

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

Informe Integral

Calificaciones

Calificación de Emisor	A+(arg)
ON Serie I por hasta US\$ 10 MM ampliable hasta US\$ 20 MM	A+(arg)
Acciones Ordinarias	1
Perspectiva Estable	

Resumen Financiero

	30/06/17	31/12/16
	6 meses NIIF ¹	Anual NIIF ¹
Total Activos (\$ miles)	6.995.685	4.091.618
Total Deuda Financiera (\$ miles)	2.972.479	1.640.965
Ingresos (\$ miles)	1.224.388	4.023.905
EBITDA (\$ miles)	40.927	808.978
EBITDA (%)	3,3	20,1
Deuda / EBITDA	36,3	2,0
EBITDA / intereses	0,5	4,0

¹ NIIF: Normas internacionales de información Financiera

Informes relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores](#)

Analista Principal

Ornella Remorino
 Analista
 (5411) 5235-8125
ornella.remorino@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Cianni
 Director Asociado
 (5411) 5235-8146
pablo.cianni@fixscr.com

Responsable del sector

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Flexibilidad operativa: A partir de su integración vertical, diversificación geográfica y participación en los segmentos de fruta fresca y productos industriales, San Miguel cuenta con una estructura productiva flexible que le permite alterar el mix de producción según las tendencias de precios y condiciones climáticas. El segmento de productos industrializados contribuye a mitigar la volatilidad del segmento de fruta fresca permitiendo a la compañía la generación de flujos estables a través de contratos de largo plazo a precios internacionales.

Importante posición competitiva: San Miguel detenta una destacada posición competitiva, al constituirse como el primer exportador de limones del hemisferio sur y presentar, en términos de capacidad de molienda, una participación de alrededor del 15% de la capacidad global de procesamiento de limón. Dicha posición le otorga exposición a la generación de fondos en monedas duras y acceso al financiamiento a bajo costo con importantes contrapartes. También le permite por un lado desarrollar en el mercado local relaciones de largo plazo con importantes contrapartes y en el mercado externo constituirse como uno de los principales exportadores de fruta fresca a Europa, América del Norte y Asia.

Exposición a factores externos mitigados por negocio industrial y diversificación geográfica: Por las características de sus actividades, San Miguel se encuentra expuesta a eventos fuera de su control, tales como condiciones climáticas, variación de los precios internacionales de commodities, barreras fitosanitarias, paridad de monedas y políticas de apertura comercial. Del mismo modo, la compañía se ve afectada por un fuerte componente estacional. No obstante, el negocio de producción industrial le permite reducir la volatilidad del EBITDA proveniente del segmento de frutas frescas. Asimismo, la diversificación geográfica de sus operaciones y la asociación con productores estratégicos le permite garantizar el abastecimiento de frutas y mitigar la volatilidad propia del negocio.

Acciones con alta liquidez: La calificación refleja la alta liquidez de las acciones de San Miguel en el mercado y su buena generación de fondos. En los últimos doce meses a septiembre de 2017, la acción mantuvo una presencia del 100% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado.

Sensibilidad de la calificación

La calificación incorpora la ciclicidad del negocio en el que opera San Miguel. La calidad crediticia del emisor podría verse afectada por cuestiones estructurales o de largo plazo, como por ejemplo un deterioro en las condiciones comerciales con alguno de los mercados en los que opera que restrinja el acceso de productos y provoque una caída significativa en la generación de fondos, o ante una estructura de elevado apalancamiento dada por una política agresiva de crecimiento. Asimismo, un deterioro de los indicadores de presencia, rotación y participación de las acciones que derive en una merma de su liquidez, derivaría en una baja de la calificación.

Liquidez y estructura de capital

Alta estacionalidad en deuda y flujos: La generación operativa de fondos y la deuda financiera de San Miguel son estacionales, con picos de deuda en el segundo y tercer trimestre y significativas bajas en la parte final del año cuando los flujos se tornan positivos. Para el ejercicio en curso, partiendo de los planes de inversión de la compañía, la reciente adquisición de Agrícola Hoja Redonda, el impacto del incidente con Maersk y sin variaciones significativas en los requerimientos de capital de trabajo, Fix espera un flujo de fondos libre presionado e inferior al año anterior, coberturas de intereses superiores a 3x y deuda a EBITDA en torno a 2,5x.

