

Hijos de Salvador Muñoz S.A. (HSM)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A-(arg)
ON Clase I por hasta USD 5MM ampliables a USD 10 MM	A-(arg)

Perspectiva:
Estable

Resumen Financiero

Consolidado	31/7/2021	30/4/2021
(\$ miles constantes a jul-21)	3 Meses	12 Meses
Total Activos	8.291.158	7.298.659
Deuda Financiera	3.800.146	3.954.561
Ingresos	4.229.893	9.348.070
EBITDA	1.111.011	1.026.873
EBITDA (%)	26,3	11,0
Deuda Total / EBITDA	0,9	3,9
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	0,4	3,1
(Deuda Neta Total - IRR) / EBITDA	0,4	2,9
EBITDA / Intereses	6,0	2,0

(*) Los resultados exhibidos al cierre de julio 2021 y abril 2021 se encuentran ajustados por inflación y no son comparables con resultados de períodos anteriores.

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

Informes relacionados

Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores

Analistas

Analista Principal
Aixa Ratta
Analista
+54 11 5235-8137
Jesicaaixa.ratta@fixscr.com

Analista Secundario
Gustavo Avila
Director
+54 11 5235-8146
gustavo.avila@fixscr.com

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

Factores Relevantes de la Calificación

Acción de calificación: FIX SCR S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – confirmó la calificación de emisor en A-(arg) con Perspectiva Estable a Hijos de Salvador Muñoz S.A. (HSM) y asignó la calificación de la ON Clase I en A-(arg) con Perspectiva Estable. FIX entiende que la compañía tiene 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. La compañía presenta un sostenido incremento de sus ventas en los últimos años con una buena generación de ingresos, mientras que la volatilidad del EBITDA responde principalmente a los mayores costos asociados al desarrollo de los nuevos negocios. FIX espera márgenes normalizados hacia adelante en torno al 20%, con un desapalancamiento gradual producto de las nuevas inversiones a realizar, con la expectativa que los niveles de deuda neta/EBITDA se mantengan inferiores a 3x. La calificación a su vez contempla su flexibilidad financiera soportada por un portafolio de activos cercano a 28.000 hectáreas propias.

Diversificación de productos agropecuarios y unidades de negocio: HSM presenta un menor riesgo operativo en comparación a pares de la industria debido a un sólido 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. 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.

Integración vertical: 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.

Adecuado desempeño: 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. La campaña 20/21 fue buena en términos de área cosechada y rindes (por arriba del promedio en el segmento de porotos), con un nivel de precios internacionales favorable que le permitió generar un EBITDA a abril '21 (12 meses) de ARS 1.026 millones y un margen del 11%. A futuro FIX estima que los márgenes se ubicarían en torno al 20%.

Generación de fondos volátil, mitigada por la diversificación de segmentos: La calificación contempla la volatilidad de la generación de fondos sujeta a factores fuera del alcance de la compañía como el precio de los commodities y los factores climáticos (al igual que las empresas del sector). A abr-21, la empresa reportó un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de \$1.006 MM, que a partir del requerimiento de capital de trabajo de \$573 MM derivó en un Flujo de Caja Operativo (FCO) de \$ 432 MM y por las importantes inversiones de capital por \$662 MM, el ejercicio abr-21 cerró con un Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo de \$ 389 MM. No obstante, 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 FIX espera que los flujos de la compañía sigan siendo volátiles y que el FFL sea neutral a negativo, respondiendo a la ciclicidad del negocio y el plan de inversiones planificado.

Flexibilidad Financiera: La compañía ha mostrado un acceso a diversas fuentes de financiamiento, y ha mantenido un nivel de apalancamiento adecuado, mientras que su portafolio de activos contribuye a su flexibilidad financiera para afrontar eventuales inversiones y los ciclos adversos. El 100% de la deuda correspondía a créditos bancarios, sin embargo HSM busca diversificar las fuentes de financiamiento para realizar nuevas inversiones a través de emisiones de deuda en el mercado de capitales local, cuyo plazo esté más alineado al repago de las inversiones.

Sensibilidad de la Calificación

Una baja de calificación podría derivar de que la compañía presente ratios de apalancamiento netos en forma permanente por encima de 3x, ante afectaciones significativas de factores climáticos, un plan de inversión más agresivo al previsto o incrementos significativos en el capital de trabajo.

La calificación de la compañía podría subir en caso de un mayor y sostenido nivel de ventas derivado de la ampliación de su capacidad productiva, que derive en una mayor rentabilidad y flexibilidad financiera dado el acceso al financiamiento en el mercado de capitales, y a un sostenido nivel de endeudamiento neto de IRR por debajo de 1.0x.

