

# Hijos de Salvador Muñoz S.A. (HSM)

## Factores relevantes de la calificación

**Obligaciones Negociables Clase IV:** FIX confirmó en categoría A(arg), Perspectiva Estable, la calificación de Emisor de Largo Plazo y de las Obligaciones Negociables (ON) emitidas por la compañía y asignó en la misma categoría a las ON Clase IV a ser emitidas por la compañía. El instrumento a emitir será denominado en moneda dólar estadounidense, por un plazo de 18 meses desde la fecha de emisión y con una tasa de interés fija a licitar. La amortización del capital es al vencimiento, mientras que los intereses devengarán de manera semestral. El uso de los fondos será para financiar capital de trabajo y refinanciar pasivos de corto plazo.

**Sólido perfil operativo:** La compañía presenta un sólido perfil operativo derivado de su trayectoria y posicionamiento en el sector agropecuario argentino y su diversificación de segmentos de negocios con una elevada y sostenida demanda, tanto en el mercado local como el mercado externo, siendo una empresa integrada, desde la producción y el procesamiento hasta la comercialización. Como consecuencia de lo anterior la compañía ha presentado un sostenido incremento de sus ventas hasta el ejercicio 2024 en virtud del desarrollo y consolidación de los negocios, principalmente conservas y bananas, aunque con una caída de ventas del 14% (medido en dólares) en 2025 como consecuencia de las adversidades climáticas sufridas, con un impacto en los márgenes siendo de USD 13 millones el EBITDA al cierre fiscal 2025 con un margen del 17% (versus 22% del 2024). A enero 2026 (Año Móvil), las ventas aumentaron un 21% con respecto al 2025 y con mejora en los márgenes en torno a lo esperado, siendo el margen EBITDA del 19,7% (USD 18 millones, medido en dólares), levemente por encima del 19% promedio de los últimos 5 años, a partir de la muy buena producción de porotos de la actual campaña.

**Diversificación de productos agropecuarios y unidades de negocio e integración vertical:** HSM presenta un menor riesgo operativo en comparación a pares de la industria debido a un sólido y creciente portafolio de tierras propias y sus diferentes segmentos de negocio. En los últimos años, la compañía ha buscado la diversificación de su negocio principal vinculado a la producción, exportación (indirecta) y procesamiento de Porotos, siendo uno de los líderes en Argentina de este segmento, logrando reducir significativamente la exposición a este negocio en virtud del desarrollo y consolidación de los otros, principalmente Conservas y Bananas. Los otros segmentos de negocio principales son Hortalizas, Ganadería/Feedlot, Bananas y Conservas de pimientos y tomates. Estos últimos permiten estabilizar los flujos a lo largo del año y afrontar los ciclos adversos del segmento de Porotos. Adicionalmente, la compañía está verticalmente integrada y abarca todas las etapas del proceso productivo desde la finca, la industrialización y la comercialización. Participa en todas las etapas, lo que le permite mitigar en parte los riesgos inherentes a esta industria. HSM cuenta con capacidad propia de almacenaje y distribución que asegura un sistema de distribución eficiente en todos los productos.

**Exposición al riesgo climático:** HSM se ha enfocado en el negocio de la producción agrícola ganadera en la región del Noroeste Argentino (NOA). La compañía se encuentra expuesta al riesgo climático, principalmente de sequía, ya que la región productiva se caracteriza por un clima subtropical húmedo, con una estación seca. El riesgo climático es mitigado a través de la diversificación de negocios, la extensión de sus tierras y el conocimiento local sobre aquellas fincas más aptas (con menor exposición a heladas). La empresa ha seleccionado fincas libres de helada para los cultivos intensivos (hortalizas y bananas) y destinó hectáreas propias a la producción de bananas debido a los altos niveles de inversión y tecnología requeridos. Además, la compañía cuenta con un sistema de explotación bajo invernadero y de riego por goteo que disminuye el riesgo climático.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	A(arg)
ON Clase III Serie I	A(arg)
ON Clase III Serie II	A(arg)
ON Clase IV	A(arg)
Perspectiva	Estable

### Resumen Financiero

#### Hijos de Salvador Muñoz S.A. (HSM)

Consolidado	31/01/2026	30/04/2025
(\$ millones constantes a enero-2026)	Año Móvil	12 meses
Total Activos	184.707	167.262
Deuda Financiera	60.625	49.929
Ingresos	134.865	108.721
EBITDA	26.467	17.987
EBITDA (%)	19,6	16,5
Deuda Total / EBITDA (x)	2,3	2,8
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	2,2	2,6
EBITDA / Intereses (x)	3,9	3,6

### Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, marzo 2024](#)

### Informes Relacionados

[Estadísticas Comparativas: Empresa Argentinas, noviembre 2025.](#)

### Analistas

Analista Principal  
 Justo Hernandez  
 Analista  
[ijusto.hernandez@fixscr.com](mailto:ijusto.hernandez@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8100

Analista Secundario  
 Lisandro Sabarino  
 Director  
[Lisandro.sabarino@fixscr.com](mailto:Lisandro.sabarino@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8100

**Creciente apalancamiento por plan de inversiones:** Desde 2023, HSM mantuvo Flujos de Fondos Libres (FFL) positivos, luego de un exitoso plan de inversiones, exhibiendo en consecuencia una disminución paulatina de su deuda financiera. A comienzos de 2025, la compañía adquirió un campo rural de aproximadamente 3.330 hectáreas productivas ubicado en la Provincia de Salta por USD 12,3 millones y una planta procesadora de porotos en la Provincia de Jujuy por USD 4 millones, que cuenta con desvío ferroviario exclusivo clave para exportación. Ambas adquisiciones fueron financiadas mayormente con Obligaciones Negociables y deuda financiera privada. La deuda total a enero 2026 (9 meses) es de USD 42 millones, de la cual el 58,3% es de corto plazo (USD 24 millones). En tanto, considerando los Inventarios de Rápida Realización (IRR) que, ponderados al 80%, totalizan USD 16 millones, la deuda neta descontando IRR alcanzaría los USD 24 millones con un ratio de apalancamiento neto de 1,3x, manteniendo un apalancamiento neto acorde a su categoría de calificación.

## Sensibilidad de la calificación

La calificación incorpora la expectativa de que HSM continúe operando con márgenes y flujos estabilizados, inversiones moderadas y un nivel de endeudamiento que guarde relación con las necesidades de capital de trabajo de la compañía.