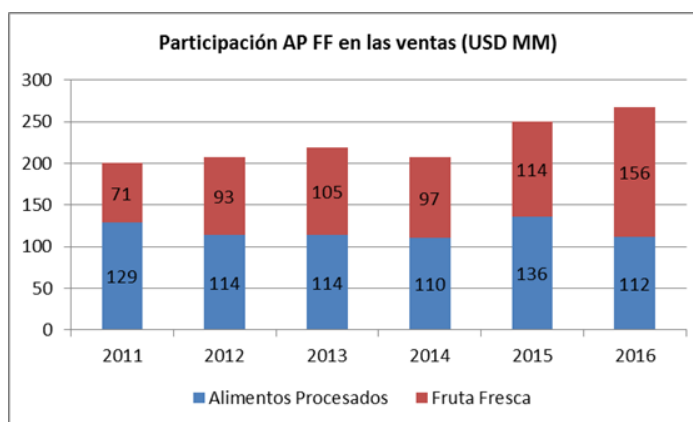
Flexibilidad financiera: Dada la ciclicidad del negocio, el primer semestre de 2017 se caracterizó por resultados erosionados, junto con mayores niveles de endeudamiento. Si bien las métricas crediticias se han visto afectadas, Fix considera que la presente situación es producto de las variaciones del ciclo productivo y no se prevé un deterioro de la calidad crediticia. Por otro lado, San Miguel detenta un importante acceso a los mercados de crédito, incluyendo organismos multilaterales y entidades bancarias, que le permitirían refinanciar sus obligaciones financieras de ser necesario ante ciclos productivos desfavorables.

Perfil del negocio

S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F. 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 7.740 hectáreas de plantaciones en Tucumán, Uruguay y Sudáfrica y es uno de los primeros industrializadores de limón del mundo (15% del procesamiento mundial). La compañía posee dos subsidiarias, San Miguel Uruguay y San Miguel International Investments, con operaciones en Uruguay y Sudafrica respectivamente. Al cierre del ejercicio 2016 San Miguel International Investments presentó una participación del 13 % en el resultado bruto, mientras que para San Miguel Uruguay fue del 4%. Esta última subsidiaria contribuye de manera marginal al EBITDA y se espera una mayor participación tras la incorporación de Agrícola Hoja Redonda, el primer productor de mandarinas de Perú.

Operaciones

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. Los productos industriales incluyen, entre otros, aceites, jugos concentrados, jugos no concentrados, cascaras deshidratadas, aromas y esencias. Este segmento contribuye a mitigar la volatilidad del segmento de fruta fresca permitiendo a la compañía la generación de flujos estables a través de contratos a precios internacionales con grandes contrapartes de largo plazo.



Fuente: Información de la compañía

Dado que la participación de los segmentos de fruta fresca y productos industriales en las ventas depende de la cantidad y calidad de fruta producida, la misma es variable a lo largo de los ejercicios. En el ejercicio 2016, por ejemplo, en Argentina las lluvias generaron un retraso en el inicio del procesamiento del limón, pero al mismo tiempo el exceso de humedad provocó caídas en el contenido de jugo y aceite, bajando los rendimientos y las producciones de estos productos para toda la industria. En el primer semestre del ejercicio 2017, se observó un faltante de fruta para procesamiento en el mercado, lo cual generó una leve suba en los precios de compra de fruta a productores estratégicos. Pese a esto, en términos de volumen, se observa un incremento de aproximadamente 22% en la molienda acumulada al cierre del primer semestre de 2017 respecto al mismo periodo del año anterior.

Abastecimiento y Producción

San Miguel se abastece de las frutas para venta directa y para utilización como materia prima de productos industriales a través de producción propia (61% del total de toneladas de frutas de 2016) y de productores estratégicos (39%). La estrategia de abastecimiento global de la compañía plantea el desarrollo de productores estratégicos asociados de nuevos orígenes. En el primer semestre de 2017, en comparación al mismo período del año anterior, aumentó el volumen de fruta proveniente de productores estratégicos, en todos los orígenes donde opera la compañía. Cabe destacar que las operaciones de venta de fruta de productores asociados poseen menores márgenes que las ventas de fruta de producción propia. Específicamente, durante la presente compañía se consolidó el abastecimiento de fruta en la modalidad “caja salida” desde Perú, Chile y Bolivia, destinadas a hacer exportación de limón desde Bolivia, y de mandarina desde Perú y Chile. Asimismo, se consolidó también el abastecimiento de naranjas desde Egipto a través de la

subsidiaria en Sudáfrica, del mismo modo que ocurrió con el limón de productores del norte de Sudáfrica.