Liquidez y Estructura de Capital

Adecuado apalancamiento pese a plan de inversiones: En el último año, HSM ha aumentado su deuda a raíz de las inversiones para diversificar su producción y ampliar las unidades de negocio. A abr-21, el ratio deuda/EBITDA era de 3.9x y la deuda financiera ascendía a \$ 3.954 MM, donde el 74% correspondía a deuda corriente y el 68% se encontraba en moneda local, y los acreedores son bancos en su totalidad. El 44% de las ventas de la compañía son exportaciones de poroto, lo que brinda un adecuado calce de moneda. La deuda bruta menos IRR es \$ 3.180 MM y el indicador de deuda neta menos IRR a EBITDA fue 2.9x. Hacia adelante, si bien FIX espera que la deuda nominal de la compañía sea creciente, de acuerdo al plan de inversión, espera que los ratios de deuda neta/EBITDA se sostengan aproximadamente en niveles de 3x, con un desapalancamiento gradual y coberturas en torno a 2x.

El plan de inversiones de USD 12 millones se estima que durará 3 años (hasta 2024) y será financiado a través de la emisión de obligaciones negociables en el mercado de capitales. Los fondos se destinarán al financiamiento del capital de trabajo de la compañía, a la compra de insumos y fertilizantes y a la ampliación de la superficie y de la capacidad productiva del negocio de bananas. Las estimaciones de la empresa son que estas inversiones repercutan en un incremento del volumen de ventas del 19% en dólares en un período de 5 años, que FIX incorpora en su escenario base.

Adecuada posición de liquidez: A abr-21, la compañía contaba con un nivel de inventarios de rápida realización (IRR) por \$774 MM que dan cierto soporte a la posición de liquidez de la compañía, y una caja por \$156 MM. La caja e inversiones corrientes junto al EBITDA y los IRR (considerados al 80%) cubrían 67% de la deuda corriente a abril 2021. FIX estima que la compañía mantenga adecuados niveles de liquidez en los próximos años pese al plan de inversión.

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 a través de la sociedad Wenstrade S.A.

HSM tiene una superficie total explotable de 28.700 hectáreas, de las cuales 15.100 hectáreas (53%) son realizadas en sus propias tierras, y 13.600 hectáreas (47%) en inmuebles arrendados. Aproximadamente, se destinan 24.000 hectáreas a la producción de porotos, 2.400 hectáreas a pasturas ganaderas, 1.100 hectáreas a cereales y 1.400 hectáreas a hortalizas y bananas.

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 y los principales depósitos logísticos.

Posee marcas comerciales propias, entre las que se encuentran "Salvita", "Sama" y "Sol del Norte", todas del rubro alimenticio, con foco en enlatados.

Segmentos de producción

HSM SA cuenta con 5 líneas de negocios: la producción de granos (poroto y maíz), la producción de hortalizas y frutas, industrialización de conservas de tomate y pimiento, la actividad ganadera y la extrusión de aceite de soja.

Granos: poroto y maíz (44% de las ventas y 42% del EBITDA a abril 2021)

La Compañía es actualmente el principal productor y exportador de porotos en la Argentina, produciendo aproximadamente 26.800 hectáreas de granos, entre maíz y poroto en sus diferentes variedades: blanco, colorado, cranberry y negro. La producción de maíz se utiliza principalmente como insumo para alimentación del ganado propio de la compañía.

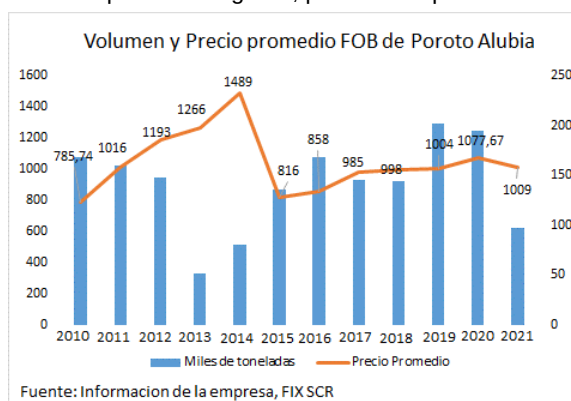
La producción y venta de poroto y en menor medida de maíz representaron el 44% de las ventas a abr-21 y representa un ingreso de divisas a la compañía.

En la campaña 2020-2021, se destinó a la siembra de poroto un área total de 24.000 has, de las cuales 11.215 HAS (46%) son arrendadas de manera continua campaña tras campaña. La compañía obtuvo una producción de 36.900 toneladas, reservando un stock de aproximado 3.000 toneladas como semillas para sembrar en la próxima campaña y una producción exportable de 29.900 toneladas.

La compañía exporta a través de Wenstrade S.A., compañía con la cual se estableció una alianza estratégica con el fin de lograr una mayor eficiencia en la operatoria y mantener e impulsar la presencia de los productos de la compañía en los mercados internacionales.