La calificación de HSM podría verse afectada ante un empeoramiento del entorno operativo que derive en menores ingresos y debilita los márgenes y las métricas crediticias de manera sostenida, o ante un plan de inversión más agresivo al previsto que derive en niveles de apalancamiento en forma permanente por encima de 3x.

La calificación de la compañía podría subir en caso de que, en forma conjunta o individualmente se den los siguientes factores: i) mayor y sostenido nivel ventas, derivado de una ampliación de su capacidad productiva de sus principales segmentos, y que arroje como resultado una mayor estabilidad en los flujos; ii) un sostenido nivel de endeudamiento neto por debajo de 1,0x con concentración de la deuda a mayor plazo.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Moderada posición de liquidez, compensada con buen acceso al financiamiento:** FIX considera que HSM presenta una buena liquidez. A enero 2026 (9 meses), la compañía contaba con un nivel de IRR por USD 16 millones (con más de USD 11 millones en porotos), que dan cierto soporte a la posición de liquidez de la compañía, y Caja e Inversiones corrientes por USD 2 millones. La caja e inversiones corrientes y los IRR (considerados al 80%) cubren en aproximadamente 0,7x la deuda corriente a enero 2026. Asimismo, mantiene un buen acceso a diversas fuentes de financiamiento con los principales bancos locales e internacionales y emisiones de deuda en el mercado de capitales local. A enero 2026, la compañía cuenta con líneas de crédito disponibles por USD 43 millones aproximadamente. Asimismo, la compañía ha mantenido un nivel de apalancamiento que le permitió afrontar los ciclos adversos. FIX entiende que la flexibilidad lograda le ha permitido conservar un perfil de liquidez y operacional sano.

## Perfil del Negocio

Hijos de Salvador Muñoz S.A. (HSM) se dedica a la producción y comercialización de hortalizas frescas, bananas, legumbres y cereales, a la explotación ganadera y a la elaboración de conservas de alimentos en campos ubicados en Salta y Jujuy. La Empresa es líder en la producción de pimientos en Argentina y primer exportador de porotos del país.

HSM tiene una superficie total productiva de aproximadamente 38.000 hectáreas, de las cuales aproximadamente el 62% son tierras propias y el 38% restante son arrendadas. Aproximadamente 27.300 hectáreas se destinan a la producción de porotos de las variedades alubia, colorado, cranberry y negro (comparado con 20.000 has. en la campaña previa), con una cantidad de hectáreas residual destinadas a la producción de maíz (1.600 has.), oleaginosas (6.500 has.) y alrededor de 2.000 has. a hortalizas (aproximadamente 700 arrendadas) y bananas (500 propias, a las cuales se incorporarían otras 120 has. que serán a partir de junio 2026). La compañía tiene un fuerte desarrollo de invernaderos de hortalizas en Salta y Jujuy, significando una ventaja sobre los productores que trabajan en campo a cielo abierto y que están expuestos al factor climático. Produce más de 80.000 toneladas anuales de alimentos.

Además, la empresa posee un complejo industrial en Embarcación, Salta, que comprende la planta procesadora de porotos, la planta de empaque de hortalizas, la planta de procesamiento de conservas, la planta de empaque de Bananas, los principales depósitos logísticos, la planta de silo de granos y la planta de extrusión de aceites vegetales. Posee marcas comerciales propias, entre las que se encuentran "Salvita", "Sama" y "Sol del Norte", todas del rubro alimenticio, con foco en enlatados. Adicionalmente, HSM está verticalmente integrada y abarca todas las etapas del proceso productivo desde la finca, la industrialización y la comercialización, cuenta con capacidad propia de almacenaje y distribución que asegura un sistema de distribución eficiente en todos los productos de las unidades de negocios que comercializa.

Unidad de negocios		2025	2024	Var.
Hacienda	(Cabezas)	21.903	23.647	-7%
Conservas	(Latas)	2.453.611	1.519.765	61%
Hortalizas	(Bultos)	1.765.578	1.720.646	3%
Poroto	(Toneladas)	3.336	18.676	-82%
Bananas	(Bultos)	961.276	828.864	16%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Unidades de negocio

#### Granos: poroto, maíz y soja (4% de los ingresos, sin margen bruto a abril 2025)

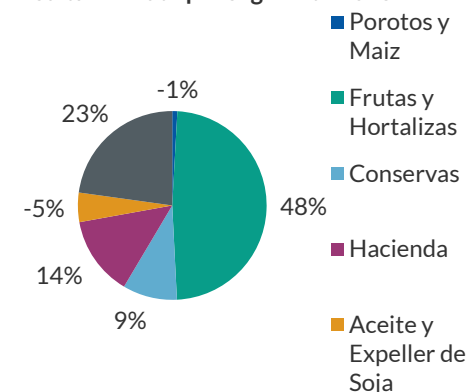
La Compañía es actualmente el principal productor y exportador de porotos en la Argentina, produciendo aproximadamente 35.000 hectáreas de granos, entre maíz, soja y poroto en sus diferentes variedades: blanco, colorado, cranberry y negro. La producción de maíz se utiliza principalmente como insumo para la actividad de ganadería propia de la compañía.

La producción y venta de poroto y en menor medida de maíz y soja representaron el 4% de los ingresos a abril 2025 (comparativamente con 24% a abril 2024) dada la mala campaña de su principal cultivo (el poroto), siendo esta una fuente de obtención de divisas de la compañía.

HSM exporta porotos de todas las variedades llegando a cubrir con los productos a clientes en más de 11 países en Europa, Asia, África, América Central y América del Sur, posicionándose como principal productor de legumbres del país. Un porcentaje menor de la venta se destina habitualmente al mercado interno, donde los clientes compradores locales a su vez exportan más del 90% de lo adquirido a través de brokers internacionales en el exterior. En resumen, en torno al 100% del poroto originado por HSM tiene como destino el mercado externo.

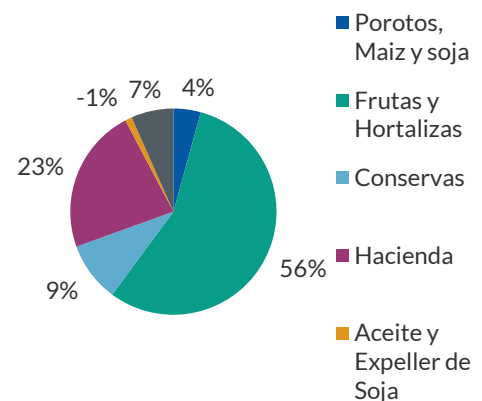
En la campaña 2024/25, el rendimiento promedio del poroto ha sido menor al habitual (aproximadamente 400 kg por ha vs. 950 kg/ha del año previo), por ser un año afectado por un

### Resultado Bruto por segmento 2025



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Ingresos por segmento abril-2025



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

clima seco y en la etapa final por heladas tardías. Esta situación climática es un tema regional, que incluso afectó en mayor medida a otros productores. En consecuencia, la compañía alcanzó aproximadamente 8.000 toneladas netas (con menos de 4.000 tns. destinadas a su comercialización y otras 4.000 tns. a semillas) sobre casi 20.000 has. cosechadas.

