

MSU S.A.

Factores relevantes de la calificación

Confirmación de calificación: FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo de MSU S.A. (MSU) y de las Obligaciones Negociables previamente emitidas por la compañía en A+(arg) Perspectiva Estable. La calificación contempla la mejora en el perfil de la deuda a partir de las emisiones de las Obligaciones Negociables Serie XI y XII, en conjunto con la fuerte liquidez que presenta la compañía, que le permitirán transitar los próximos años con los fondos necesarios para asegurar el financiamiento de la construcción de una planta procesadora de maní, hacer frente a los próximos vencimientos de deuda y financiar el capital de trabajo de la próximas campañas. Si bien FIX espera niveles de apalancamientos de deuda/EBITDA en torno a 4.0x con picos de 5.0x, entiende que la estructura del financiamiento es acorde a los flujos del proyecto, y que, a pesar de esperar coberturas más presionadas, aunque no menores a 3.5x, la compañía evitaría el riesgo de refinanciación y de tasa mientras construye la planta, en un contexto financiero más desafiante. A su vez, la calificación contempla la trayectoria y buenas perspectivas operativas, la escala de producción sumado a la estructura de costos eficiente en conjunto con su diversificación geográfica y los mejorados rindes de soja y maíz en la región noreste, que le permitieron mitigar el riesgo climático.

Mejora en el perfil de deuda: Si bien los flujos derivados de la planta procesadora de maní recién tendrán impacto en el EBITDA de la compañía en 30 meses aproximadamente, fuera del horizonte de calificación, FIX entiende que la nueva estructura de deuda a partir de las emisiones de las Obligaciones Negociables Serie XI y XII, con plazos de vencimiento de 48 y 120 meses respectivamente, y amortizaciones parciales que recién comenzarían a partir del mes 36 en la ON Serie XI y a partir de los 60 meses en la ON Serie XII, le permitirán a la compañía transitar el período de la construcción de la planta sin necesidades de financiamiento adicionales.

Muy buena liquidez: A octubre 2022 la compañía evidenciaba una fuerte posición de liquidez, con disponibilidades mayores a los USD 23 millones, derivados principalmente del aprovechamiento del dólar soja, e Inventarios de Rápida Realización (IRR) por más de USD 40 millones, sumado a que ya tenía comprados y pagados casi la totalidad de los insumos para la próxima campaña. FIX entiende que esta posición le permitiría a la compañía financiar los costos restantes de la presente campaña (alquileres, labores), a la vez que, junto a ventas ya realizadas con cobros diferidos a mayo y junio por USD 34 millones, también le permitirían cubrir los vencimientos de deuda próximos.

Proyecto planta procesadora de maní: El proyecto para la industrialización y procesamiento del maní demandaría unos USD 70 millones, incluyendo el terreno, y tardaría 30 meses en llevarse a cabo, siendo los mayores costos los relacionados con la compra de maquinaria importada específica, cuyos desembolsos se darían el año próximo. La compañía estima a partir de la entrada en vigencia de la planta, ventas por USD 66 millones con márgenes de EBITDA de USD 13 millones.

Buenos fundamentos del negocio: MSU posee una escala considerable en relación a sus pares, con 165 mil hectáreas sembradas en la campaña 2021/2022 (incluyendo doble cultivo), principalmente en la pampa húmeda (46%) y en el noreste (43%), las que se incrementarían en 6 mil hectáreas en la presente campaña a partir de la compra de un campo en la región del noreste de 13 mil hectáreas con lo producido de la ON Serie X. A la última campaña, el 90% de las hectáreas son arrendadas, de las cuales un 43% mantiene contratos atados a componentes variables lo que le permite lograr mayor flexibilidad operativa, una rentabilidad más estable (margen entre 20% y 30% sobre EBITDA), mitigando la volatilidad por factores climáticos. El efectivo control de costos, focalización en el negocio de producción, sumado a la experiencia y trayectoria en el manejo de alquileres de campos ha permitido mantener una estructura de costos eficiente y las necesidades financieras acotadas. El EBITDA del año a junio 2022 resultó en USD 63 millones con un margen del 29%, muy por encima del promedio histórico de USD 30 millones, principalmente debido a los altos precios de venta y bajos