HSM SA exporta principalmente a Argelia (31%), Portugal (19%), Italia (12%) y España (10%), Turquía (9%), Filipinas (8%) e Israel (4%).

En el año 2013 se produjo "el período de sequía" en la Región del NOA, que trajo aparejada la baja de producción en ese año y el año 2014, el cual se compensó fuertemente en el valor del precio promedio de exportación logrado, por falta de producto.



Hortalizas (31% de las ventas y 24% del EBITDA a abril 2021)

La producción de hortalizas frescas, todo con riego por goteo represento el 31% de las ventas de la compañía a abr-21. HSM destina 180 hectáreas de invernaderos y alrededor de 1.200 hectáreas de campo en donde se cultivan pimiento, tomate (redondo y cherry), berenjena y choclo. Para la

campana 20-21, el área sembrada de hortalizas fue 1.703 HAS (con riego por goteo), obteniendo una producción de 2.437.000 bultos totales.

Ganadería (17% de las ventas y 23% del EBITDA a abril 2021)

La actividad ganadera se produce ganadería de recría a campo y a pasto en una primera etapa en un campo propio de 3.500 hectáreas de superficie. La segunda fase cuenta con un Feed-Lot para terminación de animales gordos destinados a la faena. La actividad ganadera a abril 2021 cuenta con aproximadamente 14.000 cabezas en stock, lo que permite a la compañía rotar y comercializar alrededor de 25.000 animales vacunos terminados al año.

La actividad de cría se lleva a cabo en “Estancia Don Salvador” y el engorde a corral en la finca “Zanja del Tigre”. La “Estancia Don Salvador” tiene 2400 hectáreas donde se implantaron pasturas para hacer recría o engorde a campo abierto. El Establecimiento Don Salvador le provee hasta 10.000 cabezas anuales lo que implica que el 60% son adquiridos fuera de la empresa. De esta forma, el índice de productividad de la finca se estima en un promedio de entre 800 a 1.000 kg de carne por hectárea y por año.

En la “Estancia Zanja del Tigre”, se instaló 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.

A abr-21, la Estancia Don Salvador contaba con 7826 cabezas de ganado y el feed lot de Zanja del Tigre contaba con 6.336 cabezas de ganado. A abr-21, un 43% de las ventas corresponde a frigoríficos exportadores, concretada a través de la Consignataria ECOSER S.A. Los Frigoríficos Exportadores de destino final para la exportación son: SWIFT, TIVEY PARTNER ARG. y ARRE BEEF. El 57% de las ventas se destinan a matarifes con matrícula o frigoríficos que trabajan para el mercado local argentino.

Unidad de Negocios Banana (5% de las ventas y 6% del EBITDA a abril 2021)

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 a 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.

A abril 2021, HSM contaba con 420 hectáreas plantadas, de las cuales aproximadamente 210 has. ya se encuentran en producción plena, siendo que el resto de la superficie desarrollada y plantada ingresará en producción a finales del año 2021. Asimismo, y en continuo crecimiento de esta unidad de negocios tienen previsto durante el ejercicio 2021/2022 tecnificar y plantar las siguientes 100 has., que la Compañía adquirió a principios de 2021, para así completar una superficie de producción total de 520 has.

Las bananas se comercializan bajo 3 marcas: el 25% de las ventas se comercializan a través SALVITA TROPICAL (acuerdo comercial entre la Compañía y Tropical Argentina), el 35% a través de su primera marca SALVITA y el 40% a través de su segunda marca SAMA.

Las tierras destinadas a la producción de bananas son 100% propias debido a las altas inversiones para su desarrollo.

Actualmente cuentan con dos plantas de empaque para procesar bananas, una planta en Colonia Santa Rosa (dos fincas) y una en la Finca Solazutti en la Provincia de Salta. Adicionalmente, posee un centro de maduración y distribución en la ciudad de Salta.

Conservas de pimientos y tomates (3% de las ventas y 5% del EBITDA a abril 2021)

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.

Los Pimientos y Tomates para "Conservas" salen a la venta en envase de hojalata con las marcas propias de HSM (Salvita, Sol del Norte) y con "marcas blancas" destinado a terceros clientes mayoristas locales.

Mercado interno

La Compañía tiene como clientes al vendedor minorista, cadenas de supermercados nacionales, La Anónima y Cencosud, entre otras, y ciertas cadenas de supermercados con operaciones en distintas regiones del país. Dentro del mercado local, la empresa está presente en Centros de Distribución dentro del Mercado Central de Buenos Aires a través de consignatarios que abastece la región del Área Metropolitana de Buenos Aires ("AMBA"), y en Mercado Central de Salta. Asimismo, opera en los Centros Concentradores de comercialización de frutas y verduras más relevantes del país: Rosario, Santa Fe, Córdoba, Bahía Blanca, Mendoza, Tucumán y Salta.

