

Sectores Agropecuario, Alimentos y Bebidas y Consumo

Informe Especial

Nombre de la compañía	Calificación del Emisor	Perspectiva
Agropecuario		
Alianza Semillas	A3 (ARG)	
Asociados Don Mario	A+ (ARG)	Estable
Inversora Juramento	BBB+ (ARG)	Estable
LIAG Argentina	A- (ARG)	Estable
MSU	A (ARG)	Estable
Rizobacter	A- (ARG)	Estable
Los Grobo Agropecuaria S.A.	A-(ARG)	Positiva
Alimentos y Bebidas		
Arcor SAIC	AA+ (ARG)	Estable
Molinos Río de la Plata	AA- (ARG)	Estable
OVOPROT	BBB+ (ARG)	Estable
Regional Trade	A3 (ARG)	
San Miguel	A+ (ARG)	Estable
Consumo Masivo		
Big Bloom	BBB (ARG)	Negativa
Cosas Nuestras	BBB (ARG)	Negativa
Grimoldi	BBB+ (ARG)	Estable
Santiago Saenz	A2	
S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia 1 *		

Consumo con tendencia a la baja: El índice de confianza al consumidor mostró un fuerte deterioro luego del salto devaluatorio del peso del pasado enero y no ha logrado recuperarse a los niveles previos. La mayor incertidumbre respecto a la evolución del entorno económico reinstaló las discusiones respecto de la evolución de las principales variables macro afectando fundamentalmente las expectativas de inflación y de ingreso disponible y en forma casi inmediata el consumo de bienes durables. FIX identifica la persistente presión sobre los márgenes operativos como el desafío principal de los emisores en estos sectores.

Limitado crecimiento del cash flow esperado: Dentro del portafolio calificado por FIX en los sectores Agropecuario, Alimentos y Bebidas y Consumo masivo, el crecimiento esperado en el cash flow operacional estará limitado por una serie de razones que tienen que ver más con lo macro que con los *Fundamentals* del negocio, como por ejemplo los controles cambiarios, restricciones a las importaciones, el cambiante entorno económico y altas tasas de interés. Sin embargo, esta volatilidad podría generar algunas condiciones favorables para el consumo de ciertos bienes en el corto plazo.

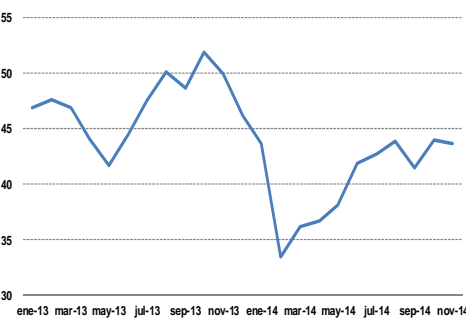
Aún con capacidad de acomodar las inversiones: Las compañías de los sectores de consumo han mostrado históricamente flexibilidad para operar en los ciclos negativos, ya sea acomodando las necesidades de capital de trabajo e inversiones o directamente recortando costos. El menor flujo esperado para repago de deuda esta mayormente mitigado por un moderado apalancamiento. Luego de las lecciones aprendidas en la última crisis, las compañías mantienen estructuras de deuda más conservadoras. La mediana del ratio de apalancamiento (medido como Deuda Total/EBITDA) en los sectores Agropecuario, Alimentos y Bebidas y Consumo masivo es de alrededor de 2 veces.

Vulnerabilidad a variaciones en la tasa de interés: Gran parte de la deuda está concentrada en el corto plazo (mediana de deuda corriente es 70%). Las compañías del agro poseen una cobertura natural que mitiga el riesgo de refinanciación, dada por la liquidez que le otorga su stock de granos. Sin embargo, la volatilidad de tasas impone mayor incertidumbre al costo que deberán afrontar en las próximas cosechas o para financiar el próximo ciclo operativo. En la mayor parte, la deuda en el Mercado de Capitales es una porción menor de la deuda total y las refinanciaciones son escalonadas con las entidades bancarias correspondientes. La estrategia de esperar una mejora en las condiciones de mercado no está libre de riesgos.