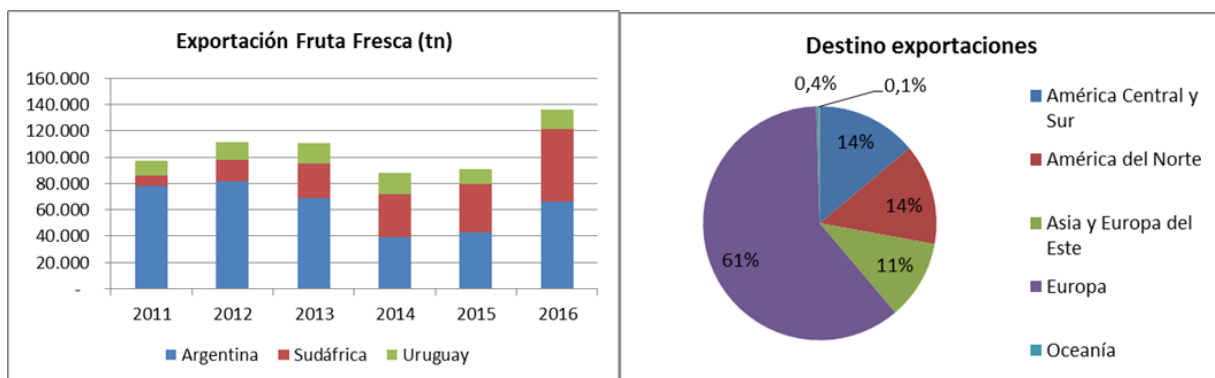
San Miguel cuenta con una importante flexibilidad operativa que le permite alterar su producción dependiendo de la disponibilidad y calidad de fruta. Como parte de su proceso de integración vertical, la compañía cuenta con una planta industrial en Tucumán con un área cubierta de 13 mil metros cuadrados y una capacidad de procesamiento de 250.000 toneladas métricas de frutas por año, lo que representa un 25% del total de limones para uso industrial en el país. La compañía realizó recientemente una inversión por USD 5 MM para incrementar la capacidad de molienda en esta planta, obteniendo a la vez una mejora sustancial en cuanto a la tecnología de procesamiento y favoreciendo la reducción en los consumos de agua y energía.

En Uruguay, a través de un joint venture (Novacore), San Miguel tiene participación en una planta con capacidad de molienda anual equivalente a 50.000 toneladas métricas. La totalidad de la producción de Novacore es comercializada por el equipo comercial de San Miguel. En Sudáfrica, San Miguel a través de un joint venture con 4 socios locales, tiene participación en una planta de procesamiento industrial llamada Venco. La misma cuenta con una capacidad de producción de 100.000 toneladas métricas anuales. La totalidad de la producción de Venco es comercializada por el equipo comercial de San Miguel.

Las actividades de empaque se desarrollan en cuatro plantas propias. En Argentina la compañía posee dos plantas de empaque ubicadas en Tucumán. Entre ambas poseen capacidad de exportar 90.000 toneladas de cítricos frescos anuales. En Uruguay, posee una planta de empaque con capacidad de 20.000 toneladas métricas por año. En Sudáfrica, San Miguel posee una planta de empaque con capacidad máxima de 40.000 toneladas métricas por año. San Miguel está en condiciones de embalar sus productos en 10 tipos de envases diferentes y los comercializa utilizando marcas propias o las requeridas por el cliente.

Mercado interno y externo

San Miguel destina sus ventas mayormente al mercado externo, con una participación menor del mercado interno.