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

El morrón y tomate enlatado con su marca propia y de otras empresas de primera línea del sector de conservas y grandes supermercados tiene una alta demanda, tanto a nivel doméstico como por la demanda gastronómica.

Respecto a la comercialización de la banana, al momento la Compañía opera bajo dos formatos para llegar al canal de consumo, a) en forma directa a través de los puestos de comercialización de frutas y hortalizas b) en asociación con Tropical Argentina S.A. para atender determinados clientes acreditados.

En el mercado internacional

La Empresa comercializa sus productos en el exterior exportando su producción a través del bróker representante: Wenstrade S.A. WENSTRADE S.A. se dedica a la comercialización de granos, legumbres y otros productos alimenticios siendo reconocida como uno de los centros logísticos consolidado de contenedores del país.

Desde esta campaña 2020/2021, los Accionistas de HSM y Wenstrade S.A. han celebrado un Acuerdo Comercial donde los señores Salvador y Miguel Muñoz en forma personal se incorporaron como Accionistas del 50% de Wenstrade S.A. Esta unión societaria consolidará aún más a HSM en el mercado de exportación con el objetivo de generar una mejor calidad de oferta a los clientes a los que va dirigido la exportación de legumbres de la compañía.

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. 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.

HSM exporta porotos de todas las variedades en forma indirecta a través de la sociedad WENSTRADE S.A., llegando a cubrir con los productos a clientes en 11 países en Europa, Asia, África, América Central y América del Sur, posicionándose como principal productor de esta legumbre del país.

Capacidad Instalada

La compañía tiene un complejo industrial que comprende:

* Planta procesadora de legumbres donde se clasifican, limpian y empaquetan bolsas de 25kg, 50kg o Big Bag de 1.000 kg. La planta produce anualmente aproximadamente 25.000 toneladas de porotos. Los actuales mercados donde la Compañía comercializa sus productos son: España, Italia, Francia, Portugal, Turquía, Argelia y Centro y Sur América.

* Planta de Empaque de Hortalizas: El equipamiento instalado permite seleccionar por producto, peso y color, con una capacidad de manejo de 20.000 cajas diarias.

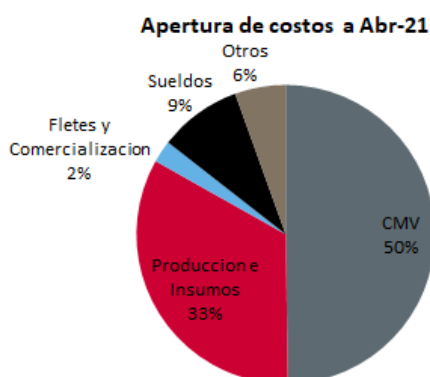
* Planta de Procesamiento de Conservas: se inició en el año 2005, donde se procesan pimientos y tomates en conserva en envase de hojalata con marca propia (Salvita, Sama, Sol del Norte, entre las principales) y con "marcas blancas" de terceros clientes. La planta tiene la capacidad máxima de procesar 50.000 kg por día de materia prima. Se procesan más de 3.000 toneladas anuales de morrones en conserva y alrededor de 500 toneladas anuales de tomates enlatados triturados. En 2018 se amplió y modernizó la planta mejorando la escala y tecnología y se puso en marcha la segunda línea de procesamiento y enlatado.

* Planta de Empaque de Bananas. El complejo productivo incluye tres centros de empaque en el norte de la provincia de Salta y un centro de despacho en la ciudad de Salta capital. Además, cuenta con una planta alquilada localizada en la ciudad de Salta capital, la actividad de maduración final de la banana para la distribución eficiente en el canal minorista en distintas provincias del NOA; entre ellas Salta Jujuy Catamarca y Santiago del Estero.

Centros de distribución: La Empresa distribuye sus productos en forma directa a través de puestos propios ubicados en el Mercado Central de Buenos Aires (sólo hortalizas), Mercado Central de Salta para frutas y hortalizas y en su planta de empaque de hortalizas arriba mencionada. La Empresa prevé realizar la ampliación del centro de distribución de Salta.

Estructura de Costos

HSM es una empresa intensiva en capital de trabajo. A abr-21, el costo asociado a la labor de la tierra, insumos y transporte fue aproximadamente el 85% de los costos totales.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

HSM ha ido posicionándose como una importante compañía agropecuaria de Argentina reconocida 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 expuestos 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.