Coberturas de intereses podrían deteriorarse: Fix anticipa ciertas bajas en las coberturas de intereses dada la alta porción de deuda en el corto plazo, pasible de ser refinanciada. La mediana actual del portafolio calificado en los sectores Agropecuario, Alimentos y Bebidas y Consumo Masivo es de 2.7 veces (x). El deterioro en las coberturas podría imponer mayor presión a la baja de las calificaciones.

Mayor vulnerabilidad de "BBB" y menores: El portafolio de FIX se distribuye entre emisores con calidad crediticia diversa, desde 'AA+(arg) hasta BBB(arg). Los de calidad crediticia superior reflejan negocios más robustos con posición dominante, mayor diversificación geográfica o de mix de productos. Si bien todos son grado de inversión, los emisores calificados BBB o menos poseen más dificultades al momento de refinanciar su deuda.

Índice de Confianza del Consumidor Nacional (ICC)



Fuente: información de la empresa en base a UTDT

Analistas

Cecilia Minguillon, Senior Director
5235-8123
cecilia.Minguillon@fixscr.com

Gabriela Catri, Director
5235-8129
gabriela.catri@fixscr.com

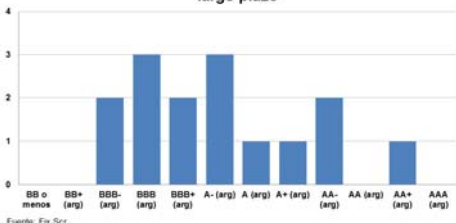
Melisa Casim, Analista
5235-8127
melisa.casim@fixscr.com

Felicitas Orsatti, Analista
5235-8135
felicitas.orsatti@fixscr.com

Factores de Riesgo que afectan la calidad créditicia

- **Incertidumbre cambiaria:** los cambios en la política monetaria y en las normas de control cambiario obstaculizan las operaciones de las compañías en general en cuanto al acceso y el costo de sus principales insumos.
- **Debilitamiento de la demanda:** la erosión del aumento generalizado de precios sobre el salario real y altas tasas de interés allanarían el camino hacia un mayor debilitamiento de la demanda.
- **Costo materias Primas versus Ingresos:** una alta proporción de costos dolarizados afecta el planeamiento en el mediano plazo dada la volatilidad del tipo de cambio.
- **Costo financiero en dólares y en pesos:** fundamentalmente afectando a todo el sector, especialmente a las compañías con más dificultades para acceder al mercado de capitales.

Distribución de las calificaciones de emisor de largo plazo



Factores adversos que afectan las calificaciones en las distintas industrias

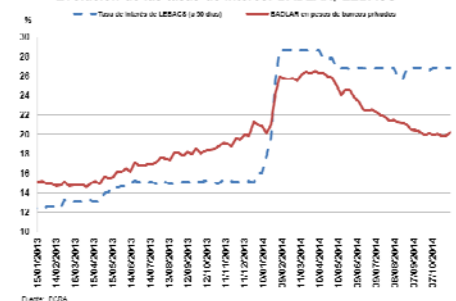
Definitivamente el entorno operativo impone un sin número de obstáculos a las operaciones de la mayoría de las compañías del sector agropecuario, alimentos y bebidas y de consumo masivo. Con todo, estos sectores han mostrado cierta resistencia a la baja ya sea por su capacidad de reducir algunos costos y defender los márgenes operativos o por su conservadurismo financiero.

Menor flujo esperado para el sector agropecuario. La baja en los precios internacionales de los commodities afectará la generación de fondos de las compañías productoras. En un escenario de rindes promedio, se prevé que los márgenes operativos de estas compañías se vean impactados, debido a que la alta inflación en el mercado local desacopla los costos laborales y de insumos de los precios internacionales de los granos. Las calificaciones del sector incorporan la volatilidad propia de la industria y en general poseen menor tolerancia al endeudamiento estructural. Mientras este sector está en su mayor parte mejor protegido que otros ante un proceso devaluatorio, la volatilidad en las tasas de interés y la incertidumbre de los costos en dólares son dos factores adversos que deberán sortear en las próximas campañas.