En cambio, en la campaña actual, la compañía logró obtener una producción exportable superior a las 20.000 toneladas (descontadas las semillas reservadas para la producción de la siguiente temporada y mermas propias del proceso), sobre una producción total de más de 35.000 toneladas. Para dicha campaña, se destinó a la siembra de poroto un área total de 28.000 has, obteniendo un rendimiento promedio de 1.300 kg/ha.

Actualmente, luego de la adquisición de la planta procesadora de legumbres en Pampa Blanca Jujuy la compañía pasó de una capacidad de procesamiento de 27.000 tns/año a 32.000 tns/año, incorporando a su vez ventajas logísticas a partir de desvío ferroviario para sus exportaciones.

Asimismo, HSM destinó en el ejercicio anual a abril 2025 una superficie de 1.600 has. a la siembra de maíz, con el objetivo de abastecer la demanda propia de alimento requerido para la unidad de negocios Ganadería,

### **Mercado internacional**

La Empresa comercializa sus productos en el exterior a través de Salvita S.A.S. La misma, es una sociedad comercializadora de productos en el exterior a clientes, originados por HSM y por terceras compañías que elaboran productos que complementen la propuesta.

A nivel mundial, la producción anual de porotos se ubica en aproximadamente 55 millones de toneladas, siendo China el principal productor mundial con unos 20,6 millones de toneladas producidas por año. Luego, le sigue la producción de India, EEUU y Argentina. Con excepción de Argentina, los más importantes productores de porotos son también los principales consumidores. Argentina exporta prácticamente el 90% de su producción, y a su vez aporta aproximadamente el 2% de la producción mundial de porotos. Los volúmenes exportables satisfacen el 9% de la demanda global. Se trata de un cultivo ya tradicional del Noroeste Argentino (NOA), que se destaca por su calidad y por la capacidad de respuesta a las crecientes exigencias del mercado internacional. En ese marco, el país se sitúa como primer exportador de poroto alubia a nivel global y cuarto en la participación respecto de las variedades de porotos negros, rojos y no tradicionales. HSM se ha destacado comercialmente en la última década a nivel global junto con Nature Crops, Food Way S.A., entre otros.

### **Frutas y Hortalizas (57% de los ingresos y 55% del margen bruto a abril 2025)**

La producción de hortalizas frescas, todo con riego por goteo representó el 41% de los ingresos de la compañía a abril 2025. HSM destina cerca de 2.000 hectáreas, de las cuales, aproximadamente 700 son arrendadas. Se cultivan pimiento, tomate (redondo y cherry), zapallo, berenjena y choclo. Para la campaña 2024 finalizada en diciembre, el área sembrada de hortalizas fue 1.500 hectáreas (con riego por goteo), obteniendo una producción de 1.765.578 bultos totales, un 3% superior a la campaña anterior con 1.720.646 bultos totales. Hacia adelante se estima un nivel de producción y ventas similar al de la última campaña.

Se comercializan cajas de frutas y hortalizas frescas a través de los canales mayoristas de concentración de productos frescos, principalmente a través de consignatarios y ventas directas en los Mercados Centrales de Buenos Aires, Rosario, Santa Fe, Córdoba, Mendoza, Tucumán, Bahía Blanca y Salta. La producción, de esta manera, llega a la cadena de comercialización en forma directa, ya sea minorista y a los demás canales mayoristas y del supermercadismo que pueden adquirir los productos en estos Mercados concentradores.

Para el próximo ejercicio se ejecutará un plan de modernización del empaque, enfocado en mejorar la productividad, manejo de volúmenes en picos de cosecha, eficientización de procesos, entre otros aspectos que permitiría mejorar la rentabilidad del segmento.

**Unidad de Negocios Banana (16% de los ingresos totales y aproximadamente 33% del segmento Frutas y Hortalizas)**

Por otro lado, HSM incorporó, desde octubre de 2019, el negocio de desarrollar su propia producción y comercialización de bananas en el norte de la Provincia de Salta, con la incorporación de alta tecnología y de recursos técnico-profesionales.

La comercialización de bananas a nivel local tiene mucho potencial de crecimiento debido que actualmente el 90% del consumo de bananas en el país se satisface con productos importados provenientes principalmente de Ecuador, Brasil y Bolivia, existiendo una gran demanda local que se puede cubrir con bananas de producción nacional sustituyendo importaciones.

Respecto a la situación de la Compañía en el mercado actual de Bananas, viene incrementando su participación siendo actualmente del 7% del mercado y se estima consolidar e incrementar dicha participación en el mercado argentino. En ese sentido, se incorporaron a esta unidad más hectáreas propias, alcanzando las 620. La producción actual ronda el millón de bultos anuales, todas sobre una superficie de campo 100 % propiedad de la compañía debido a los altos niveles de inversión requeridos. Con la expansión prevista, este volumen será superado con holgura.

Las bananas se comercializan bajo 2 marcas comerciales: la mayor parte se comercializa a través de su primera marca SALVITA (tipo "Premium") y una parte menor a través de su segunda marca SAMA.

Actualmente, la Compañía cuenta con 4 (cuatro) Plantas de Acondicionamiento y Empacado de Bananas disponibles en las Fincas propias, ya que en el ejercicio 2022/2023 se completó la construcción y puesta en marcha de la última Planta de Empaque en la nueva Finca adquirida en el año 2021 para poder atender la mayor producción estimada de la superficie incremental de plantación de Bananas que están madurando durante este ejercicio anual.

**Ganadería (23% de los ingresos y 15% del margen bruto a abril 2025)**

En el negocio Ganadero, la cantidad de cabezas en stock que tiene la compañía constituye una fuente inmediata y relevante de liquidez ante cualquier necesidad financiera que pudiera requerir la Compañía por cualquier tipo de contingencia.

