

# S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F. (San Miguel)

## Factores relevantes de la calificación

**Perspectiva Negativa:** FIX (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX- mantiene la Perspectiva Negativa a las calificaciones de largo plazo de San Miguel A.G.I.C.I. y F. (San Miguel o SAMI). La compañía continúa con métricas elevadas de apalancamiento (Deuda Neta/EBTDA 8.8x y 17x año móvil a sep'21) y FIX espera un desapalancamiento más gradual a lo esperado anteriormente a partir de la menor generación de EBITDA, principalmente en el mercado de Argentina.

**Importante posición competitiva y escala operativa:** San Miguel se constituye como el principal exportador de limones del hemisferio sur capturando aproximadamente el 9% de participación del mercado de limón fresco en contra-estación y es uno de los principales industrializadores de subproductos de limón del mundo. Actualmente, la compañía procesa aproximadamente el 15% del limón del mundo y los ingresos por exportaciones representan entre el 80% y 90% de las ventas consolidadas. Además, presenta una participación relevante como productor y comercializador de mandarinas en el hemisferio sur y se espera que en 2021 aproximadamente 2/3 de la facturación se generará fuera de la Argentina. La compañía presenta diversificación geográfica a través de sus operaciones en Perú, Sudáfrica y Uruguay, adicionalmente a sus actividades en Argentina (principalmente producción de limón y alimentos procesados), con producción de paltas, mandarinas y uvas. FIX considera que sus operaciones en el exterior le otorgan acceso a generación de fondos en monedas duras y disponibilidad de financiamiento a bajo costo con importantes contrapartes.

**Endeudamiento cíclico mitigado por valor de sus activos:** SAMI cerró 2020 con Deuda Neta/EBITDA de 18,5x, con una fuerte caída en la generación de EBITDA respecto al ejercicio anterior ante un menor volumen de fruta fresca exportada, principalmente de Argentina con menores precios y bajos márgenes en el segmento de alimentos procesados. En tanto, el presente ejercicio fue afectado por los problemas logísticos globales. Hacia adelante, FIX considera que de no revertirse el ciclo de precios actuales del limón y sus derivados, la compañía generará un menor EBITDA al estimado anteriormente por FIX, lo que derivará en un desapalancamiento gradual que se ubicaría por debajo de 4x, recién a finales de 2023.

**La volatilidad en los flujos mitigada por un elevado valor de sus activos:** La volatilidad en los flujos se ve mitigada por un elevado valor de sus activos fijos (principalmente tierras y plantaciones) por cerca de USD 400 millones contra una deuda financiera neta que a jun'21 (pico de la deuda de la compañía por capital de trabajo) era de USD296.5 millones (incluye leaseings operativos por casi USD 17 millones), mientras que la deuda estructural se ubica cerca de USD 220 millones. En tanto, la deuda financiera neta de la compañía a sep'21 evidenció un leve incremento interanual del 2.3%.

**Flexibilidad operativa:** San Miguel cuenta con una estructura productiva flexible que le permite alterar el mix de producción según las tendencias de precios y condiciones climáticas a partir de su integración vertical, diversificación geográfica y participación en los segmentos de fruta fresca y productos industriales.

**Generación de fondos volátil:** San Miguel presenta una generación de fondos volátil respecto a las compañías calificadas en la categoría A(arg) ya que se encuentra altamente correlacionada con la evolución de la oferta y demanda global de fruta, puede verse impactada ante eventos climáticos adversos y actualmente se encuentra en un ciclo de precios bajos. FIX considera que dicha volatilidad se ve parcialmente mitigada por la diversificación geográfica

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor de Largo Plazo A (arg)  
 ON Simple Serie VII A (arg)

Perspectiva Negativa

### Resumen Financiero

S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F.		
Consolidado	30/09/2021	31/12/2020
(\$ miles)	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	72.088.919	51.143.018
Deuda Financiera	33.305.338	21.025.413
Ingresos	21.176.395	19.835.483
EBITDA	1.788.341	1.016.817
EBITDA (%)	8,4	5,1
Deuda Total / EBITDA	18,6	20,7
Deuda Neta Total / EBITDA	17,0	18,5
EBITDA/Intereses	0,7	0,4

### Crterios Relacionados

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

### Informes Relacionados

[Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, Junio 2021](#)

### Analistas

Analista Principal  
 Gustavo Avila  
 Director  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8142

Analista Secundario  
 Candido Perez  
 Director Asociado  
[candido.perez@fixscr.com](mailto:candido.perez@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8119

Responsable del Sector  
 Cecilia Minguillón  
 Senior Director  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)  
 +54 11 5235-8123

de sus operaciones y mercados finales, y por el segmento de producción industrial con contratos con grandes contrapartes diversificadas en varias industrias.

## Sensibilidad de la calificación

Dada la volatilidad intrínseca al negocio, el nivel de apalancamiento esperado para los próximos 12 meses y los desafíos globales que podrían implicar cambios en las condiciones macro como en términos regulatorios, FIX no prevé una acción de calificación positiva en el horizonte de calificación y estima que SAMI sea capaz de manejar su estructura de capital, monetizar gradualmente los nuevos negocios que le permita dar vuelta su flujo libre y desapalancar gradualmente su balance en los próximos años.