Informe Integral

Calificaciones

Emisor Largo Plazo	A+(arg)
ON Serie X	A+(arg)
ON Serie XI	A+(arg)
ON Serie XII	A+(arg)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

MSU S.A.		
Consolidado	30/09/2022	30/06/2022
(\$ miles*)	Año móvil	12 Meses
Total Activos	52.100.431	37.063.801
Deuda Financiera	14.111.237	8.227.749
Ingresos	23.886.904	22.698.026
EBITDA	6.088.856	6.647.885
EBITDA (%)	25,5	29,3
Deuda Total / EBITDA (x)	2,3	1,2
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	1,1	1,2
(Deuda Total -IRR) / EBITDA (x)	1,4	0,8
(Deuda Neta Total - IRR) / EBITDA (x)	0,1	0,7
EBITDA / Intereses (x)	8,2	11,0

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

Criterios Relacionados

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

Informes Relacionados

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

Analistas

Analista Principal
 Martín Suárez
 Analista
martin.suarez@fixscr.com
 +54 11 5235 8138

Analista Principal
 Candido Perez
 Director Asociado
candido.perez@fixscr.com
 +54 11 5235 8119

Responsable del Sector
 Cecilia Minguillón
 Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235-8123

costos de implantación durante la campaña 2021/22. FIX espera que esta situación tienda a estabilizarse para la campaña 2022/2023 con márgenes de EBITDA en torno a USD 25-30 millones debido al aumento de los arrendamientos, incrementos en los precios de los insumos agrícolas y un tipo de cambio menos competitivo. En tanto, se espera que los precios de los commodities continúen en niveles históricamente elevados aunque con tendencia bajista y que el efecto de la sequía, principalmente en trigo, impacte en la generación de EBITDA.

Flujo de fondos libre negativos: La calificación contempla la volatilidad de la generación de fondos sujeta a factores fuera del alcance de la compañía como la evolución de los precios de los commodities, los rindes agropecuarios y factores climáticos. A su vez, la política de dividendos de los últimos años, en conjunto con las inversiones, presionaron los Fondos de Flujos Libres (FFL). Hacia adelante, FIX espera Flujos de Fondos Libres negativos dadas las altas necesidades de CAPEX para la planta procesadora de maní principalmente, y el plan de inversiones destinadas a ampliar la infraestructura y capacidad operativa en la región por USD 1.5 millones por año aprox. FIX no considera en su escenario base distribuciones de dividendos ni compras adicionales de activos productivos para incrementar las hectáreas propias, aunque no descarta que éstos últimos podrían darse si aparecen oportunidades convenientes.

Sensibilidad de la calificación

La calificación contempla que la compañía pueda transitar el período de construcción de la planta procesadora de maní con holgada liquidez y aceptables coberturas de intereses, mayores a 3.0x en conjunto con ratios de apalancamiento que no se desvíen consistentemente por arriba de 4.0x de deuda a EBITDA, por lo que, menores niveles de EBITDA y Flujos de Caja Operativos (FCO) importantes y persistentes, derivados de reducidos rindes y/o precios durante un ciclo adverso prolongado, que impliquen en mayor apalancamiento y menores coberturas podrían derivar en una baja de calificación.

En tanto, FIX no vislumbra en el mediano plazo cambios que podrían implicar un cambio positivo en la calificación.