Fuente: Información de la compañía

Canales de distribución y clientes

Dependiendo del segmento de negocios, San Miguel cuenta con distintos canales de distribución para sus productos. En cuanto a los alimentos procesados, la compañía comercializa los mismos a más de 100 clientes finales principalmente a través de contratos de largo plazo, los cuales se establecen sobre precios internacionales y se renuevan anualmente. Entre los principales clientes, se encuentran compañías internacionales de primera línea pertenecientes a las industrias de bebidas, alimentos, farmacéuticas, fragancias, sabores y cosmética. Los precios de los productos destinados a compañías de bebidas suelen presentar una baja elasticidad, debido a la baja incidencia que los mismos tienen en la estructura de costos de dichas compañías.

En relación a la fruta fresca, la compañía produce cítricos frescos para la exportación y en menor medida para la venta en mercados internos. También compra cítricos frescos a otros productores con quienes mantiene relaciones de largo plazo para su exportación. Alrededor del 80% de la fruta se comercializa bajo la marca San Miguel, y directamente a supermercados (canal principal), distribuidores, mayoristas, e importadores. San Miguel posee una porción de mercado dominante en este segmento en los principales países del hemisferio norte durante la llamada contra-estación.

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, mientras que es uno de los primeros industrializadores de subproductos de limón del mundo. Actualmente, la compañía procesa aproximadamente el 25% de limón de Argentina, lo que representa alrededor del 15% del limón del mundo.

Estrategia

La estrategia general de San Miguel consiste en posicionarse como la compañía líder de América del Sur en el mercado global de cítricos. La compañía cuenta con un modelo de negocios integrado con operaciones ubicadas en los principales países productores y exportadores de cítricos en el Hemisferio Sur. Esto le permite tener una posición de liderazgo en el mercado de cítricos frescos en contra-estación, y de productos derivados durante todo el año. La producción en múltiples orígenes permite mitigar los principales riesgos asociados a la actividad citrícola, vinculados a factores climáticos, fitosanitarios y macroeconómicos, disminuyendo la variabilidad en la oferta de fruta y asegurando un suministro constante que constituye un valor diferencial y estratégico para sus grandes clientes internacionales.

Administración y calidad de los accionistas

Clase de acciones	Autorizado	Suscripto e integrado
Escriturales clase A de 5 votos por accion de VN \$ 0,1	30.437.458	30.437.458
Escriturales clase B de 1 voto por accion de VN \$ 0,1	40.713.530	40.713.530
Total	71.150.988	71.150.988

Fuente: Información de la compañía

Riesgo del sector

La actividad citrícola se encuentra expuesta a eventos tales como condiciones climáticas, variación de los precios internacionales de commodities, barreras fitosanitarias, paridad de monedas y políticas de apertura comercial. En años anteriores, la inflación y el retraso cambiario, acompañados de condiciones climáticas desfavorables, repercutieron de forma negativa en la producción de cítricos. Para el ejercicio 2017, en cambio, se esperan niveles de producción normalizados aunque aún son inciertas las consecuencias que tendrán los efectos climáticos asociados a la maduración temprana de la fruta y la cantidad de días de lluvia superior a lo normal. Del mismo modo, la reciente autorización para el ingreso de limones argentinos a Estados Unidos podría tener un impacto positivo para el sector.

Factores de riesgo

- Fuerte estacionalidad de las ventas, concentradas en un 70% entre abril y septiembre.
- Exposición a condiciones climáticas de los mercados productores y barreras fitosanitarias.
- Tomador de precios de *commodities* en el segmento de fruta fresca.
- Si bien en los últimos años la compañía ha efectuado inversiones en el exterior con el objeto de diversificar las áreas productivas, en el caso de la subsidiaria de Uruguay, la misma constituye un proyecto de mediano plazo a la espera de la maduración de las inversiones.
- Crecimiento orgánico e inorgánico 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.