Los factores que individualmente o en conjunto podrían presionar a la baja la calificación serían: Acciones regulatorias negativas en los principales mercados que abastece, cambios en las condiciones macro o factores climáticos adversos que compriman sistemáticamente el EBITDA e impidan reducir el apalancamiento estructural hasta niveles cercanos a 3x (Deuda Financiera Neta Total/EBITDA) o la imposibilidad de tomar las acciones que permitan generar un flujo de caja libre positivo en el horizonte de calificación a partir de la maduración de los negocios.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Adecuada flexibilidad financiera:** FIX considera que San Miguel posee flexibilidad financiera, evidenciada por su acceso al financiamiento con diversas entidades, incluyendo bancos locales e internacionales, organismos multilaterales y emisiones en el mercado de capitales local.

**Ajustada liquidez:** La liquidez de la compañía es ajustada ya que a sep'21 la caja y equivalentes cubría el 22.5% de la deuda de corto plazo, mientras que a la misma fecha el 40% de la deuda financiera era corriente. FIX considera que las operaciones en el exterior y el hecho de que la mayor parte de la deuda financiera se encuentre radicada en Argentina, contribuyen a la flexibilidad financiera de la entidad.

## Perfil del Negocio

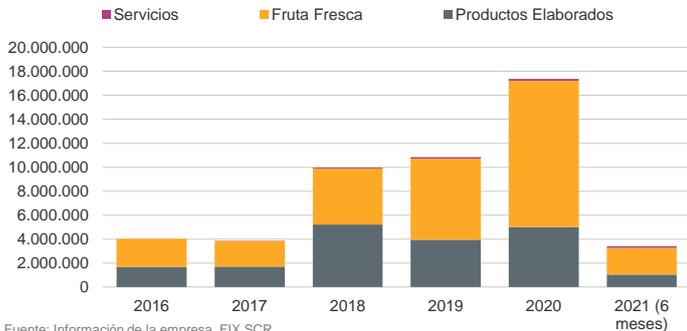
San Miguel es una empresa global, de origen argentino y posee como actividades principales la producción, procesamiento, industrialización y comercialización al mercado interno y externo de fruta fresca y productos industriales derivados. Actualmente, San Miguel cuenta con un portafolio de tierras diversificado con 8.368 hectáreas de plantaciones distribuidas en Argentina (4.816 has.), Uruguay (897 has.), Sudáfrica (947 has.) y Perú (1.708 has.) y es uno de los principales productores de limón del mundo con una participación del 15% de la molienda global. La Compañía exporta en promedio unas 150 mil toneladas de fruta fresca al año entre limón y cítricos dulces (mandarinas, naranjas y pomelos). Asimismo, produce y exporta uva de mesa y palta desde Perú. San Miguel ha vendido históricamente cerca del 90% de su producción al mercado externo con un alcance a más de 50 países.

Estratégicamente, San Miguel se abastece de las frutas para venta directa y para utilización como materia prima de productos industriales a través de producción propia (aproximadamente en promedio de los últimos cinco años por un 63%) y de productores estratégicos el restante 37%. Hacia adelante, la compañía presenta como estrategia incrementar la participación de fruta de terceros hasta niveles cercanos al 50% (44% a jun'21, 6 meses), lo que reduce el apalancamiento operativo y financiero a través de una reducción considerable en las necesidades de inversión y capital de trabajo.

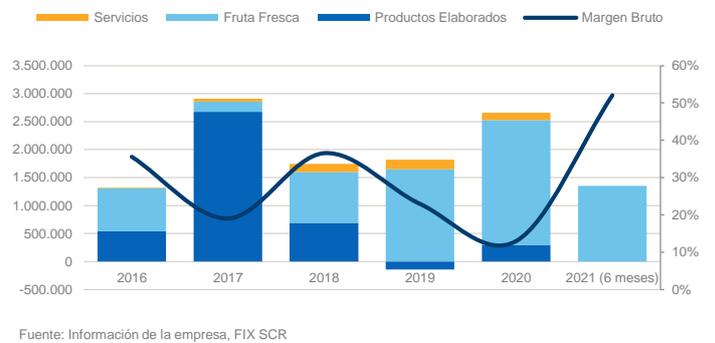
## Segmentos de negocios

San Miguel desarrolla dos principales líneas de negocios: fruta fresca y productos industriales, bajo un sistema de integración vertical en el cual la compañía cultiva, recolecta, empaqueta y procesa los cítricos. FIX considera que la rentabilidad de la compañía es volátil y dependiente de los volúmenes de producción, parcialmente mitigado por la diversificación geográfica de sus tierras.