Estrategia del management

El modelo de desarrollo se basa en fortalecimiento de las unidades de negocio existentes y la diversificación en nuevas unidades de negocios, aumentando siempre la productividad a través de importantes inversiones en tecnología y transformación de la tierra en campos propios y arrendados. Desde el año 2016 al año 2021, HSM ha destinado más de USD 60 millones a inversiones productivas para las cinco unidades de negocio. La estrategia empresarial tiene foco en la diversificación de la producción para lograr desarrollar oportunidades en nuevos productos y aumentar y estabilizar los flujos de fondos durante todos los meses del ciclo anual, mitigando la estacionalidad propia del negocio agro-industrial.

Las futuras inversiones aún no están definidas en su magnitud, pero en función de lo comentado por los ejecutivos de la compañía FIX estima un capex cercano a USD 12 millones.

Riesgo del sector

La actividad agropecuaria es considerada fuertemente cíclica y se caracteriza por la generación de flujos volátiles. Los mismos responden al comportamiento errático de los precios internacionales y nacionales de los granos, verduras y frutas que responden a las cambiantes situaciones de oferta y demanda para cada cultivo. A su vez, la oferta de cada cultivo es afectada por las condiciones climáticas de cada región que afectan el rinde de cada campaña.

La producción mundial de porotos alcanza un volumen de desarrollo superior a las 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.

FIX espera para la campaña 21/22 buenas métricas crediticias del sector debido a la continuidad de elevados precios internacionales que redundará en mayores niveles de ingresos, EBITDA y márgenes de rentabilidad, a pesar de la imposición de retenciones que afecta la venta internacional de porotos, que representa el 40% de las ventas totales. FIX mantiene la perspectiva estable en el sector agroindustrial debido a su menor exposición relativa al impacto negativo generado por el COVID-19 comparada con el resto de las industrias.

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 tal como ocurrió en 2013.

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.

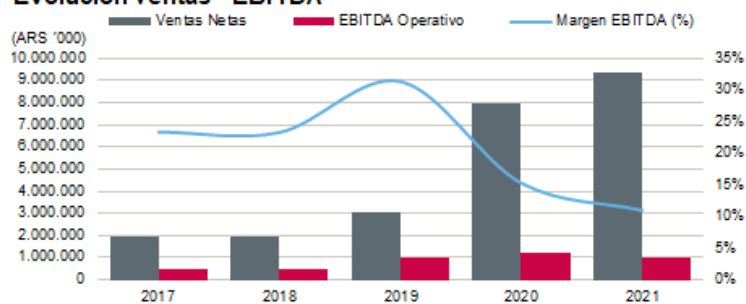
Estacionalidad de las ventas. Las ventas del sector agropecuario se encuentran concentradas post cosecha, lo que le demanda elevadas necesidades de financiar capital de trabajo. No obstante esta estacionalidad esta matizada por la diversificación en múltiples segmentos y la venta de conservas, vital para la empresa para poder sortear la estacionalidad del negocio agropecuario.

Perfil Financiero

Rentabilidad

A abr-21, HSM registró ventas por \$9.348 MM y EBITDA por 1.027 MM, con márgenes del 11%. En los últimos años el margen (contable) fue afectado por mayores gastos atribuidos al desarrollo de los nuevos negocios. A futuro FIX estima que los márgenes se ubicarían en torno del 20%.

Evolución Ventas - EBITDA



(*) Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

En el caso de la actividad porotera, en el período entre los meses de mayo y julio de cada año se genera la cosecha y reconocimiento anual del valor de la producción, la cual se calcula a su valor razonable menos los costos estimados en el punto de venta.

De acuerdo a los valores que surgen del último Estado Financiero Intermedio de tres meses finalizado al 31.07.2021 y del Estado Financiero anual al 30.04.2021 (expresados en moneda constante del mes de julio de 2021), los Ingresos de Hijos de Salvador Muñoz S. A. se los puede desagregar en los siguientes conceptos:

	31.07.2021	30.04.2021
	(3 meses)	(12 meses)
Ventas Netas	1,418,662	4,732,701
Producción	2,738,554	3,642,293
Cambios en VR(*)	<u>72,677</u>	<u>973,076</u>
Ingresos	<u>4,229,893</u>	<u>9,348,070</u>

Por lo tanto, se aclara que los Ingresos que generan directamente movimiento de fondos son únicamente las Ventas Netas, dado que la producción implica reconocer un ingreso que a futuro generará flujos de fondos, es decir son una ganancia realizada pero no líquida. El resultado por el período intermedio de tres meses finalizado al 31.07.2021 de HSM incluyó como evento principal, entre otras cosas, la materialización de la producción de la actividad porotera, reconociendo ese ingreso en detrimento de la sementera de granos (principal componente del costo de la producción agrícola que recolecta todos los costos necesarios desde el inicio de las labores de siembra hasta su cosecha). Dicho evento anualmente tiene su cronología en dicho primer trimestre del ejercicio anual de la compañía, y es un resultado que no se volverá a generar en los siguientes tres trimestres próximos.