Liquidez y Estructura de Capital

Flexibilidad financiera: Si bien la compañía históricamente ha operado con deuda concentrada en el corto plazo, también ha contado con Caja e Inversiones Corrientes y con importantes niveles de Inventarios de Rápida Realización (IRR), los cuales le otorgan mayor flexibilidad financiera, cubriendo los últimos seis años la totalidad de la Deuda de Corto Plazo (a septiembre 2022 en 1.4x). Hacia adelante, FIX estima que la compañía continuará con muy buenos niveles de liquidez y menor participación de la deuda de corto plazo en el total. MSU, a su vez, detenta un buen acceso al financiamiento bancario con los principales bancos locales e internacionales y al mercado de capitales local.

Anexo I. Resumen Financiero

La compañía ha adoptado la moneda funcional dólar para la preparación de sus Estados Contables y por lo tanto los mismos no se ajustan por inflación.

Resumen Financiero - MSU S.A.

(miles de ARS)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	Año Móvil	sep-22	2022	2021	2020	2019	2018
	12 meses	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad							
EBITDA Operativo	6.088.856	525.508	6.647.885	2.694.169	1.532.978	1.180.020	484.195
EBITDAR Operativo	6.088.856	525.508	6.647.885	2.694.169	1.532.978	1.180.020	484.195
Margen de EBITDA	25,5	17,4	29,3	22,7	25,1	27,9	20,0
Margen de EBITDAR	25,5	17,4	29,3	22,7	25,1	27,9	20,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(44,2)	(1,3)	(67,1)	(77,1)	(56,3)	(61,1)	(53,3)
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,8	93,0	(12,7)	(0,3)	(11,6)	(4,5)	(14,8)
Coberturas							
FGO / Intereses Financieros Brutos	(15,8)	(1,4)	(20,3)	(16,6)	(11,7)	(21,9)	(16,4)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	8,2	2,2	11,0	6,0	5,1	9,6	5,4
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,2	1,3	1,0	0,5	0,6	1,1
FGO / Cargos Fijos	(15,8)	(1,4)	(20,3)	(16,6)	(11,7)	(21,9)	(16,4)
FFL / Servicio de Deuda	0,1	1,2	(0,5)	0,1	(0,1)	(0,0)	(0,6)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,9	1,9	(0,4)	0,4	0,2	0,3	(0,2)
FCO / Inversiones de Capital	5,7	49,2	(7,7)	0,9	1,6	0,2	(13,9)
Estructura de Capital y Endeudamiento							
Deuda Total Ajustada / FGO	(1,2)	(10,3)	(0,7)	(0,6)	(0,8)	(0,7)	(0,8)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,3	6,7	1,2	1,7	1,8	1,7	2,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	3,1	1,2	1,4	1,2	1,1	2,2
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	2,3	6,7	1,2	1,7	1,8	1,7	2,5
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	1,1	3,1	1,2	1,4	1,2	1,1	2,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,7	9,6	9,5	12,2	12,5	7,6	8,9
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	67,0	67,0	53,9	51,2	100,0	87,1	30,2
Balance							
Total Activos	52.100.431	52.100.431	37.063.801	21.368.979	13.187.772	7.783.277	4.837.757
Caja e Inversiones Corrientes	7.689.747	7.689.747	466.924	731.672	903.668	646.083	172.150
Deuda Corto Plazo	9.457.307	9.457.307	4.435.441	2.312.517	2.811.825	1.739.937	368.659
Deuda Largo Plazo	4.653.930	4.653.930	3.792.308	2.203.658	0	257.608	852.680
Deuda Total	14.111.237	14.111.237	8.227.749	4.516.175	2.811.825	1.997.545	1.221.339
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	14.111.237	14.111.237	8.227.749	4.516.175	2.811.825	1.997.545	1.221.339
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	14.111.237	14.111.237	8.227.749	4.516.175	2.811.825	1.997.545	1.221.339
Total Patrimonio	12.605.358	12.605.358	10.135.457	5.053.919	3.431.953	2.398.451	1.513.975
Total Capital Ajustado	26.716.595	26.716.595	18.363.206	9.570.093	6.243.778	4.395.996	2.735.313
Flujo de Caja							
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(12.548.943)	(579.335)	(12.934.538)	(7.826.859)	(3.813.710)	(2.808.900)	(1.545.801)
Variación del Capital de Trabajo	14.105.102	3.447.339	11.122.407	8.308.805	4.729.663	2.829.089	1.269.542

Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.556.159	2.868.004	(1.812.131)	481.947	915.952	20.189	(276.259)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(273.253)	(58.276)	(234.069)	(523.461)	(590.616)	(80.917)	(19.895)
Dividendos	(841.456)	0	(841.456)	0	(1.033.588)	(128.118)	(60.237)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	441.450	2.809.728	(2.887.656)	(41.514)	(708.252)	(188.846)	(356.391)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	360.243	13.026	358.339	19.576	31.204	13.352	16.157
Otras Inversiones, Neto	403	(200)	0	4.949	59.583	(8.493)	(69)
Variación Neta de Deuda	5.810.271	4.407.060	2.429.476	743.228	503.511	692.785	407.329
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	6.612.367	7.229.614	(99.841)	726.239	(113.954)	508.798	67.026

Estado de Resultados

Ventas Netas	23.886.904	3.022.461	22.698.026	11.863.741	6.116.627	4.224.493	2.415.406
Variación de Ventas (%)	5,2	64,8	91,3	94,0	44,8	74,9	47,8
EBIT Operativo	5.868.125	456.733	6.454.299	2.550.469	1.417.426	1.069.501	456.145
Intereses Financieros Brutos	746.577	238.159	606.047	445.454	300.681	122.749	88.886
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	4.220.179	378.486	4.484.129	1.338.437	541.478	479.187	329.551

Otros Indicadores

IRR	5.801.883	5.801.883	2.976.930	2.629.530	1.939.874	1.290.382	646.823
Deuda Total Neta de IRR	8.309.354	8.309.354	5.250.819	1.886.645	871.951	707.163	574.516
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	1,4	4,0	0,8	0,7	0,6	0,6	1,2
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	0,1	0,3	0,7	0,4	(0,0)	0,1	0,8
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	142,7	142,7	77,6	145,3	101,1	111,3	222,1
Deuda Corto Plazo / IRR	1,6	1,6	1,5	0,9	1,4	1,3	0,6

Anexo II. Glosario

- Cargos Fijos: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Alquileres Devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda Asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- EBITDA: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres Devengados.
- MM: Millones.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.
- MAGYP: Ministerio de Agricultura Ganadería y Pesca
- Commodities: Productos Indiferenciados.
- IRR: Inventarios de Rápida Realización.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Serie X	
Monto Autorizado:	Por hasta USD 20.000.000 ampliable hasta USD 30.000.000.
Monto Emisión:	USD 24.500.000
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares.
Forma de Integración:	Dólares.
Moneda de pago:	Dólares.
Fecha de Emisión:	12 de septiembre de 2022.
Fecha de Vencimiento:	12 de septiembre de 2024.
Amortización de Capital:	En un solo pago a la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa nominal anual fija del 7.5%.
Cronograma de Pago de Intereses:	Anualmente, en forma vencida.
Destino de los fondos:	Para uno o más de los siguientes destinos: (i) inversiones en activos físicos y bienes de capital situados en el país (incluyendo sin limitaciones inmuebles que permitan a la sociedad expandir sus inversiones en el sector), (ii) adquisición de fondos de comercio situados en el país, (iii) integración de capital de trabajo en el país, (iv) refinanciación de pasivos, (v) a la adquisición de participaciones sociales, y (vi) a la integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora o financiamiento del giro comercial de su negocio, siempre que el producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados.
Garantía:	Común.
Opción de rescate:	A opción de la entidad por la totalidad, a un precio de rescate equivalente al 101% del capital, más los intereses devengados.