La actividad ganadera cuenta con un Feedlot para terminación de animales gordos destinados a la faena. Esta actividad de engorde a corral se desarrolla en la finca "Zanja del Tigre". En la "Estancia Zanja del Tigre", la compañía cuenta con un sistema de engorde a corral-feedlot. En 2019, se construyeron 100 corrales con 6.000 metros lineales de comederos y con capacidad para albergar 15.000 cabezas con ciclos productivos de 120 días, para producir aproximadamente 37.500 novillos anuales.

Actualmente el stock de cabezas alcanza alrededor de 7.000. La compañía comercializa desde 2020 por encima de 20.000 animales vacunos terminados al año. A abril 2025, el total de ventas fue de 21.903 cabezas, por debajo de abril 2024 con 23.647 cabezas, representando el 23% de los ingresos de la compañía. Del total de ventas, la mayor parte se vende a matarifes con matrícula o frigoríficos que trabajan para el mercado local argentino, y destino de consumo en la región del NOA principalmente.

La compañía no tiene influencia en la fijación del precio de venta en la región de NOA Argentino, ya que la región es aún una zona con déficit estructural para abastecer a la demanda poblacional de carne del lugar.

**Conservas de pimientos y tomates (10% de los ingresos y 11% del margen bruto a abril 2025)**

HSM tiene una fábrica de conservas de pimientos pelados enlatados y de tomates triturados. Estos dos productos están enfocados para el canal gastronómico, sustancialmente dirigido para consumo interno en el país. Esta actividad es vital para la empresa para poder sortear la estacionalidad del negocio agropecuario y permite racionalizar el precio de los pimientos y tomates dependiendo del precio de los productos frescos. En cuanto a la producción de Pimiento, la compañía cuenta con más de 200 has de invernaderos distribuidos en sus dos zonas productivas (Norte de Salta y Jujuy) que le permiten obtener una excelente productividad continua de pimientos en los doce meses del año, sin influencia de riesgo climático alguno.

La industrialización del pimiento en conserva permite absorber las cantidades excedentes de producto fresco en algunos periodos específicos y a su vez convertir productos perecederos en “no perecederos”. El porcentaje destinado a las conservas depende de los volúmenes de producción de la campaña y al comportamiento del precio del producto fresco en la misma.

En el ejercicio finalizado en abril 2023, la compañía incrementó sustancialmente el volumen de producción y comercialización de conservas de pimientos porque se ha retirado la importación de conservas provenientes de Perú, y los precios y condiciones de cobranza para la comercialización resultaban más convenientes que la venta del producto fresco, evidenciando a su vez compra anticipada de latas por parte de los proveedores ante la falta de producto. En tanto, mientras que en el ejercicio 2022 se habían comercializado 1.761.993 latas, en 2023 comercializaron 3.275.050 (un 86% superior), volviendo a niveles de 1.519.765 latas en 2024. No obstante, en la actividad productiva las campañas fueron similares. A abril 2025 el nivel de ventas alcanzó las 2.453.611 latas.

Al momento, la participación de Salvita en el mercado argentino de conservas de pimientos alcanza a más del 80%, siendo líderes absolutos en todos los segmentos; ya sea de consumo domiciliario con marcas propias y de terceros, como a través del canal gastronómico. Los Pimientos y Tomates para “Conservas” se comercializan en envase de hojalata con las marcas propias de HSM (Salvita, Sama, Sol del Norte) y con “marcas blancas” destinado a terceros clientes mayoristas locales, para atender el consumo minorista y el canal gastronómico.

#### **Extrusión de aceites vegetales (participación en ingresos y margen brutos históricamente inferior a 5%)**

En el ejercicio 2021/2022 se puso en funcionamiento la nueva planta para extrusión de aceites vegetales ubicada en la localidad de Embarcación, Provincia de Salta, cuyo objetivo principal es originar expeller con un buen grado de proteínas para ser utilizado como alimento para la ganadería de feed-lot. Durante el Ejercicio 2022/2023 se completó la ampliación de la capacidad de planta. En tanto, el volumen de aceite extraído que se origina en la producción se espera comercializar con operadores comerciales de aceites vegetales de alto valor proteico no refinados.

La capacidad de extrusión y almacenaje de la planta alcanza las 30.000 tns. anuales.

#### **Estructura de Costos**

HSM es una empresa intensiva en capital de trabajo. A abril 2025, el costo asociado a la labor de la tierra e insumos fue aproximadamente el 74% de las ventas y el resultado de la producción, y el 83% de los costos totales, lo que le otorga una adecuada flexibilidad operativa.

### **Riesgo del Sector**

La actividad agropecuaria es considerada fuertemente cíclica y se caracteriza por la generación de flujos volátiles. En el caso de la agricultura, los ingresos de las compañías se ven afectados por riesgos exógenos que no pueden ser totalmente mitigados, como son las condiciones climáticas que afectan los rendimientos obtenidos y por consiguiente las cantidades producidas, y por la volatilidad de precios que son afectados por el 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, los márgenes operativos se ven afectados por la volatilidad en el precio de ciertos insumos, labores, costos logísticos y de arrendamientos, mientras que las regulaciones locales como retenciones a las exportaciones, cupos, programas de incentivos e intervenciones sobre el mercado cambiario también disminuyen la previsibilidad de ingresos y márgenes.

La producción mundial de porotos alcanza un volumen de desarrollo superior a los 23 millones de toneladas. Los principales países productores son India, Brasil, China, Estados Unidos y Myanmar. Argentina exporta el 90% de la producción posicionándose entre los primeros diez países productores y exportadores a nivel mundial. Debido al reducido mercado interno nacional de esta legumbre, Argentina se sitúa como el primer exportador mundial de poroto Alubia y cuarto respecto de las variedades de porotos negros, rojos y Cranberry. Argentina destina al mercado internacional casi la totalidad de lo que produce a diferencia de los productores de porotos más importantes que también son los principales consumidores.

Por su parte, el segmento de frutas y hortalizas posee una rentabilidad y generación de flujos volátil, con mayor estacionalidad y altas necesidades de capital de trabajo. La rentabilidad y la generación de fondos de los productores se encuentran altamente correlacionadas con la evolución de la oferta y demanda global de cada uno de los mercados. Los márgenes de rentabilidad de las compañías productoras se ven afectados directamente por la volatilidad en los precios internacionales, la calidad de la producción y condiciones climáticas.

En cuanto al segmento de hacienda, la rentabilidad de la industria es considerada volátil, dependiendo de la evolución de la oferta y demanda de carne, y está sujeta a factores climáticos, y al nivel de consumo per cápita. Además, factores de riesgos como las fluctuaciones en el precio de la carne o en el tipo de cambio, factores fitosanitarios, políticos, logísticos y/o en las regulaciones, podrían afectar las ventas y/o eventuales ingresos.