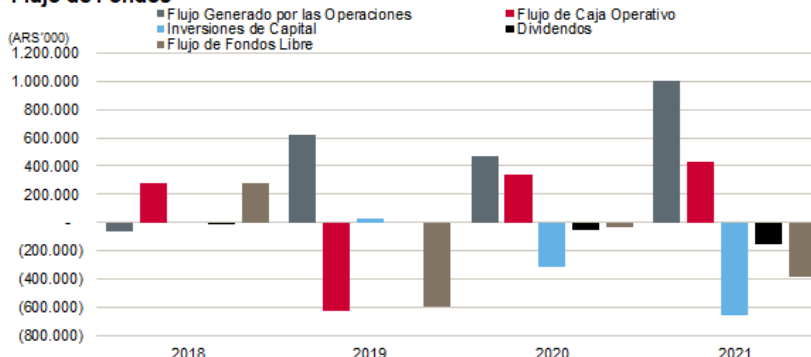
Flujo de fondos

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 sólo entre mayo y diciembre. Este desarrollo generó en la compañía que el flujo de producción y ventas de productos frescos fuera constante, y también permitió aprovechar que la fábrica de Conservas pudiera trabajar todos los meses del año.

A abr-21, la empresa reportó un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de \$1.006 MM, que a partir del requerimiento de capital de trabajo de \$573 MM derivó en un Flujo de Caja Operativo (FCO) de \$ 432 MM y por las importantes inversiones de capital por \$662 MM, el ejercicio abr-21 cerró con un Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo de \$ 389 MM. Hacia adelante FIX espera que los flujos de la compañía sigan siendo volátiles, respondiendo a la ciclicidad del negocio y el agresivo plan de inversión planificado. La calificación propuesta contempla la generación de flujos volátiles sujetos a factores fuera del alcance de la compañía como el precio de los commodities y los factores climáticos, inherentes al sector donde opera, al igual que sus pares.

Flujo de Fondos



(*) Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

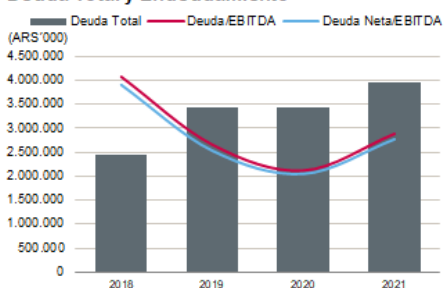
Liquidez y estructura de capital

A abr-21, el ratio deuda/EBITDA era de 3.9x y la deuda financiera ascendía a \$ 3.954 MM, donde el 74% correspondía a deuda corriente y el 68% se encontraba en moneda local, y los acreedores son bancos en su totalidad. El 44% de las ventas de la compañía son exportaciones de poroto, lo que brinda un adecuado calce de moneda. La deuda bruta menos IRR es \$ 3.180 MM y el indicador de deuda neta menos IRR a EBITDA fue 2.9x.

Hacia adelante, si bien FIX espera que la deuda nominal de la compañía sea creciente, de acuerdo al plan de inversión, espera que los ratios de deuda neta/EBITDA se sostengan aproximadamente en niveles de 3x, con un desapalancamiento gradual y coberturas en torno a 2x. La Calificadora monitoreará el avance de estas inversiones y su impacto en ventas, como en potenciales ganancias de eficiencia y escala. Un escenario positivo de mayor eficiencia de costos, repercutirá en mayores niveles de rentabilidad, flujos y ratios de apalancamiento y coberturas.

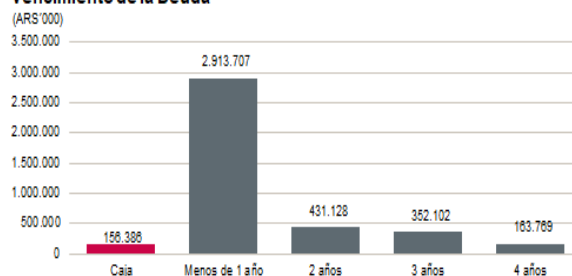
El plan de inversiones de USD 12 millones se estima que durará 3 años (hasta 2024) y será financiado a través de la emisión de obligaciones negociables en el mercado de capitales. Los fondos se destinarán al financiamiento del capital de trabajo, a la ampliación de la superficie y de la capacidad productiva del negocio de bananas y a la compra de insumos y fertilizantes. Las estimaciones de la empresa son que estas inversiones repercutan en un incremento del volumen de ventas del 19% en dólares en un período de 5 años, que FIX incorpora en su escenario base.