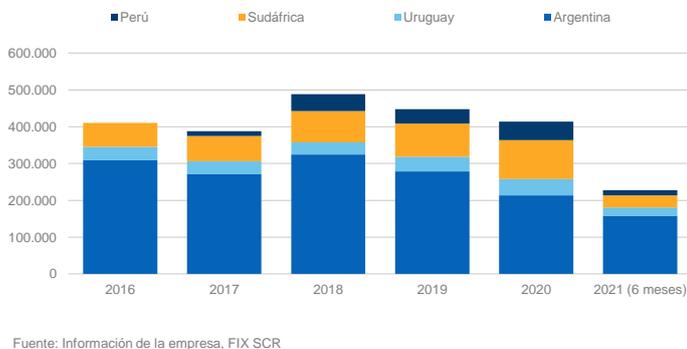
**Ventas por segmento**  
miles de Pesos



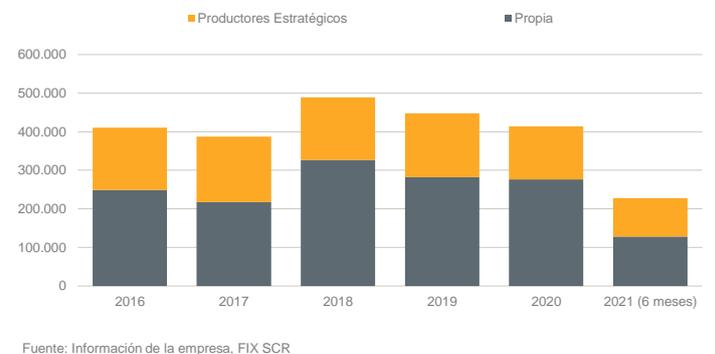
**Resultado Bruto por segmento**  
miles de Pesos



**Producción Total por País**  
Toneladas de Fruta



**Producción Propia y de terceros**  
Toneladas de Fruta



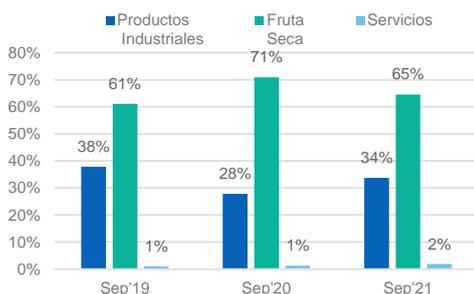
**Fruta Fresca (Promedio 2017-2021: 60% de ventas y 53% de Resultado Bruto consolidados):**

La rentabilidad y generación de fondos de este segmento son volátiles y dependen de las condiciones oferta y demanda mundial. Fruta Fresca incluye las ventas de la producción de limones, cítricos dulces (naranja, mandarina y pomelo), palta y uva, cuyo destino principal son grandes cadenas de supermercados del hemisferio norte (principalmente EEUU y Europa).

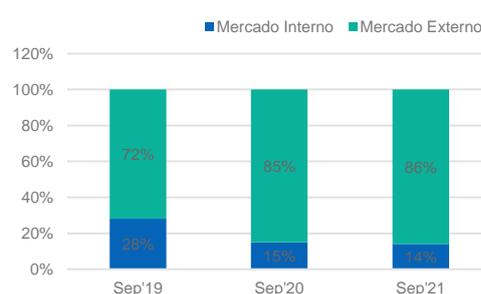
**Productos Elaborados (Promedio 2017-2021: 39% de ventas y 43% de Resultado Bruto consolidados):**

Este segmento contribuye a mitigar en parte la volatilidad de la generación de fondos del segmento de fruta fresca a través de contratos de mediano y largo plazo con grandes contrapartes, y de la integración vertical en la elaboración de los productos industriales con materia prima propia. Los productos industriales incluyen, entre otros, aceites, jugos concentrados, jugos no concentrados, cáscaras deshidratadas, aromas y esencias. Los principales clientes son compañías internacionales de primera línea pertenecientes a las industrias de bebidas, alimentos, farmacéuticas, fragancias, sabores y cosmética.

**Ventas por segmento**



**Ventas Mercado Interno/Externo**

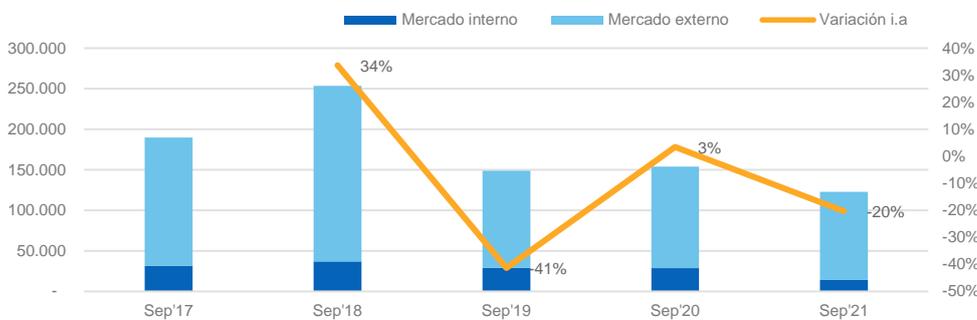


Para sep'21, los volúmenes de producción de fruta propia y de terceros se incrementaron un 19% con respecto al acumulado a sep'20 debido a una mayor producción de fruta propia en Uruguay ya que las plantaciones de limón continúan entrando en edad productiva con rindes superiores a los esperados y, también a un incremento en el abastecimiento de fruta de productores estratégicos en Argentina. La demora en la entrega de la fruta fresca a destino junto con la caída en los precios de los cultivos, se ve reflejado en una facturación medida en dólares estadounidenses 27% inferior con relación a sep'20.