Mayor estabilidad esperada para compañías de alimentos y bebidas. El principal riesgo que enfrentan las compañías en el sector de alimentos y bebidas es el del impacto de una inflación creciente sobre sus márgenes operativos, en un año donde se prevé se desacelere el crecimiento la demanda. Se prevé que las compañías privilegien la optimización de su estructura de costos, postergando inversión de expansión o adquisiciones. En general, las compañías del segmento calificadas por FIX poseen estructuras de capital conservadoras, con perfiles de vencimientos algo más largo que aquellas pertenecientes a la industria del Agro o Consumo Masivo.

Expectativas de desaceleración en el consumo. Las compañías del sector consumo masivo enfrentaran un ambiente operacional desafiante en los próximos 12 meses. La menor confianza del consumidor y la demanda deprimida junto con un nivel elevado de inflación erosionan la capacidad de generación de fondos a la vez que disminuyen la habilidad para recortar inversiones ante la mayor competencia. En este escenario, la perspectiva es estable sólo para aquellas compañías con estructuras de capital conservadoras y probada flexibilidad financiera.

Evolución de las tasas de interés: BADLAR, LEBACS



Resumen financiero de los últimos 12 meses a Jun-14. (ARS miles)

Nombre de la compañía	Calificación del Emisor	Perspectiva	Ventas	Margen (%)	Deuda Total	Caja e inversiones corrientes	Flujo de Fondos Libres (FFL)	FFL Margen (%)	EBITDA/ Intereses Financieros Brutos (%)	Deuda Total Con Deuda Asimilable al Patrimonio/ EBITDA (%)	Liquidez total **
Agropecuario											
Alianza Semillas	A3 (ARG)		28.413	9,5	15.169	7.025	2.055	7,2	2,5	1,4	17.474
Asociados Don Mario	A+ (ARG)	Estable	1.285.388	24,0	728.266	205.223	37.544	2,9	2,4	2,4	205.223
Inversora Juramento	BBB+ (ARG)	Estable	455.122	5,1	304.401	2.739	(228.090)	neg.	0,3	13,2	2.739
LIAG Argentina	A- (ARG)	Estable	858.401	18,9	371.038	46.371	(138.758)	neg.	3,5	2,3	46.371
MSU	A (ARG)	Estable	795.772	14,0	401.843	45.676	(28.864)	neg.	1,7	3,6	45.676
Rizobacter	A- (ARG)	Estable	601.520	31,1	254.120	9.756	(109.109)	neg.	3,6	1,4	9.890
Los Grobo Agropecuaria S.A.	A-(ARG)	Positiva	2.268.831	10,9	1.030.655	66.021	(393.207)	neg.	1,1	4,2	66.021
Alimentos y Bebidas											
Arcor SAIC	AA+ (ARG)	Estable	20.708.798	10,3	5.305.202	1.092.469	(724.137)	neg.	3,4	2,5	1.092.469
Molinos Rio de la Plata	AA- (ARG)	Estable	23.873.939	5,0	4.205.073	723.220	1.637.834	6,9	1,9	3,5	723.220
OVOPROT	BBB+ (ARG)	Estable	175.814	9,9	35.250	12.776	(6.557)	neg.	1,6	2,0	12.776
Regional Trade	A3 (ARG)		156.934	14,7	22.623	3.764	13.070	8,3	3,2	1,0	3.764
San Miguel	A+ (ARG)	Estable	1.207.986	45,6	1.061.315	79.848	108.072	8,9	4,3	1,9	79.848
Consumo Masivo											
Big Bloom	BBB (ARG)	Negativa	271.534	15,6	47.000	7.276	(12.708)	neg.	2,8	0,6	7.276
Cosas Nuestras	BBB (ARG)	Negativa	138.868	16,2	26.779	815	(8.864)	neg.	2,7	1,2	8.452
Grimoldi	BBB+ (ARG)	Estable	1.328.052	16,3	176.047	52.185	(792)	neg.	3,1	0,8	52.185
Santiago Saenz	A2		249.735	10,4	69.009	3.636	(21.615)	neg.	2,4	2,7	11.986
S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia 1 *			13.422.185	6,1	479.187	148.317	90.523	0,7	10,7	0,6	148.317