Deuda Total y Endeudamiento



(*) Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Plan de Inversiones

Los fondos de la ON serán destinadas a los siguientes requerimientos:

- Cubrir necesidades de capital de trabajo del giro ordinario del negocio.
- Compra de insumos y fertilizantes.

- c) La ampliación de la capacidad productiva de bananas. Terminar el proceso de incorporación a la producción de las 100 hectáreas de Bananas recientemente adquiridas, que se encuentran en etapa de implantación.

Las estimaciones de la empresa es que el plan de inversiones repercuta en un incremento del volumen de ventas del 19% en dólares hasta la campaña 2023/24 (+50% en ventas de hacienda, +66% en bananas y +199% en extrusión de aceites vegetales), que FIX incorpora en su escenario base.

Capitalización

ARS '000

Deuda de Corto Plazo	2.913.707	44%
Deuda de Largo Plazo	1.040.854	16%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	3.954.561	60%
Total Patrimonio	2.601.933	40%
Total Capital Ajustado	6.556.493	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Deuda Total y Ratios de Endeudamiento

ARS '000	2017	2018	2019	2020	2021
Deuda Total	1.497.559	2.438.072	3.433.677	3.448.410	3.954.561
Deuda/EBITDA	3,3	5,4	3,5	2,8	3,9
Deuda Neta/EBITDA	3,1	5,2	3,4	2,7	3,7
Deuda Neta de IRR/EBITDA	1,2	4,7	3,2	2,5	2,9

Fuente: Información de la empresa

Liquidez

FIX considera que HSM presenta una liquidez adecuada. A abr-21, la compañía contaba con un nivel de inventarios de rápida realización (IRR) por \$774 MM que dan cierto soporte a la posición de liquidez de la compañía, y una caja por \$156 MM. La caja e inversiones corrientes junto al EBITDA y los IRR (considerados al 80%) cubrían 67% de la deuda corriente a abril 2021. FIX estima que la compañía mantenga adecuados niveles de liquidez en los próximos años pese al plan de inversión.

Liquidez - HSM

ARS '000	2017	2018	2019	2020	2021
EBITDA Operativo	450.581	448.421	967.509	1.218.682	1.026.873
Caja e Inversiones Corrientes	83.487	100.642	160.736	113.409	156.386
Deuda Corto Plazo	414.835	995.774	1.841.822	1.953.542	2.913.707
Deuda Largo Plazo	1.082.725	1.442.299	1.591.855	1.494.868	1.040.854
Inventarios de Rápida Realización	863.932	251.400	178.188	335.770	774.538

Liquidez - HSM

ARS '000

Indicadores Crediticios

EBITDA / Deuda CP	1,1	0,5	0,5	0,6	0,4
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	1,3	0,6	0,6	0,7	0,4
EBITDA + Disponibilidades + IRR / Deuda CP	3,4	0,8	0,7	0,9	0,7
IRR + Disponibilidades / Deuda CP	2,3	0,4	0,2	0,2	0,3
Deuda Total / EBITDA	3,3	5,4	3,5	2,8	3,9

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flexibilidad financiera

La compañía ha mostrado acceso a diversas fuentes de financiamiento, y ha mantenido un nivel de apalancamiento moderado el cual le permitirá afrontar los ciclos adversos. El 100% de la deuda correspondía a créditos bancarios, sin embargo HSM busca diversificar las fuentes de financiamiento para realizar nuevas inversiones a través de emisiones de deuda en el mercado de capitales local. Los flujos de la compañía no se encuentran afectados por cesiones de garantías.

Anexo I. Resumen Financiero

(*) Los resultados exhibidos al cierre de julio 2021 se encuentran ajustados por inflación y no son comparables con resultados de períodos anteriores. Para el análisis del sector consideramos métricas crediticias que excluyen de la deuda financiera los IRR. Los IRR se calculan al 80%.