En el segmento de productos elaborados, los volúmenes de aceite se mantuvieron iguales, los volúmenes de cáscara deshidratada sufrieron una caída debido a una escasez de oferta y, los de jugo por causa de una menor demanda. Por su parte, los precios promedio en dólares tuvieron una recuperación en aceite, cáscara deshidratada y en jugo con relación a sep'20, y los niveles de molienda se incrementaron en un 40%.

Como resultado, a sep'21 se registró una caída en las cantidades vendidas del 51% en el mercado interno y del 13% en el mercado externo con relación a sep'20.

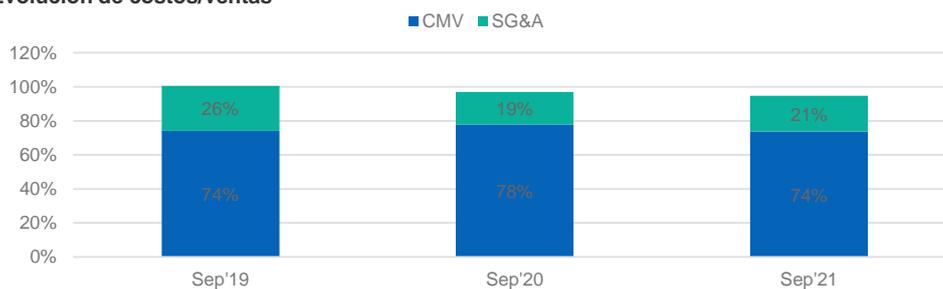
#### Ventas Mercado Interno/Externo (Unidades vendidas tns.)



Fuente: Información de la empresa

FIX destaca la mejora en su estructura de costos como resultado del proceso de optimización desarrollado en los últimos dos años, donde los gastos de comercialización y administración (SG&A) pasaron de representar cerca de un 26% de las ventas en sep'19 a aproximadamente 21% en sep'21.

#### Evolución de costos/ventas



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Al respecto, durante la campaña 2021 se presentó un escenario sin precedentes en la logística mundial por retrasos en entregas y un incremento de hasta el 50% en las tarifas para ciertas rutas (11% de SG&A). En el inicio de la pandemia, ante el derrumbe del comercio mundial, las compañías marítimas tomaron decisiones para protegerse quitando buques de las rutas y suspendiendo puertos de escala para no afectar sus finanzas. Sin embargo, ante los primeros síntomas de recuperación productiva de China y de la demanda norteamericana, las navieras dilataron la actualización de su oferta manteniendo restricciones en los servicios. Esta situación genera retrasos y un pico de demanda de este servicio a nivel mundial. Se estima que este impacto va a perdurar hasta mediados de 2022.

## Administración y Calidad de los accionistas

San Miguel es una empresa de capitales nacionales controlada, a través de Frutales SRL, por familias Otero Monsegur y Miguens, las cuales forman parte del directorio de la compañía, de los cuales por acuerdo de accionistas, el 20% resultan de carácter independiente. FIX considera que la compañía posee una estructura societaria transparente y no cuenta con significativas transacciones con partes relacionadas. Los estados contables son auditados por Price Waterhouse & CO S.R.L.

### Posición competitiva

San Miguel se constituye como el primer exportador de limones del hemisferio sur capturando aproximadamente el 9% de participación del mercado de limón fresco en contra-estación y es uno de los principales industrializadores de subproductos de limón del mundo. Actualmente, la compañía procesa aproximadamente el 15% del limón del mundo.

## Riesgo del Sector

La rentabilidad y la generación de fondos de los productores de fruta se encuentran altamente correlacionadas con la evolución de la oferta y demanda global de cada uno de los mercados. Por el lado de la oferta, los mayores productores de cítricos, particularmente limones, son México, Argentina, la Unión Europea, Turquía, Estados Unidos y Sudáfrica. La producción mundial estimada es de 8.2 millones de toneladas, de los cuales 6 millones se destinan para consumo local y 2.2 millones son comercializados internacionalmente.

**Fruta Fresca:** Los márgenes de rentabilidad de las compañías productoras se ven afectados directamente por la volatilidad en los precios internacionales, la calidad de la fruta producida y condiciones climáticas. San Miguel mitiga parte de este riesgo con un portafolio de tierras diversificado en los principales países productores del hemisferio sur.

**Productos Elaborados:** La rentabilidad de las empresas industrializadoras de fruta fresca puede verse comprimida en contextos de elevados precios en la materia prima, con mayores riesgos en el traslado a precios locales. San Miguel mitiga parte de este riesgo con su elevada integración vertical desde la producción de fruta hasta la elaboración de los productos finales. Asimismo, se encuentra expuesto a la volatilidad de precios en el segmento, para aquella participación que no esté cubierta con contratos de largo plazo.