En el transcurso del ejercicio 2024/2025, donde se generó un período de seca que cubrió amplias zonas del país, los cultivos extensivos de Poroto y Maíz de HSM se vieron reducidos de manera significativa. No obstante, la actual campaña evidencia una fuerte recuperación del poroto que se estima en una de las mejores campañas de la historia, con un rendimiento que se estima presentaría una marcada mejora. El sector de porotos cuenta con una favorable expectativa en los próximos años en un contexto de precios con tendencia levemente creciente y demanda de alimentos por encima del promedio histórico, con baja de retenciones a nivel local. Cambios en aspectos regulatorios y en el factor climático, podrían gatillar un cambio de perspectiva en el sector.

### Posición competitiva

HSM ha ido posicionándose como una importante compañía agropecuaria de Argentina reconocido a nivel nacional e internacional. Tiene un modelo de producción integrado verticalmente y con una infraestructura y procesos con tecnología de punta que asegura una gestión eficiente y costos de operación competitiva. La compañía accede en forma directa a mercados concentradores con puestos propios sin necesidad de requerir intermediarios llegando directamente al vendedor minorista y cadenas de supermercados nacionales. Adicionalmente, HSM tiene un fuerte desarrollo de invernaderos, lo que la coloca en ventaja sobre los productores que trabajan en campo a cielo abierto y que están expuestos al factor climático. No obstante, una gran parte de la producción de cultivos se encuentra expuesto a la producción en campo a cielo abierto.

En cuanto a la actividad ganadera, HSM opera en la región del NOA la cual tiene una oferta deficitaria de productos cárnicos.

En el caso de la Unidad de Bananas, las inversiones en tecnología y genética aplicada a los plantines de bananas en campos de propiedad de HSM seleccionados y su posterior cosecha, sanitización, envasado y distribución, permitirá asegurar una calidad diferencial del producto en el mercado local, donde el 90% de las bananas son importadas.

### Administración y Calidad de Accionistas

Salvador Muñoz tiene votos por un equivalente a 94.622 acciones (55%) y Miguel Ángel Muñoz con el equivalente a 77.418 acciones (45%).

### Factores de Riesgo

- **Negocio agropecuario sujeto a la volatilidad en los precios de los cultivos y a factores climáticos que determinan los rindes de cada campaña.** El cultivo del poroto está particularmente expuesto al riesgo de sequía. Sin embargo, la compañía cuenta con un sistema de riego por goteo en el 100% de las Fincas de Hortalizas y Bananas como también en las explotaciones bajo Invernaderos. En tanto, la diversificación geográfica de las distintas fincas mitiga en parte el riesgo climático debido a las diferentes áreas en las que la compañía desarrolla las actividades.
- **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. No obstante, esta estacionalidad esta matizada por la diversificación en múltiples segmentos y la venta de conservas, vital para la empresa para poder sortear la estacionalidad del negocio agropecuario.

## Factores ambientales, sociales y de gobierno corporativo (ESG)

Los principales factores Ambientales, Sociales y de Gobierno Corporativo (ESG) evaluados para el sector de agro (productores) son, en términos ambientales, la evaluación de riesgos físicos provocados por el cambio climático (sequía, inundaciones, incendios) y el impacto en el negocio, al igual que en la estrategia y las medidas de mitigación y adaptación incorporadas para hacer frente a dichos riesgos. Asimismo, se analiza, el uso responsable de los recursos naturales, como el agua (localizaciones con stress hídrico), la gestión del suelo, la protección de la biodiversidad, así como también la adopción de técnicas agrícolas que reduzcan la contaminación y la emisión de gases de efecto invernadero (GEI). También se analizará el manejo de plagas y productos fitosanitarios y la gestión de residuos.

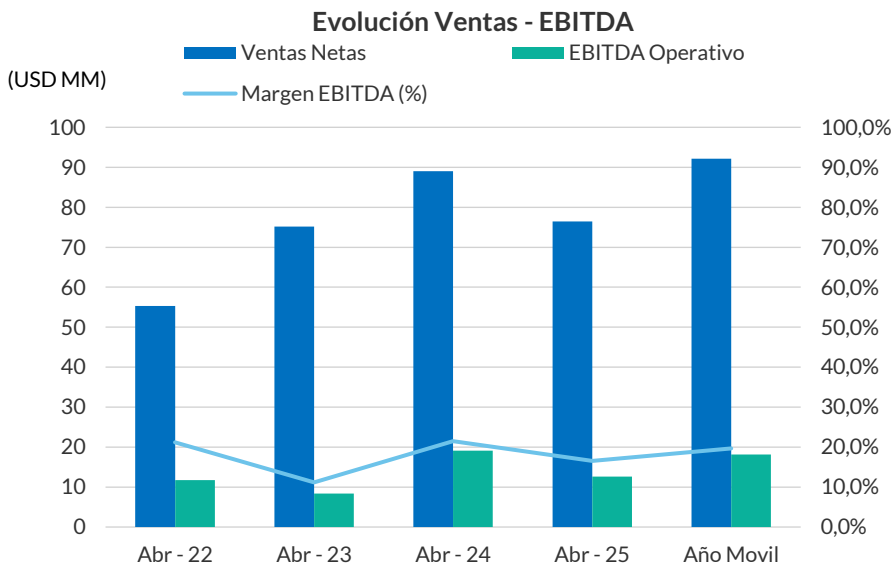
En términos sociales, se evaluará el impacto en las comunidades aledañas y en los trabajadores por el uso de agroquímicos; garantizando su seguridad y bienestar con políticas que incluyan medidas de prevención de accidentes y riesgos de la salud. La tendencia del mercado a demandar productos más amigables con el ambiente, así como también los cambios en la regulación vigente (Ej: Ley de semillas) y cadena de valor libre de deforestación, son otros de los riesgos a los que se enfrenta el sector.