Resumen Financiero - HSM

(miles 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				
Año	jul-21	2021	2020	2019	2018	2017
Período	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	1.111.011	1.026.873	1.218.682	967.509	448.421	450.581
EBITDAR Operativo	1.111.011	1.026.873	1.218.682	967.509	448.421	450.581
Margen de EBITDA	26,3	11,0	15,3	31,4	23,3	23,4
Margen de EBITDAR	26,3	11,0	15,3	31,4	23,3	23,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	6,6	(4,2)	(0,4)	(19,5)	14,4	45,3
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	8,7	3,0	1,9	2,7	0,6	2,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,0	2,0	2,5	2,7	2,6	3,1
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	6,0	2,0	2,5	2,7	2,6	3,1
EBITDA / Servicio de Deuda	1,2	0,3	0,5	0,4	0,4	0,8
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,5	0,4	0,4	0,8
FGO / Cargos Fijos	8,7	3,0	1,9	2,7	0,6	2,1
FFL / Servicio de Deuda	0,5	0,0	0,2	(0,1)	0,4	1,8
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,6	2,6	3,6	3,5	23,8	4,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,9	3,9	2,8	3,5	5,4	3,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	3,7	2,7	3,4	5,2	3,1
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,9	3,9	2,8	3,5	5,4	3,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,8	3,7	2,7	3,4	5,2	3,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	20,4	13,8	16,7	14,8	14,1	19,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	82,2	73,7	56,7	53,6	40,8	27,7
Balance						
Total Activos	8.291.158	7.298.659	6.457.856	8.173.963	8.412.294	3.764.629
Caja e Inversiones Corrientes	98.966	156.386	113.409	160.736	100.642	83.487
Deuda Corto Plazo	3.122.844	2.913.707	1.953.542	1.841.822	995.774	414.835
Deuda Largo Plazo	677.302	1.040.854	1.494.868	1.591.855	1.442.299	1.082.725
Deuda Total	3.800.146	3.954.561	3.448.410	3.433.677	2.438.072	1.497.559
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.800.146	3.954.561	3.448.410	3.433.677	2.438.072	1.497.559
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.800.146	3.954.561	3.448.410	3.433.677	2.438.072	1.497.559
Total Patrimonio	3.502.687	2.601.933	2.266.811	4.313.133	5.145.477	1.500.980
Total Capital Ajustado	7.302.833	6.556.493	5.715.220	7.746.810	7.583.550	2.998.539
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.422.685	1.006.611	467.125	619.231	(68.886)	161.673
Variación del Capital de Trabajo	(1.093.005)	(573.939)	(133.125)	(1.247.006)	346.364	692.003
Flujo de Caja Operativo (FCO)	329.680	432.672	334.000	(627.775)	277.479	853.675
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(50.442)	(662.641)	(312.365)	26.603	0	20.127
Dividendos	0	(158.628)	(52.074)	0	(182)	(229)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	279.238	(388.597)	(30.439)	(601.172)	277.297	873.573
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	750	(31.621)	(310.067)	(235.230)	(616.116)
Otras Inversiones, Neto	8.821	(75.336)	0	0	0	(71.078)
Variación Neta de Deuda	(154.415)	506.160	14.733	1.497.463	719.394	588.375
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	133.644	42.977	(47.327)	586.224	761.461	774.754
Estado de Resultados						
Ventas Netas	4.229.893	9.348.070	7.957.932	3.085.290	1.922.980	1.926.622
Variación de Ventas (%)	(54,8)	17,5	157,9	60,4	(0,2)	-
EBIT Operativo	1.016.407	640.707	879.405	657.453	336.538	369.984
Intereses Financieros Brutos	185.147	511.026	492.811	364.530	171.285	146.032
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	900.754	493.756	151.553	1.009.971	156.846	167.930

(*) Moneda constante a julio 2021

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- IRR: Inventarios de Rápida realización
- Commodities: Bienes transables
- MM: Millones
- LTM: Últimos 12 meses.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Clase I

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5.000.000 ampliable a USD 10.000.000
Monto Emisión:	A emitir
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares, pero suscripta y pagadera en pesos al tipo de cambio aplicable (dólar linked)
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	A los 24 meses desde la fecha de emisión
Amortización de Capital:	El capital de las Obligaciones Negociables Clase I será amortizado en tres pagos, los dos primeros equivalentes al 33,3% y el último equivalente al 33,34% del Valor Nominal de las Obligaciones Negociables Clase I, siendo pagaderas: (i) a los 18 meses desde la Fecha de Emisión y Liquidación, (ii) a los 21 meses desde la Fecha de Emisión y Liquidación, y (iii) en la Fecha de Vencimiento de la Clase I.
Intereses:	A licitar
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	Los fondos se destinarán a cubrir necesidades de capital de trabajo del giro normal del negocio, la ampliación de superficie y capacidad productiva de bananas, la compra de insumos y fertilizantes.
Garantías:	Las Obligaciones Negociables Clase I no gozarán de otra garantía que la común sobre el patrimonio del Emisor.
Opción de Rescate:	Se permitirá el rescate anticipado por razones fiscales
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Anexo IV. Dictamen de Calificación

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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **22 de octubre de 2021** confirmo la Categoría A-(arg) a la calificación del emisor y asignó la Categoría A-(arg) del siguiente instrumento a emitirse por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase I por hasta USD 5MM (ampliables por hasta USD 10 MM)

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

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.

Fuente

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

- Balances consolidados auditados hasta el 31/07/21. C.P.N.: Enrique Saravia Pauna
- Información de gestión aportada por la compañía al 31/07/2021.
- Suplementos de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables: Obligaciones Negociables Clase I

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 los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

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

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

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

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

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