## Factores de Riesgo

- Fuerte estacionalidad de las ventas de frutas frescas cítricas, concentradas en un 70% entre abril y septiembre; la uva entre diciembre y enero; la mandarina temprana en marzo y en el caso de los alimentos procesados entre octubre y diciembre.
- Exposición a condiciones climáticas de los mercados productores y barreras fitosanitarias.
- Crecimiento orgánico e inorgánico considerado agresivo a partir de la incursión en nuevos mercados, desarrollo de nuevos proyectos industriales o la adquisición de compañías u operaciones que se encuadren dentro del plan estratégico de la compañía.
- Elevado Endeudamiento y altas necesidades de capital de trabajo, mitigado por el valor de sus activos.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

San Miguel ha presentado históricamente una rentabilidad volátil, en línea con la industria, debido principalmente a la volatilidad en los niveles de producción y a los excesos de oferta global de fruta cítrica.

Durante 2020 la compañía evidenció una fuerte caída en la generación de EBITDA respecto al ejercicio anterior (cerca de USD 15 millones en 2020 vs. aprox. USD 31 millones en 2019). En tanto, a sep'21 (año móvil) la compañía presentó un EBITDA cercano a los USD 19 millones.

La menor rentabilidad en 2019 y 2020 se explica principalmente por una caída en el volumen de facturación de fruta fresca en Argentina, Tucumán, por las condiciones climáticas. Asimismo, en el segmento de Alimentos procesados cayeron fuerte respecto a 2018 los precios promedio medidos en dólares de todos los productos, por elevados niveles de inventarios disponibles para la venta. El segmento de alimentos procesados fue el que registró una mayor caída en 2020, donde el margen bruto se tornó negativo.

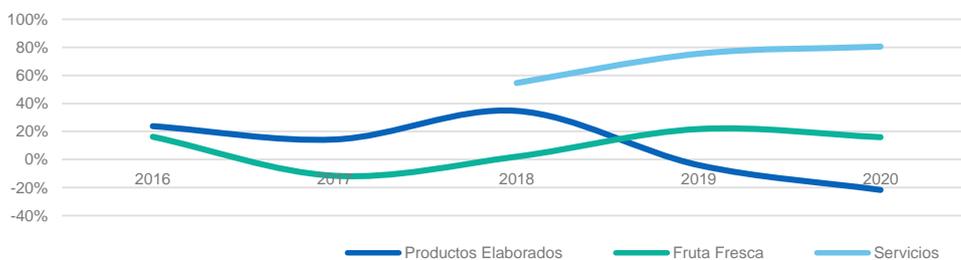
### Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

La rentabilidad de la compañía continuará expuesta a los ciclos internacionales de precios de los principales commodities y derivados involucrados y a los distintos riesgos del sector, incluyendo los climáticos. No obstante, FIX espera que SAMI establezca sus operaciones en Argentina a través de una mayor participación de frutas de terceros, con menores requerimientos de capital de trabajo y una mayor participación de contratos a largo plazo en el segmento de alimentos procesados, manteniendo la performance en el resto de los países, lo que podría llevar al EBITDA de la compañía a ubicarse por encima de los USD 30 millones para el año 2023. Se destaca que la generación de EBITDA positivo de SAMI se encuentra en sus operaciones en el exterior (contabilizadas a dólar oficial).

### Margen EBITDA por segmento



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

### Flujo de Fondos

Debido a la naturaleza cíclica del negocio de San Miguel, el flujo de fondos tiene un carácter estacional y volátil, con necesidades de capital de trabajo incrementales a lo largo del año

hasta alcanzar un pico en el tercer trimestre como se observa en el periodo de 9 meses a septiembre 2021.

### Flujo de Fondos

USD '000	2015	2016	2017	2018	2019	2020	año móvil
Ventas	49.912	72.264	33.169	06.735	46.832	93.338	26.678
Flujo Generado por las Operaciones	11.536	36.757	(5.685)	3.269	6.525	(31.933)	(18.975)
Variación del Capital de Trabajo	(7.383)	(5.099)	19.024	11.041	(68.007)	22.316	(15.819)
Flujo de Caja Operativo	4.153	31.658	13.339	84.310	(21.482)	(9.617)	(34.794)
Inversiones de Capital	(28.791)	(17.689)	(29.613)	(43.048)	(38.192)	(15.880)	(16.052)
Dividendos	5.179	3.248	(4.829)	-	5.307	-	-
Flujo de Fondos Libre	(29.817)	10.720	(21.102)	41.262	(64.980)	(25.497)	(50.846)

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Hacia adelante, FIX estima que los flujos de fondos continuarán siendo volátiles con un impacto positivo a través de la maduración de los nuevos negocios ya adquiridos (principalmente Uruguay, en forma gradual, con un impacto en función a su menor tamaño relativo). Por su parte, el CAPEX de mantenimiento se estima en USD 9 millones anuales, no se esperan dividendos y podría esperarse alguna operación menor de venta de activos o de Sale & Lease Back.