Perfil financiero

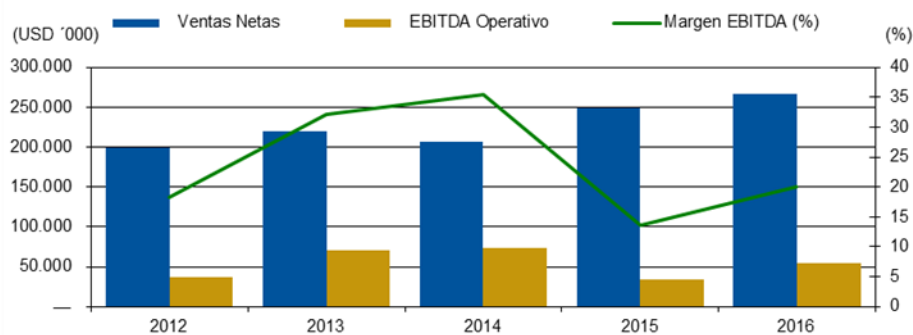
Rentabilidad

En el segmento de alimentos procesados, en 2016 San Miguel observó una caída en los precios medidos en dólares de los productos comercializados. Asimismo, la compañía presentó una disminución en los volúmenes de fruta procesada (262.000 toneladas en 2015 vs. 213.000 toneladas en 2016) y, una caída en los rindes de procesamiento como consecuencia a las condiciones climáticas. Ambas circunstancias generaron una menor absorción de los costos fijos y un mayor costo de la materia prima por producto terminado, lo cual fue parcialmente compensado por el consumo de las existencias de inventarios al inicio del ejercicio con un costo menor.

En el segmento de fruta fresca, la compañía continuó con el desarrollo del mercado estadounidense, manteniendo un nivel sostenido de operaciones en el mercado europeo e incorporó nuevos países y clientes especialmente en la región asiática. Los precios se mantuvieron altos y sostenidos a lo largo de toda la campaña como resultado de un faltante en la producción española al cierre de su campaña y la tardía cosecha en Argentina. San Miguel exhibió, además, un aumento en los volúmenes de toneladas empacadas, implicando una mayor absorción de los costos fijos.

De esta forma, San Miguel detentó a diciembre de 2016 ventas y EBITDA por US\$ 267,5 MM y US\$ 53,7 MM respectivamente, que compara contra US\$ 249,8 MM y US\$ 33,9 MM el año anterior. Los factores antes mencionados se tradujeron en un aumento considerable del margen de EBITDA, el cual a diciembre de 2016 alcanzó el 20,1%.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa

En el primer semestre de 2017 se observó un inicio de la campaña de fruta fresca con mayores existencias de stocks de cítricos del hemisferio norte. Este factor, combinado con una maduración temprana de la fruta en Argentina, tuvo una implicancia directa en la disminución de precios y en la reducción de la ventana comercial para los productos cítricos frescos exportados desde el hemisferio sur. Por otro lado, se confirmó la menor producción de limón en Tucumán para el año, estimada en una caída anual de aproximadamente 20%. Asimismo, la operación de cosecha y la producción del empaque en Argentina se vieron afectadas por una cantidad de días de lluvia superior a lo normal y un paro de trabajadores en el contexto de la negociación paritaria. Las expectativas de producción en Uruguay continúan siendo buenas y de acuerdo con los promedios históricos, mientras que las de Sudáfrica son levemente inferiores.

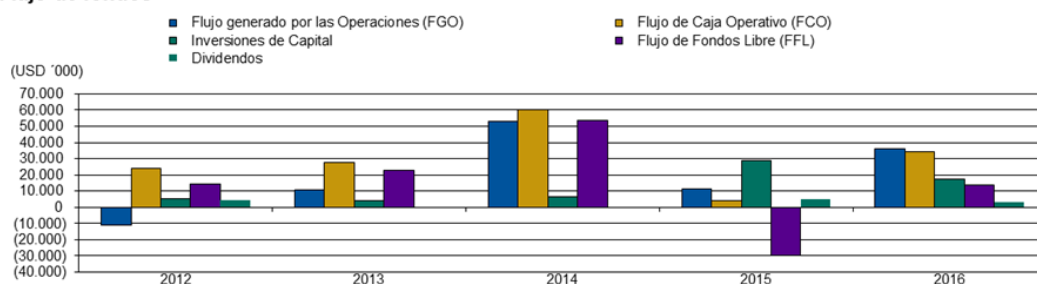
Asimismo, la compañía reflejó en el primer semestre mayores costos productivos, logísticos y de administración, producto un contexto de subas de costos y apreciaciones netas del tipo de cambio en los tres países donde opera, menor absorción de costos fijos por menor producción de fruta en Argentina y mayores niveles de depreciaciones incluidas en el costo de mercadería vendida (producto de la adopción de las modificaciones de la NIC 16 y de la NIC 41), estimadas en \$ 49 MM. En un escenario de precios inferiores de fruta fresca y mayores costos, en combinación con una proporción mayor de venta de fruta de productores estratégicos (48% 2017 vs 42% 2016), el margen de EBITDA a junio de 2017 (6 meses) cayó al 3,3%, el resultado neto fue negativo por US\$ 6,8 MM y el EBITDA levemente positivo por US\$ 2,5 MM