En tanto, desde el punto de vista de Gobierno corporativo, se evaluará la gestión de prácticas agrícolas sostenibles, su evolución y transparencia en la comunicación y reporte frente a los distintos grupos de interés; al igual que certificaciones y/o la adhesión a iniciativas de buenas prácticas.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

HSM presenta un sostenido nivel de ventas en los últimos años con una buena generación de ingresos, con la volatilidad del EBITDA característica de los negocios en los que opera. En la campaña 2024/25, se destinó a la siembra de poroto un área total de aproximadamente 28.000 has., superior respecto de la campaña anterior, obteniendo una producción comercializable muy por encima de la campaña previa, la cual había sido fuertemente afectada por factores climáticos. Durante los últimos ejercicios si bien se logró reducir significativamente la exposición a este negocio en virtud del desarrollo y consolidación de los otros (principalmente conservas, frutas y hortalizas), hacia adelante se espera siga manteniendo cerca del 25% de los ingresos y contribuya en más de un 30% al EBITDA total de la compañía. En tanto, la compañía logró generar, a abril 2025, ventas por USD 76 millones y EBITDA por USD 13 millones con un margen de 16,5%. A enero 2026 (Año Móvil), la compañía exhibe ventas que alcanzan los USD 92 millones con un margen del 19,7%, donde el crecimiento en el margen responde a mayores ingresos de producción de porotos durante el periodo de 9 meses.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante, FIX espera márgenes entre el 15/20% producto del sostenido nivel de precios y la madurez de sus negocios.

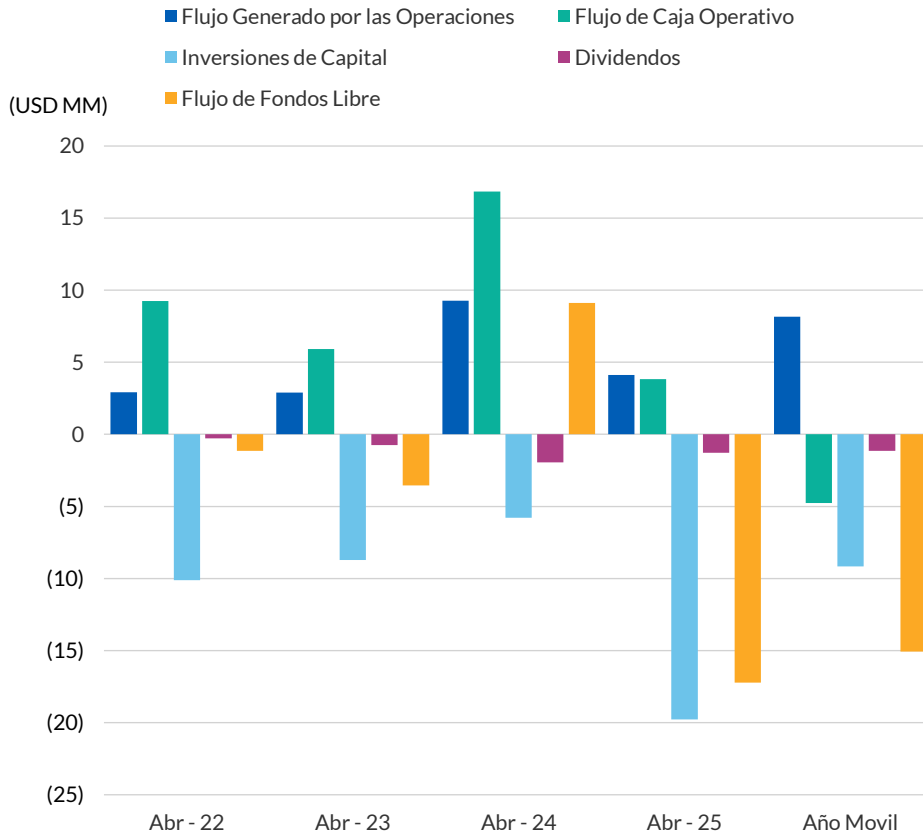
### Flujo de fondos

Las condiciones climáticas inestables que afectan los rendimientos de los cultivos y la producción de materias primas de HSM generan volatilidad en los márgenes y cambios significativos en los requisitos de capital de trabajo, por lo que el Flujo de Caja Operativo evoluciona conforme a la estacionalidad propia de la actividad e incorpora las necesidades de financiamiento de capital circulante a lo largo del ciclo del negocio.

Con el objetivo de disminuir la volatilidad, en los últimos años HSM potenció la diversificación de la producción para lograr desarrollar oportunidades en nuevos productos para estabilizar los flujos de fondos durante todos los meses del ciclo anual, mitigando la estacionalidad propia del negocio agro-industrial. La compañía posee 70 hectáreas de invernáculos en campo propio en Jujuy para producir en contra estación, a diferencia de las plantas localizadas al norte de la Provincia de Salta. De esa manera el ciclo productivo anual específicamente de Pimientos se extiende durante todos los meses del año, en vez de solo entre mayo y diciembre. Este desarrollo generó en la Compañía que el flujo de producción y ventas de productos frescos fuera constante, y también aprovechar que la Fábrica de Conservas pudiera trabajar todos los meses del año.

Desde el ejercicio 2021 al 2025 la compañía obtuvo Flujos de Caja Operativos (FCO) positivos, no obstante, debido a inversiones de capital y distribuciones de dividendos el Flujo de Fondos Libre (FFL) fue negativo, a excepción del ejercicio 2024, dado el menor nivel de inversiones durante el mismo. Durante el ejercicio finalizado en abril 2025 la compañía realizó importantes inversiones de capital por USD 20 millones por lo que el FFL resultó negativo por USD 17 millones. En tanto, a enero 2026 (Año Móvil), el Flujo Generado por las Operaciones (FGO) se mantiene positivo por USD 8 millones y producto de una necesidad de financiar capital de trabajo por USD 13 millones (mayormente inventarios), el Flujo de Caja Operativo (FCO) resultó negativo por USD 5 millones. Por su parte, las inversiones de capital de fines del ejercicio pasado siguen impactando en el FFL, el cual resulta también negativo por USD 15 millones para lo cual la compañía tomó deuda por USD 7 millones adicionales.