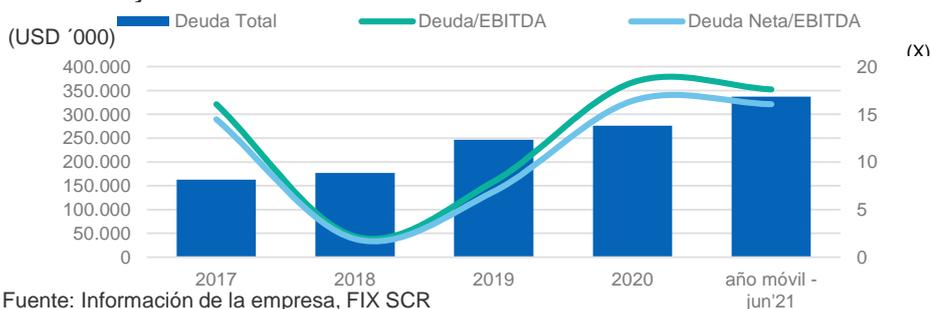
### Estructura de capital

San Miguel presenta niveles de endeudamiento cíclicos. La mayor parte de la deuda financiera de la compañía está nominada en moneda extranjera, debido al importante nivel de operaciones comerciales realizadas en dólares y euros.

SAMI cerró 2020 con Deuda Neta/EBITDA de 18,5x, con una fuerte caída en la generación de EBITDA respecto al ejercicio anterior ante un menor volumen de fruta fresca exportada, principalmente de Argentina con menores precios y bajos márgenes en el segmento de alimentos procesados.

En tanto, la compañía continúa con métricas elevadas de apalancamiento (Deuda Neta/EBITDA 8.8x a sep'21 y 17x año móvil a sep'21), y FIX espera un desapalancamiento más gradual a lo esperado anteriormente a partir de la menor generación de EBITDA, principalmente en el mercado de Argentina, por lo que FIX estima que el apalancamiento se ubicaría por debajo de 4x, recién a finales de 2023. La volatilidad en los flujos se ve mitigada por un elevado valor de sus activos fijos (principalmente tierras y plantaciones) por cerca de USD 400 millones contra una deuda financiera neta que a sep '21 (pico de la deuda de la compañía por capital de trabajo) era de USD 291.1 millones (USD 275.8 millones a sep '20), evidenciando un leve incremento interanual del 5,5%, en parte, relacionado con una curva de despachos más lenta y cobranzas que tendrán lugar en el último trimestre del año 2021. La deuda estructural se ubica cerca de USD 220 millones. No obstante, la compañía continúa optimizando la composición de la deuda, cancelando deuda a tasas más elevadas y reemplazando la misma a través de una nueva emisión de deuda a una tasa más competitiva. A sep '21, el costo de fondeo promedio anual medido en dólares de las obligaciones financieras de la compañía se encontró en 4.3%.

### Deuda Total y Endeudamiento

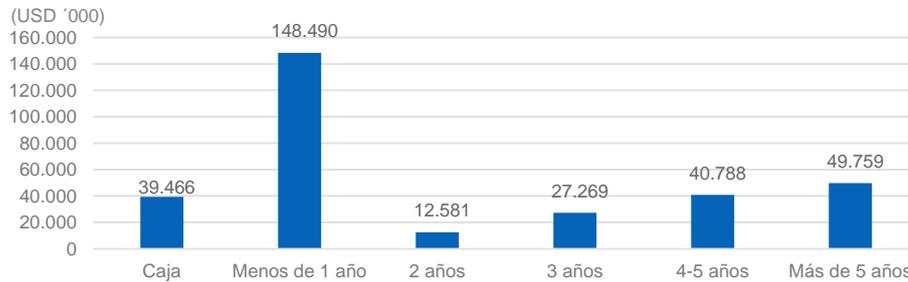


### Capitalización

USD '000		
Deuda de Corto Plazo	148.490	25%
Deuda de Largo Plazo	181.360	31%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	329.851	57%
Total Patrimonio	253.170	43%
Total Capital Ajustado	583.021	100%

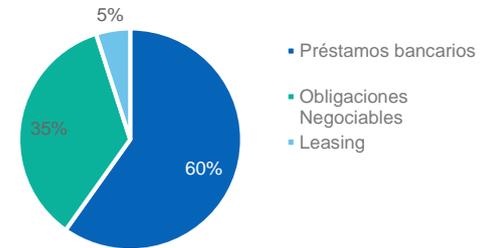
Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

### Vencimiento de la Deuda (sept 21)



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

### Composición de la deuda por instrumento Sep'21



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

FIX considera relevante para la calificación el elevado nivel de activos fijos que posee la compañía, principalmente tierras diversificadas geográficamente en Argentina, Uruguay, Sudáfrica y Perú por un valor cercano a los USD 400 millones contra una deuda financiera neta que FIX estima para fin de 2021 en niveles cercanos a USD 250 millones, similares al cierre de 2020.

De acuerdo a información de gestión enviada por la compañía, a nov '21, la deuda financiera neta ascendía a USD 270 millones.