Flujo de Fondos

Debido a la naturaleza cíclica del negocio de San Miguel, el flujo de fondos tiene un carácter estacional, con necesidades de capital de trabajo incrementales a lo largo del año hasta alcanzar un pico en el tercer trimestre, para retornar a niveles menores en el cuarto trimestre. A diciembre de 2016, San Miguel generó un flujo de caja operativo (FCO) de US\$ 34,3 MM. A su vez, la compañía financió inversiones de capital por US\$ 17,3 MM y distribuyó dividendos por US\$ 3,1 MM. Como resultado, generó un flujo de fondos libre positivo de \$13,7 MM, que compara positivamente con el flujo de fondos libre a la misma fecha el año anterior que resultó negativo.

Durante el ejercicio 2016, la compañía realizó inversiones de capital que incluyeron el mantenimiento de plantas jóvenes, adquisición de nuevos campos y nuevas plantaciones y equipamiento para ampliación del área productiva. Las inversiones en terrenos productivos responden a la estrategia de la compañía de diversificar sus riesgos productivos y climáticos incorporando nuevas áreas de cultivo. De todos modos, hasta el momento las operaciones de la compañía por fuera de Argentina muestran un leve crecimiento en términos de su contribución a la generación de flujos.

Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

Durante el ejercicio 2017 San Miguel realizó inversiones por US\$ 5 MM para incrementar la capacidad de molienda en la Planta Familá. Esta inversión se completará en 2017 agregando una nueva máquina extractora de aceite. Asimismo, el 15 de agosto de 2017 la compañía adquirió Agrícola Hoja Redonda, el primer productor de mandarinas de Perú, por US\$ 45,3 MM. Para la adquisición se aplicaron parte de los fondos recibidos durante la ampliación de capital y fondos provenientes de líneas de financiación. La compañía estima que esta subsidiaria le reportará ventas por US\$ 40-50 MM y EBITDA por US\$ 8-10 MM. En línea con la estrategia de la compañía, FIX prevé que la compañía comience a arrojar un nivel de flujo de fondos libre inferior hacia el futuro presionado por las fuertes necesidades de capital destinadas a inversiones.

En octubre de 2017 San Miguel informó el impacto estimado en los resultados de la campaña 2017 por US\$ 15 MM tras el supuesto ataque cibernético y la caída de los sistemas informáticos de Maersk que afectaron sus operaciones. Este incidente provocó reclamos por parte de los clientes que la compañía debió cubrir. Esta situación implicó pérdidas extraordinarias y menor generación de flujo de fondos para el ejercicio en curso.

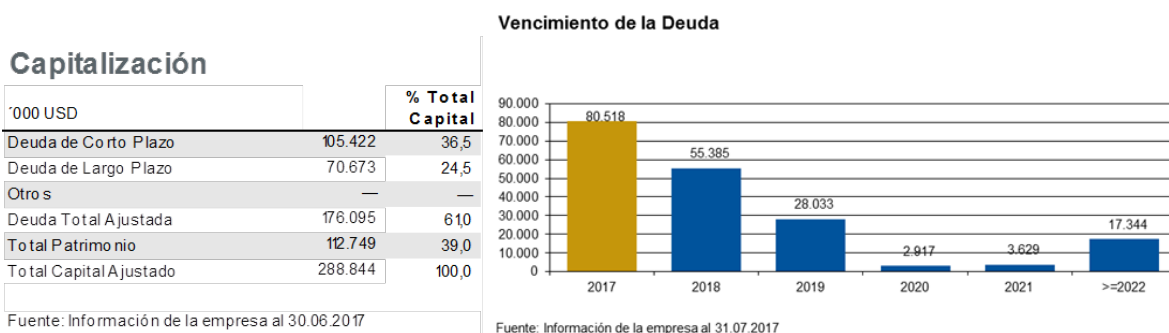
Estructura de capital

San Miguel presenta niveles de endeudamiento cíclicos, incrementándose progresivamente desde el primer hasta el tercer trimestre del año, cuando alcanza picos, para luego decrecer hacia el cuarto trimestre. Esta tendencia se debe a las necesidades de capital de trabajo variables y a los volúmenes de exportaciones (debe tenerse en cuenta que dentro de la deuda total se incluyen préstamos por prefinanciaciones de exportaciones). Los ratios a junio'17 no son indicativos, ya que están afectados por la fuerte estacionalidad del negocio antes mencionada. A diciembre'16 San Miguel detentaba una relación deuda a EBITDA de 1.9x y cobertura de intereses con EBITDA de 4x. Para 2017, se prevén coberturas de intereses superiores a 3x y deuda a EBITDA en torno a 2,5x.