* Calificación de las acciones ordinarias

**Se tiene en cuenta caja y equivalentes más inversiones corrientes

Resumen de liquidez de los últimos 12 meses a Jun-14. (ARS miles)

Nombre de la compañía	Calificación del Emisor	Perspectiva	Flujo de Fondos Libres (FFL)	Caja e inversiones corrientes	Liquidez total **	Deuda Total	Vencimiento de la Deuda 2015	% Deuda corriente	% Deuda de largo plazo
Agropecuario									
Alianza Semillas	A3 (ARG)		2.055	7.025	17.474	15.169	14.270	94%	6%
Asociados Don Mario	A+ (ARG)	Estable	37.544	205.223	205.223	728.266	584.422	80%	20%
Inversora Juramento	BBB+ (ARG)	Estable	(228.090)	2.739	2.739	304.401	133.288	44%	56%
LIAG Argentina	A- (ARG)	Estable	(138.758)	46.371	46.371	371.038	217.589	59%	41%
MSU	A (ARG)	Estable	(28.864)	45.676	45.676	401.843	217.932	54%	46%
Rizobacter	A- (ARG)	Estable	(109.109)	9.756	9.890	254.120	204.527	80%	20%
Los Grobo Agropecuaria S.A.	A-(ARG)	Positiva	(393.207)	66.021	66.021	1.030.655	729.868	71%	29%
Alimentos y Bebidas									
Arcor SAIC	AA+ (ARG)	Estable	(724.137)	1.092.469	1.092.469	5.305.202	1.092.469	21%	79%
Molinos Rio de la Plata	AA- (ARG)	Estable	1.637.834	723.220	723.220	4.205.073	2.404.152	57%	43%
OVOPROT	BBB+ (ARG)	Estable	(6.557)	12.776	12.776	35.250	27.751	79%	21%
Regional Trade	A3 (ARG)		13.070	3.764	3.764	22.623	21.707	96%	4%
San Miguel	A+ (ARG)	Estable	108.072	79.848	79.848	1.061.315	759.592	72%	28%
Consumo Masivo									
Big Bloom	BBB (ARG)	Negativa	(12.708)	7.276	7.276	47.000	32.993	70%	30%
Cosas Nuestras	BBB (ARG)	Negativa	(8.864)	815	8.452	26.779	18.408	69%	31%
Grimoldi	BBB+ (ARG)	Estable	(792)	52.185	52.185	176.047	99.761	57%	43%
Santiago Saenz	A2		(21.615)	3.636	11.986	69.009	49.577	72%	28%
S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia	1 *		90.523	148.317	148.317	479.187	323.131	67%	33%

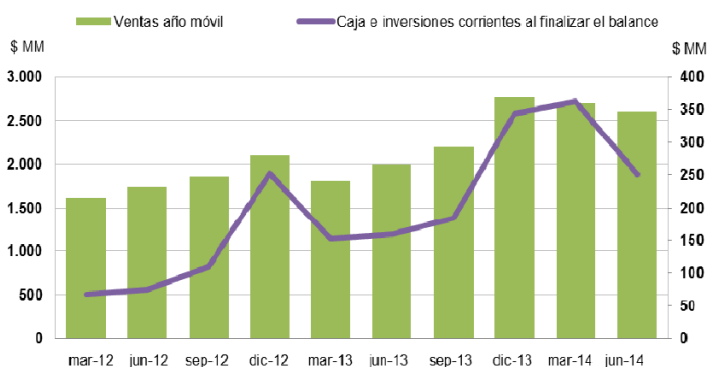
* Calificación de las acciones ordinarias