### Liquidez

FIX considera que la liquidez de San Miguel es estacional, en línea con la estacionalidad de su negocio y a sep'21 era ajustada, ya que la caja y equivalentes cubría el 22.5% de la deuda de corto plazo, mientras que a la misma fecha el 40% de la deuda financiera era corriente. FIX considera que las operaciones en el exterior y el hecho de que la mayor parte de la deuda financiera se encuentre radicada en Argentina, contribuyen a la flexibilidad financiera de la entidad. La nueva emisión de ON tiene como fin la refinanciación de pasivos de corto plazo específicamente la ON Serie V Clase A denominadas en Dólares Estadounidenses y pagaderas en Pesos, a tasa de interés fija de 0,00% y con vencimiento el 19 de febrero de 2022 y la financiación de capital de trabajo, entre otros.

### Liquidez - S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F.

USD '000	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Año móvil Sep'21
EBITDA Operativo	44.620	58.560	10.157	81.103	30.960	15.037	19.143
Caja e Inversiones Corrientes	35.794	33.392	16.206	21.887	33.038	29.257	30.087
Deuda Corto Plazo	62.748	26.790	98.441	46.333	95.097	136.622	133.508
Deuda Largo Plazo	55.644	76.740	64.734	130.397	151.355	139.393	203.812

### Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	0,7	2,2	0,1	1,8	0,3	0,1	0,1
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	1,3	3,4	0,3	2,2	0,7	0,3	0,4
Deuda Total / LTM EBITDA	2,7	1,8	16,1	2,2	8,0	18,4	17,6

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Hacia adelante, FIX espera que la compañía sostenga coberturas de intereses con Flujo Generado por las Operaciones (FGO) por encima de 3.0x a través del ciclo, aunque podría mostrar una elevada volatilidad en línea con la evolución de la industria.

### Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que San Miguel posee flexibilidad financiera, evidenciada por su acceso al financiamiento con diversas entidades, incluyendo bancos locales e internacionales, organismos multilaterales y emisiones en el mercado de capitales local.

## Anexo I. Resumen Financiero

En el ejercicio 2018 la compañía presentó los Estados Contables ajustados por inflación, por lo cual no es comparable con los ejercicios anteriores. A partir de 2019 la moneda funcional es el dólar, por lo tanto dejó de ajustar por inflación.

### Resumen Financiero - S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F. (SAMI)

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

#### Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF Ajustado	NIIF	NIIF
Período	Año Móvil	sep-21	2020	2019	2018	2017	2016
	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	1.788.341	2.585.442	1.016.817	1.493.530	2.234.266	168.258	865.477
EBITDAR Operativo	1.788.341	2.585.442	1.016.817	1.493.530	2.234.266	168.258	865.477
Margen de EBITDA	8,4	19,2	5,1	12,5	19,9	4,4	21,5
Margen de EBITDAR	8,4	19,2	5,1	12,5	19,9	4,4	21,5
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,3	0,3	0,2	2,8	4,2	0,6	3,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,7	1,5	0,4	1,2	3,5	0,8	4,3
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	0,7	1,5	0,4	1,2	3,5	0,8	4,3
EBITDA / Servicio de Deuda	0,1	0,2	0,1	0,2	0,9	0,1	1,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,1	0,2	0,1	0,2	0,9	0,1	1,4
FGO / Cargos Fijos	0,3	0,3	0,2	2,8	4,2	0,6	3,7
FFL / Servicio de Deuda	(0,1)	(0,5)	0,1	(0,3)	0,7	(0,1)	0,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,0	(0,4)	0,2	0,0	1,1	0,1	1,4
FCO / Inversiones de Capital	(2,2)	(6,5)	(0,6)	(0,6)	2,0	0,5	1,8
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	50,4	44,7	50,6	4,2	2,5	24,3	2,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	18,6	9,7	20,7	9,9	3,0	18,2	1,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	17,0	8,8	18,5	8,6	2,6	16,4	1,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	18,6	9,7	20,7	9,9	3,0	18,2	1,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	17,0	8,8	18,5	8,6	2,6	16,4	1,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,3	8,6	15,2	9,8	11,3	9,4	12,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	39,6	39,6	49,5	38,6	26,2	60,3	25,9
<b>Balance</b>							
Total Activos	72.088.919	72.088.919	51.143.018	39.483.733	22.833.170	7.077.859	4.091.618
Caja e Inversiones Corrientes	2.970.643	2.970.643	2.228.654	1.978.990	827.550	304.256	529.267
Deuda Corto Plazo	13.181.935	13.181.935	10.407.159	5.696.299	1.751.852	1.848.148	424.621
Deuda Largo Plazo	20.123.403	20.123.403	10.618.254	9.066.149	4.930.309	1.215.334	1.216.344
Deuda Total	33.305.338	33.305.338	21.025.413	14.762.448	6.682.161	3.063.482	1.640.965
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	33.305.338	33.305.338	21.025.413	14.762.448	6.682.161	3.063.482	1.640.965
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	33.305.338	33.305.338	21.025.413	14.762.448	6.682.161	3.063.482	1.640.965
Total Patrimonio	21.267.390	21.267.390	19.059.839	16.107.614	10.620.556	2.432.663	1.369.171
Total Capital Ajustado	54.572.728	54.572.728	40.085.252	30.870.062	17.302.717	5.496.145	3.010.136
<b>Flujo de Caja</b>							