### Flujo de Fondos



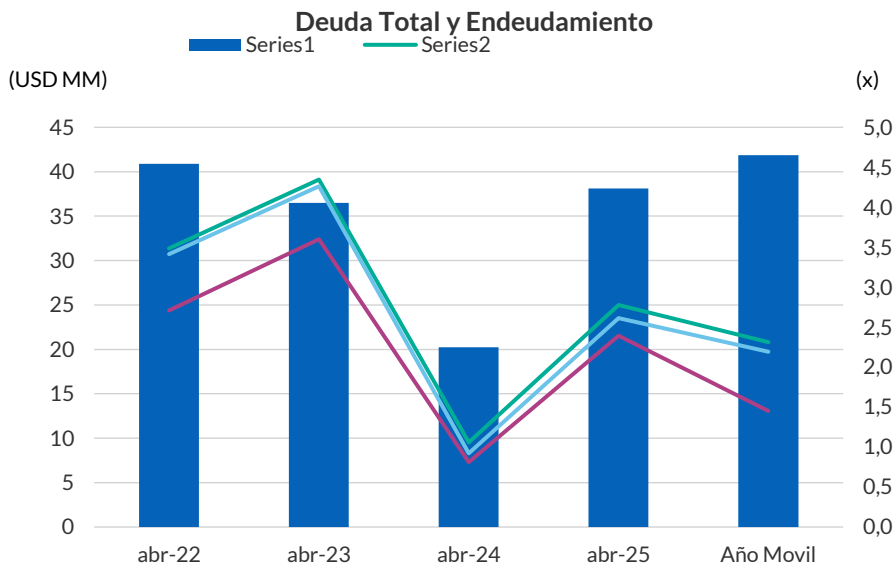
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

FIX destaca la mejora en la estabilidad del ciclo anual de los flujos a partir de la incorporación de los nuevos segmentos de negocios, mitigando la estacionalidad propia del negocio agro-industrial. Hacia adelante, debido a un plan de inversión más reducido, FIX espera que la compañía obtenga Flujo de Fondos Libre (FFL) positivos.

#### Estructura de capital

En los últimos ejercicios, HSM S.A. ha mantenido niveles de deuda en torno a los USD 30/40 millones, llevando a cabo un exitoso plan de inversiones. A enero 2026, la deuda total ascendía a USD 42 millones, luego de la adquisición de la planta de porotos por USD 3 millones que fueron financiados con deuda, otorgando un ratio Deuda/EBITDA de 2,3x, donde el aproximadamente el 58% corresponde a deuda corriente.

Por su parte, la deuda neta menos IRR alcanza los USD 24 millones, otorgando un apalancamiento neto en torno a 1,3x. En tanto, los niveles de coberturas se consideran adecuados, con EBITDA/Intereses por 3,8x. La compañía obtiene financiamiento a bajas tasas de interés y mayormente al largo plazo.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante, FIX espera ratios de deuda/EBITDA entre 2x y 3x y coberturas de intereses adecuadas.

### Liquidez

FIX considera que HSM presenta una buena liquidez. A enero 2026, la compañía contaba con un nivel de inventarios de rápida realización (IRR) de USD 16 millones (con más de USD 11 millones en porotos), que dan cierto soporte a la posición de liquidez de la compañía, y Caja e Inversiones corrientes por USD 2 millones. La caja e inversiones corrientes y los IRR (considerados al 80%) cubren en 0,7 la deuda corriente a enero 2026. Estimamos que estos adecuados niveles de liquidez se sostengan en los próximos años.

En tanto, la compañía ha mostrado acceso a diversas fuentes de financiamiento con los principales bancos locales e internacionales y emisiones de deuda en el mercado de capitales local. Adicionalmente, ha mantenido un nivel de apalancamiento que le permitió afrontar los ciclos adversos. FIX entiende que la flexibilidad lograda le ha permitido conservar un perfil de liquidez y operacional sano

Liquidez - HSM					
Millones USD	2022	2023	2024	2025	Año Móvil
EBITDA Operativo	12	8	19	13	18
Caja e Inversiones Corrientes	1	1	3	2	2
Deuda Corto Plazo	19	21	11	11	24
Deuda Largo Plazo	22	15	9	24	17
Inventarios de Rápida Realización	9	6	5	5	16
Indicadores Crediticios					
EBITDA / Deuda CP	0,6	0,4	1,7	1,2	0,7
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,7	0,4	2,0	1,3	0,8
EBITDA + Disponibilidades + IRR / Deuda CP	1,1	0,7	2,4	1,8	1,4
IRR + Disponibilidades / Deuda CP	0,5	0,3	0,7	0,6	0,7
Deuda Total / EBITDA	3,5	4,3	1,1	2,8	2,3

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### **Fondeo y flexibilidad financiera**

La compañía ha mostrado acceso a diversas fuentes de financiamiento con los principales bancos locales e internacionales y emisiones de deuda en el mercado de capitales local. Adicionalmente, ha mantenido un nivel de apalancamiento que le permitió afrontar los ciclos adversos. FIX entiende que la flexibilidad lograda le ha permitido ampliar su liquidez y conservar un perfil operacional sano.

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero – HSM S.A.

(millones de ARS, año fiscal finalizado en abril)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante (*)	Moneda Constante (*)	Moneda Constante (*)	Moneda Constante (*)	Moneda Constante (*)	Moneda Constante (*)
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	enero-26	2025	2024	2023	2022
Período	Últ. 12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	26.467	24.056	17.987	29.939	12.994	19.652
EBITDAR Operativo	26.467	24.056	17.987	29.939	12.994	19.652
Margen de EBITDA	19,63	20,37	16,54	21,48	11,17	21,21
Margen de EBITDAR	19,63	20,37	16,54	21,48	11,17	21,21
Margen del Flujo de Fondos Libre	11,92	31,46	15,19	41,76	16,62	23,04
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,75	3,53	2,18	2,38	1,39	1,36
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,86	4,54	3,65	2,85	1,13	1,44
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,86	4,54	3,65	2,85	1,13	1,44
EBITDA / Servicio de Deuda	0,63	0,76	0,87	1,08	0,29	0,43
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,63	0,76	0,87	1,08	0,29	0,43
FGO / Cargos Fijos	2,75	3,53	2,18	2,38	1,39	1,36
FFL / Servicio de Deuda	(0,36)	(0,23)	(0,95)	0,90	0,14	0,25
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,42	2,59	5,03	1,27	3,53	3,69
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,29	1,89	2,78	1,06	4,35	3,48
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,17	1,79	2,61	0,92	4,26	3,41
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,44	2,01	3,01	1,06	4,35	3,48
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,32	1,91	2,85	0,92	4,26	3,41
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	58,30	58,30	31,33	54,07	57,90	47,21
<b>Balance</b>						
Total Activos	184.707	184.707	167.262	136.950	147.125	160.245
Caja e Inversiones Corrientes	3.190	3.190	2.926	4.085	1.092	1.404
Deuda Corto Plazo	35.343	35.343	15.641	17.137	32.697	32.324
Deuda Largo Plazo	25.282	25.282	34.288	14.557	23.779	36.149
Deuda Total	60.625	60.625	49.929	31.693	56.477	68.473
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	60.625	60.625	49.929	31.693	56.477	68.473
Deuda Fuera de Balance	3.851	3.851	4.264	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	64.476	64.476	54.193	31.693	56.477	68.473
Total Patrimonio	97.441	97.441	88.895	83.388	70.428	65.184
Total Capital Ajustado	161.917	161.917	143.089	115.081	126.905	133.656