Obligación Negociable Serie XI	
Monto Autorizado:	Por hasta USD 15.000.000 ampliable hasta USD 30.000.000.
Monto Emisión:	USD 30.000.000
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares.
Forma de Integración:	En pesos al tipo de cambio inicial y/o en especie mediante la entrega de las Obligaciones Negociables Elegibles.
Obligaciones Negociables Elegibles	Obligación Negociable Serie IX conforme a la relación de canje indicada en el suplemento de prospecto.
Moneda de Pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable
Fecha de Emisión:	14 de noviembre de 2022
Fecha de Vencimiento:	14 de noviembre de 2026
Amortización de Capital:	33,33% el 14 de noviembre de 2025 y el resto a la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa fija nominal anual del 0%.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente
Destino de los fondos:	Para alguno los siguientes destinos: a inversiones en activos físicos y bienes de capital situados en el país, adquisición de fondos de comercio situados en el país, integración de capital de trabajo en el país (incluyendo sin limitación obras de infraestructura) o refinanciación de pasivos, a la integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la Emisora, a la adquisición de participaciones sociales y/o financiamiento del giro comercial de su negocio, cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados.

Garantía:	Común.
Opción de rescate:	A opción de la entidad una vez transcurridos los 18 meses desde la fecha de emisión, por la totalidad, al precio de rescate, el cual es varía según el plazo transcurrido desde la fecha de emisión, más los intereses devengados.

Obligación Negociable Serie XII

Monto Autorizado:	Por hasta USD 55.000.000 ampliable hasta USD 65.000.000.
Monto Emisión:	USD 60.777.529
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares.
Forma de Integración:	En pesos al tipo de cambio inicial
Moneda de Pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable
Fecha de Emisión:	14 de noviembre de 2022
Fecha de Vencimiento:	14 de noviembre de 2032
Amortización de Capital:	A partir del 14 de noviembre de 2027, en 6 cuotas iguales anuales cada una por un porcentaje de 16,67% del monto de capital con excepción de la última cuota que será del 16,65%.
Intereses:	Tasa fija nominal anual del 4.9%.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestralmente.
Destino de los fondos:	Para la financiación de la construcción de una Planta de Procesamiento e Industrialización de Maní.
Intereses compensatorios adicionales:	En caso de que la Sociedad no emplee totalmente el producido neto proveniente de la colocación, un interés compensatorio adicional equivalente a una tasa fija nominal anual de 100 bps (cien puntos básicos)
Garantía:	Común.
Opción de rescate:	A opción de la entidad, total o parcialmente, al precio de rescate del capital, el cual es varía según el plazo transcurrido desde la fecha de emisión, más los intereses devengados.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg. CNV N°9

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **20 de diciembre de 2022**, confirmó* en la categoría **A+(arg)** la calificación de Emisor de Largo Plazo de **MSU S.A.**, y de las siguientes Obligaciones Negociables previamente emitidas por la compañía:

- Serie X por hasta USD 20 millones ampliable hasta USD 30 millones.
- Serie XI por hasta USD 15 millones ampliable hasta USD 30 millones.
- Serie XII por hasta USD 55 millones ampliable hasta USD 65 millones.

La **Perspectiva** es **Estable**.

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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

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

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

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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **3 de noviembre de 2022** 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 período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

Fuentes

La calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en www.cnv.gob.ar):

- Estados Contables Consolidados trimestrales auditados hasta el 30-09-2022 (3 meses) (auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte & CO S.A).
- Estados Contables Consolidados anuales auditados hasta el 30-06-2022 (12 meses) (auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte & CO S.A).
- Suplemento de precio de emisión de Obligaciones Negociables Serie X.
- Aviso de resultados de colocación de las Obligaciones Negociables Serie X.

- Suplemento de precio de emisión de Obligaciones Negociables Serie XI y XII.
- Aviso de resultado de las Obligaciones Negociables Serie XI y XII.
- Información de gestión provista por la empresa.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador-, 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. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB 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 LÍDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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

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

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

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.