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	(1.772.650)	(1.124.332)	(2.159.337)	2.244.375	2.018.444	(94.183)	543.240
Variación del Capital de Trabajo	(1.477.859)	(5.787.256)	1.509.038	(3.280.651)	304.161	315.169	(75.360)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(3.250.509)	(6.911.588)	(650.299)	(1.036.276)	2.322.605	220.986	467.880
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.499.589)	(1.062.572)	(1.073.804)	(1.842.381)	(1.185.913)	(490.579)	(261.439)
Dividendos	0	0	0	(256.000)	0	(80.000)	(48.000)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(4.750.098)	(7.974.160)	(1.724.103)	(3.134.657)	1.136.692	(349.593)	158.441
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.282.814	767.088	1.015.651	811.514	600.274	102.018	19.318
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0	(769.399)	0
Variación Neta de Deuda	3.306.898	8.338.885	568.292	3.474.583	(1.295.668)	(3.305.433)	(162.955)
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	(160.386)	1.131.813	(140.160)	1.151.440	441.298	(4.322.407)	14.804
<b>Estado de Resultados</b>							
Ventas Netas	21.176.395	13.497.223	19.835.483	11.907.162	11.204.910	3.862.791	4.023.905
Variación de Ventas (%)	6,8	11,0	66,6	n.a.	190,1	(4,0)	73,7
EBIT Operativo	(802.554)	611.710	(1.130.903)	56.887	1.776.218	1.336	739.377
Intereses Financieros Brutos	2.433.834	1.682.797	2.574.709	1.253.893	633.795	220.323	202.246
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	3.206.660	(663.761)	2.952.225	5.743.058	5.118.699	169.224	230.742

## 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
- Commodities: Bienes transables
- Covenants: Compromisos de hacer o de no hacer.
- Joint Venture: Asociación estratégica.
- LTV (Loan-to-Value): Valor de mercado de la deuda financiera sobre el valor de mercado de los activos fijos.

## Anexo III. Dictamen de Calificación

### Obligaciones Negociables Simples Clase VII denominadas en dólares por hasta USD 15 millones (ampliables hasta USD 50 millones).

Monto Autorizado:	Por hasta USD 15 millones ampliable por hasta USD 50 millones.
Monto Emisión:	A determinar
Moneda de Emisión:	Dólares
Forma de suscripción e integración:	En pesos al tipo de cambio oficial (comunicación "A" 3500) o en especie mediante la entrega de ON Serie V Clase A denominadas en Dólares Estadounidenses y pagaderas en Pesos, a tasa de interés fija de 0,00% y con vencimiento el 19 de febrero de 2022 conforme a la relación de canje según se establece en Suplemento.
Moneda de Pago:	En pesos al tipo de cambio oficial (dollar-linked), de acuerdo a lo establecido en el Suplemento.
Fecha de Emisión:	A Determinar.
Fecha de Vencimiento:	A los 24 meses desde la fecha de emisión y liquidación.
Amortización de Capital:	En un único pago en la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa Fija a determinar.
Incremento de la Tasa de Interés:	A partir de la fecha en que se cumplan 15 meses contados desde la fecha de emisión y liquidación, la Tasa de Interés se incrementará en 1% anual, o sea 100 puntos básicos, y el pago de dicho interés adicional contingente será efectuado a los meses 18, 21 y 24, a menos que la Emisora realice la notificación de cumplimiento (conforme se define en el suplemento), en la fecha límite de notificación de cumplimiento del objetivo de desempeño en sustentabilidad (conforme se determinar en el suplemento).
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral.
Destino de los Fondos:	De acuerdo a lo indicado en el Artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables, a (i) el refinanciamiento de pasivos de corto plazo, (ii) bienes de capital (financiamiento del desarrollo de nuevas plantaciones y recambio de plantaciones viejas que se encuentran por debajo de su productividad máxima); y (iii) capital de trabajo.
Garantía:	N/A
Opción de Rescate:	N/A
Condición de Hacer y no Hacer:	N/A
Ley Aplicable:	Argentina

## 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 **07 de enero de 2022**, asignó en la **Categoría A(arg) Perspectiva Negativa** a las **Obligaciones Negociables Simple Clase VII** por hasta USD 15 millones, ampliable hasta USD 50 millones a ser emitida por **S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F.** y confirmó\* en la **Categoría A(arg) Perspectiva Negativa** la calificación de emisor de largo plazo de **S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F.**

**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. 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 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 Fondo 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. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

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 información de gestión privada provista por la compañía y la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)):

- Balances anuales auditados hasta el 31-12-20 (12 meses), disponibles en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)
- Balances intermedios auditados hasta el 30-09-21 (9 meses), disponibles en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)
- Suplemento Provisional del Prospecto de emisión de los títulos ON Serie VII, provisto por el emisor el: 04-01-2022.

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 calificadoras, 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.