.080.838	789.640	675.663	279.480
Total Capital Ajustado	2.218.722	2.218.722	1.562.721	1.421.292	815.937

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	191.965	201.406	151.761	421.845	(15.416)
Variación del Capital de Trabajo	(418.946)	(613.848)	11.947	(446.195)	(96.588)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(226.981)	(412.442)	163.708	(24.350)	(112.004)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(19.313)	(14.957)	(23.137)	(10.563)	(26.015)
Dividendos	(60.237)	(60.237)	(44.811)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(306.531)	(487.637)	95.760	(34.913)	(138.019)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	16.372	15.839	5.598	6.913	3.682
Otras Inversiones, Neto	(643)	(69)	(5.553)	(9.066)	(2.977)
Variación Neta de Deuda	294.331	350.222	12.017	128.773	95.099
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	3.529	(121.644)	107.822	91.707	(42.215)

Estado de Resultados

Ventas Netas	2.096.484	1.887.440	1.634.642	1.445.411	730.711
Variación de Ventas (%)	28,3	32,4	13,1	97,8	(8,2)
EBIT Operativo	304.853	295.076	242.365	460.821	(2.745)
Intereses Financieros Brutos	49.331	40.842	68.927	119.556	76.060
Resultado Neto	225.800	241.558	110.332	324.323	(40.273)

Otros Indicadores

IRR	249.873	249.873	327.925	380.303	276.551
Deuda Total Neta de IRR	888.012	888.012	445.156	365.326	259.906
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	2,6	2,1	1,7	0,8	41,3
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	2,4	1,9	0,9	0,6	40,8

Anexo II - Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- 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.
- LTM: Últimos doce meses.
- CAGR: Tasa anual de Crecimiento Compuesto (TACC).
- IRR: Inventarios de Rápida Realización.
- FIX: FIX SCR S.A.(afiliada de Fitch Ratings)
- Commodities: Bienes transables.

Anexo III - Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Clase/Serie IV

Monto Autorizado:	USD 15.000.000,00
Monto Emisión:	USD 15.000.000,00
Moneda de Emisión:	Dólar Americano
Fecha de Emisión:	4 de Agosto de 2017
Fecha de Vencimiento:	4 de Octubre de 2019
Amortización de Capital:	Un solo pago a la fecha del vencimiento
Tasa de Interés:	5,00%
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **9 de agosto de 2018 confirmó*** en la **Categoría BBB+(arg)** la calificación de emisor y la calificación del siguiente instrumento emitido por MSU S.A.:

- Obligaciones Negociables Serie VI por USD 15 millones.

A la misma fecha, se asignó **Rating Watch (alerta) Negativo**.

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)".

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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 11 de diciembre de 2017 disponible en 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 periodo 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.

Fuente de información

Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró, entre otros, información de carácter privado:

- Información de gestión.

Y la siguiente información pública disponible en www.cnv.gob.ar:

- Balance General Auditado (último 30.06.2017).
- Estados contables trimestrales auditados (último 30.03.2018).
- Hechos Relevantes presentados y publicados ante la CNV.
- Programa Global de Emisión de las Obligaciones Negociables.
- Suplemento de precios de las Obligaciones Negociables.

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.