**Se tiene en cuenta caja y equivalentes más inversiones corrientes

Tendencias- Sector Agropecuario

Ventas y liquidez

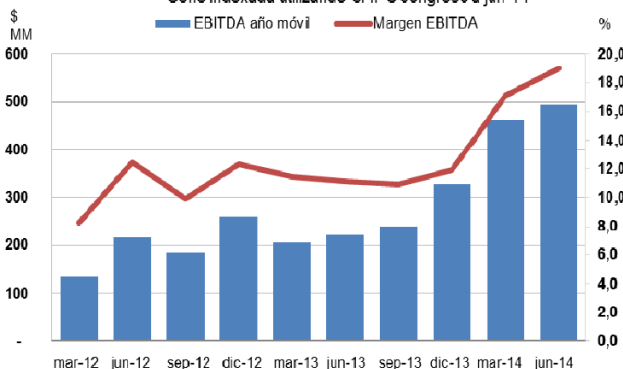
Serie indexada utilizando el IPC congreso a jun-14



Fuente: FIX SCR

EBITDA Y Margen de EBITDA

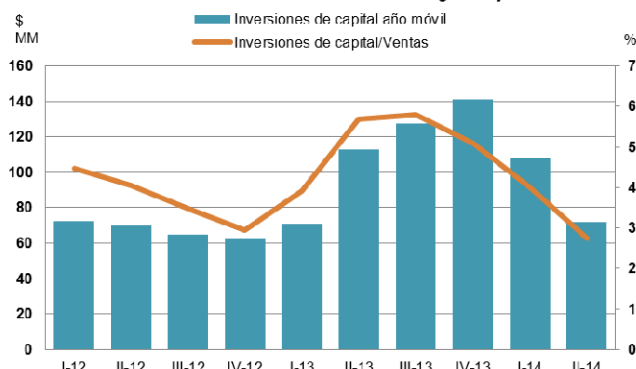
Serie indexada utilizando el IPC congreso a jun-14



Fuente: FIX SCR

Inversiones de Capital

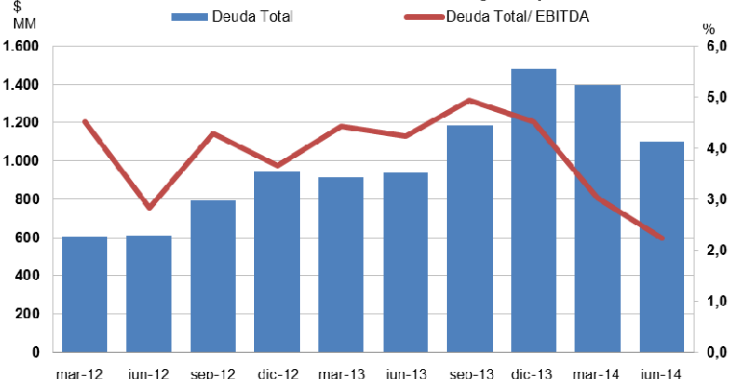
Serie indexada utilizando el IPC congreso a jun-14



Fuente: FIX SCR

Deuda Total y apalancamiento

Serie indexada utilizando el IPC congreso a jun-14



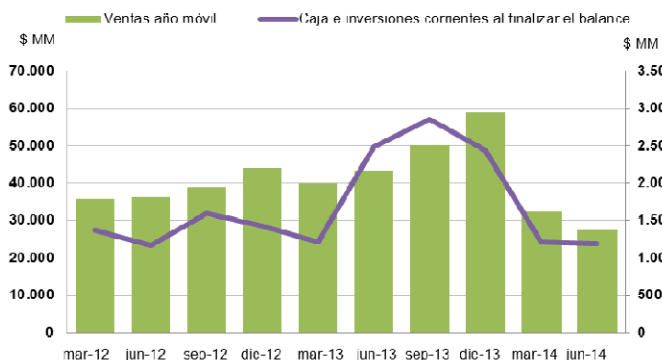
Fuente: FIX SCR

En el Sector Agropecuario no se tuvo en cuenta MSU, Rizobacter, Los Grobo Agropecuarias y Alianza Semillas por recientes cambios en las normas contables.