<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	11.986	13.393	5.841	14.534	4.492	4.908
Variación del Capital de Trabajo	(18.705)	(18.377)	(396)	11.853	4.656	10.582
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(6.719)	(4.985)	5.445	26.387	9.148	15.490
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(13.508)	(5.949)	(28.120)	(9.064)	(13.497)	(16.950)
Dividendos	(1.699)	(1.699)	(1.815)	(3.056)	(1.143)	(464)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(21.927)	(12.633)	(24.491)	14.266	(5.492)	(1.924)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	2.225	2.200	253	2.778	5.719	158
Otras Inversiones, Neto	107	0	(88)	219	(36)	473
Variación Neta de Deuda	18.170	10.697	23.167	(14.270)	(503)	(571)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(1.425)	265	(1.159)	2.993	(312)	(1.865)
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	134.865	118.095	108.721	139.356	116.302	92.655
Variación de Ventas (%)	24,0	28,43	(21,98)	19,82	25,52	(6,35)
EBIT Operativo	19.071	18.597	10.959	23.016	5.105	12.262
Intereses Financieros Brutos	6.862	5.301	4.931	10.513	11.493	13.628
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	10.029	10.244	7.323	16.016	6.387	11.253
<b>Otros indicadores</b>						
IRR	22.546	22.546	6.872	7.387	9.696	15.209
Deuda Total Neta de IRR	38.079	38.079	43.057	24.306	46.780	53.264
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	1,4	1,2	2,4	0,8	3,6	2,7
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	1,3	1,1	2,2	0,7	3,5	2,6

(\*) Moneda Constante a enero 2026

## 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.
- MM: Millones
- Feedlot: engorde a corral

## Anexo III. Características de los Instrumentos

### Obligación Negociable Clase III Serie I

Monto Autorizado: Por hasta USD 5.000.000 ampliable por hasta USD 15.000.000, en conjunto con la Serie II.

Monto Emisión: USD 1.382.752

Moneda de Emisión: Dólares.

Forma de suscripción e integración: Dólares.

Moneda de Pago: Dólares.

Fecha de Emisión: 19-12-2024

Fecha de Vencimiento: 19-06-2026

Amortización de Capital: En un único pago a la fecha de vencimiento

Intereses: tasa fija 7,5% nominal anual.

Cronograma de Pago de Intereses: Semestrales

Destino de los fondos: Los Fondos Netos de la Serie I y II serán destinados a la adquisición de activos fijos productivos en el país, pudiendo ser empleado cualquier remanente en capital de trabajo en Argentina —en las unidades de negocio del Emisor (compra de insumos, pago de impuestos, sueldos, proveedores, y demás costos operacionales—, inversiones en activos físicos situados en el país o a la refinanciación de pasivos).

Garantías: N/A

Opción de Rescate: Se permitirá el rescate anticipado por razones fiscales.

Condiciones de Hacer y no Hacer: N/A

Ley Aplicable: Argentina.

### Obligación Negociable Clase III Serie II

Monto Autorizado: Por hasta USD 5.000.000 ampliable por hasta USD 15.000.000, en conjunto con la Serie I.

Monto Emisión: USD 7.929.057

Moneda de Emisión: Dólares.

Forma de suscripción e integración: Dólares.

Moneda de Pago: Dólares.

Fecha de Emisión: 19-12-2024

Fecha de Vencimiento: 19-12-2027

Amortización de Capital: En un único pago a la fecha de vencimiento

Intereses: tasa fija 9% nominal anual.

Cronograma de Pago de Intereses: Semestrales

Destino de los fondos: Los Fondos Netos de la Serie I y II serán destinados a la adquisición de activos fijos productivos en el país, pudiendo ser empleado cualquier remanente en capital de trabajo en Argentina —en las unidades de negocio del Emisor (compra de insumos, pago de impuestos, sueldos, proveedores, y demás costos operacionales—, inversiones en activos físicos situados en el país o a la refinanciación de pasivos).

Garantías: N/A

Opción de Rescate: Se permitirá el rescate anticipado por razones fiscales.

Condiciones de Hacer y no Hacer: N/A

Ley Aplicable: Argentina.

---

**Obligación Negociable Clase IV**

---

Monto Autorizado: Por hasta USD 5.000.000 ampliable por hasta USD 10.000.000,

---

Monto Emisión: a definir

---

Moneda de Emisión: Dólares.

---

Forma de suscripción e integración: Dólares.

---

Moneda de Pago: Dólares.

---

Fecha de Emisión: a determinar

---

Fecha de Vencimiento: a los 18 meses desde la fecha de emisión

---

Amortización de Capital: En un único pago a la fecha de vencimiento

---

Intereses: tasa fija a licitar.

---

Cronograma de Pago de Intereses: Semestrales

---

Destino de los fondos: serán destinados a capital de trabajo y refinanciación de pasivos.

---

Garantías: N/A

---

Opción de Rescate: Se permitirá el rescate anticipado por razones fiscales, y/o por cambio de control.

---

Condiciones de Hacer y no Hacer: N/A

---

Ley Aplicable: Argentina.

---

## Anexo IV. Dictamen de Calificación

### FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO**, en adelante **FIX**, realizado el **20 de abril de 2026** confirmó\* en **Categoría A(arg)** la calificación de Emisor de Largo Plazo de **Hijos de Salvador Muñoz S.A. (HSM)**.

El mismo consejo confirmó en Categoría A(arg) la calificación de los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- ON Clase III Serie I por un valor de USD 5 millones ampliable en conjunto con la ON Clase III Serie II por hasta un valor nominal de USD 15 millones.
- ON Clase III Serie II por un valor de USD 5 millones ampliable en conjunto con la ON Clase III Serie I por hasta un valor nominal de USD 15 millones.

La **Perspectiva es Estable**.

Asimismo, se asignó en Categoría A(arg), Perspectiva Estable, a la ON Clase IV por hasta USD 5 millones ampliable hasta USD 10 millones a ser emitida por la compañía.

**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 agrega "(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.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

(\*) 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)):

- Estados contables anuales auditados hasta el 30/04/2025 (12 meses) y trimestrales hasta el 31-01-2026 (9 meses) disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Prospecto Borrador Obligaciones Negociables Clase IV
- Auditor externo a la fecha del último balance: Enrique Saravia Pauna, Contador Público Nacional, M.P. 3199 C.P.C.E. Salta.
- Información de gestión aportada por la compañía.

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 –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, 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 disseminación 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.