Tendencias- Alimentos y Bebidas

Ventas y liquidez

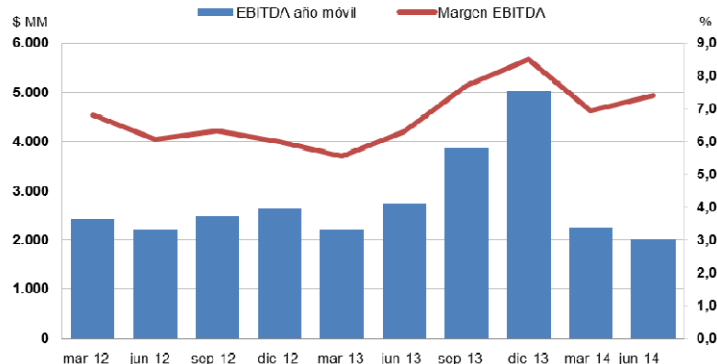
Serie indexada utilizando el IPC congreso a jun-14



Fuente: FIX SCR

EBITDA Y Margen de EBITDA

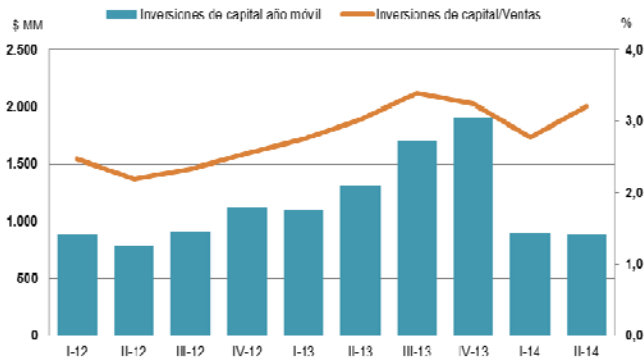
Serie indexada utilizando el IPC congreso a jun-14



Fuente: FIX SCR

Inversiones de Capital

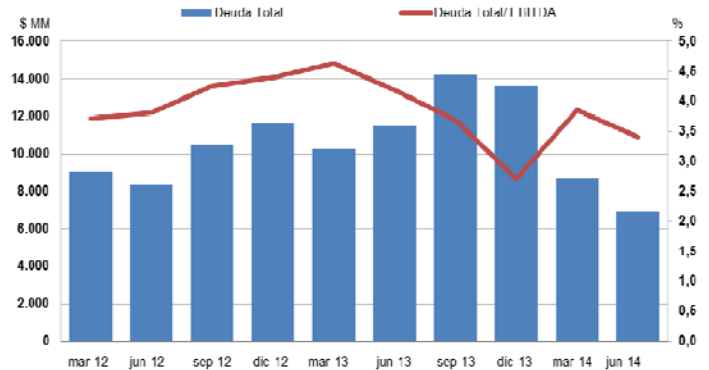
Serie indexada utilizando el IPC congreso a jun-14



Fuente: FIX SCR

Deuda Total y apalancamiento

Serie indexada utilizando el IPC congreso a jun-14

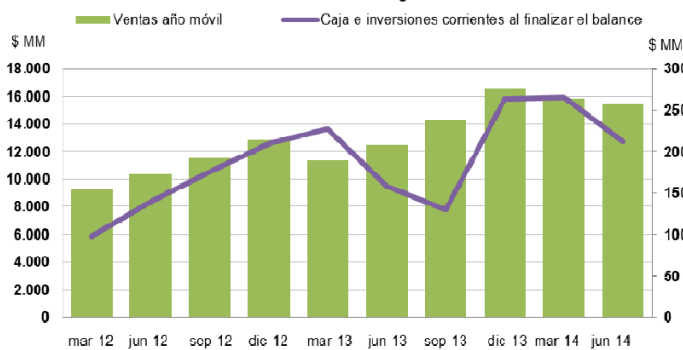


Fuente: FIX SCR

Tendencias- Consumo Masivo

Ventas y liquidez

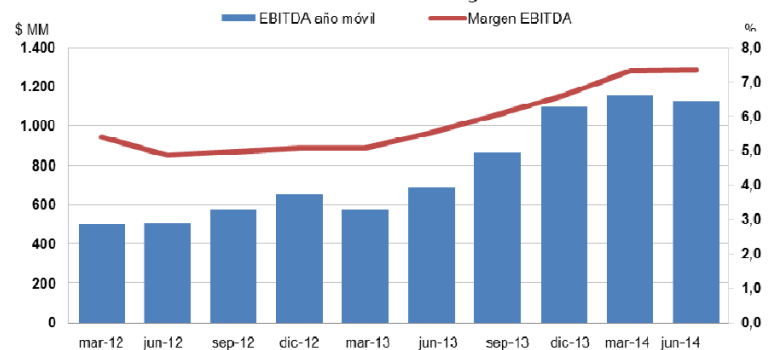
Serie indexada utilizando el IPC congreso a dic-13



Fuente: FIX SCR

EBITDA Y Margen de EBITDA

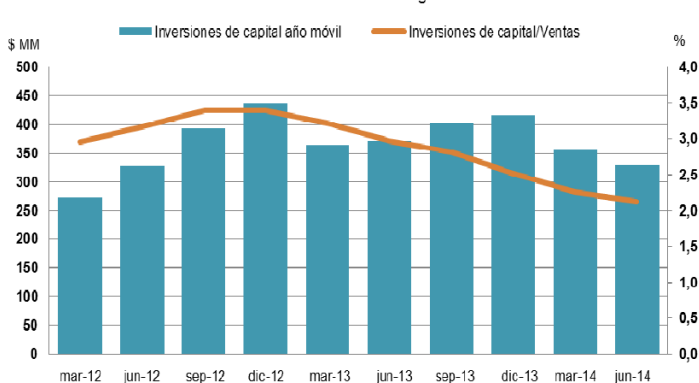
Serie indexada utilizando el IPC congreso a dic-13



Fuente: FIX SCR

Inversiones de Capital

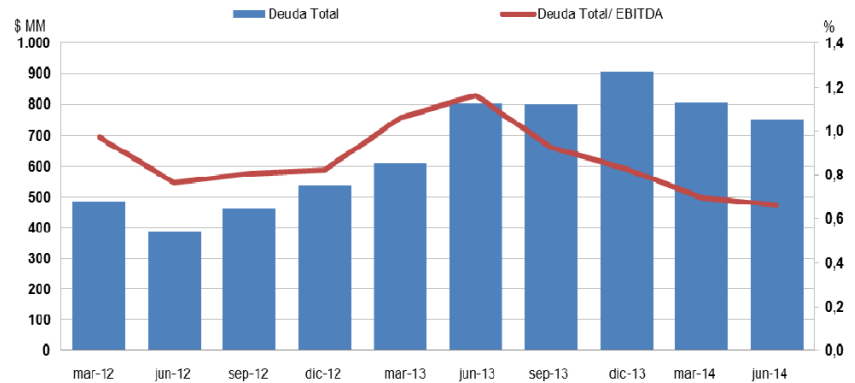
Serie indexada utilizando el IPC congreso a dic-13



Fuente: FIX SCR

Deuda Total y apalancamiento

Serie indexada utilizando el IPC congreso a dic-13



Fuente: FIX SCR

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://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.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..

Derechos de autor © 2014 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial 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 factual 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 factual 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 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. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, 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 futuros 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 se proporciona "tal cual" 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. 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 contactos. 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 cualquier tipo. Las calificaciones 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 70.000 (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 150.000 (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 mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. 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.