A diciembre'16 la deuda financiera alcanzaba los US\$ 1.640,9 MM consistiendo principalmente en prefinanciación de exportaciones (20%), obligaciones negociables (24%), préstamos financieros (34%) y préstamos con organismos multilaterales (17%), con el 74% venciendo el corto plazo. El 96,8% de la deuda financiera de la compañía estaba denominada en moneda extranjera, debido al importante nivel de operaciones comerciales realizadas en dólares y euros. Como parte de su

estrategia financiera, San Miguel realiza reducciones periódicas de su deuda financiera con los excesos de caja existentes.

Por otro lado, en marzo de 2017 San Miguel realizó la emisión de 67,2 MM de acciones ordinarias Clase B por US\$ 44,3 MM. Los fondos fueron destinados al incremento en los volúmenes de producción de fruta, el desarrollo de nuevos proyectos industriales y al crecimiento inorgánico mediante la adquisición de Agrícola Hoja Redonda.



Liquidez

San Miguel exhibe una concentración de la deuda en el corto plazo (74% a diciembre de 2016), cubierta por caja y equivalentes en su totalidad, por lo que la liquidez es adecuada.

Fondeo y flexibilidad financiera

San Miguel ha mostrado en los últimos años una importante flexibilidad financiera, evidenciada por su acceso al financiamiento con diversas entidades, incluyendo organismos multilaterales. Dicha flexibilidad resulta especialmente valiosa dada que las actividades de la compañía se pueden ver impactadas negativamente por condiciones del ciclo productivo, generando necesidades temporales de financiamiento.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio 2012, San Miguel ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09. Para el cálculo de los ratios a junio de 2017 se han anualizado los resultados de los 6 meses.

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

(miles de ARS\$, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Período	16,88	16,17	13,30	8,56	6,53	4,93
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	jun-17	2016	2015	2014	2013	2012
	6 meses					
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	40.927	808.978	314.598	597.299	388.138	171.970
EBITDAR Operativo	40.927	808.978	314.598	597.299	388.138	171.970
Margen de EBITDA	3,3	20,1	13,6	35,5	32,2	18,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(268,9)	24,8	10,7	33,7	12,5	(0,2)
Margen del Flujo de Fondos Libre	(118,0)	5,2	(11,9)	26,0	10,5	7,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(0,1)	19,1	(6,2)	33,6	14,2	4,0
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	(8,2)	3,7	1,6	4,4	1,5	(0,1)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	0,5	4,0	1,8	4,7	3,3	3,5
EBITDA / Servicio de Deuda	0,0	1,3	0,3	2,0	0,8	0,4
FGO / Cargos Fijos	(8,2)	3,7	1,6	4,4	1,5	(0,1)
FFL / Servicio de Deuda	(1,5)	0,7	(0,1)	1,8	0,5	0,3
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,0)	1,5	0,4	2,5	0,6	0,7
FCO / Inversiones de Capital	(9,5)	2,0	0,1	9,4	6,3	4,5
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	(2,3)	2,2	5,5	1,1	3,9	neg.
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	36,3	2,0	4,9	1,0	1,7	3,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	25,3	1,4	3,4	0,6	1,6	2,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,0	12,7	16,0	19,9	17,7	8,4
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,6	0,7	0,5	0,7	0,4	0,6
Total Activos	6.995.685	4.091.618	3.571.914	2.371.659	1.906.232	1.650.115
Caja e Inversiones Corrientes	899.292	529.267	465.504	215.736	66.549	155.668
Deuda Corto Plazo	1.779.520	424.621	816.033	179.006	382.816	368.031
Deuda Largo Plazo	1.192.959	1.216.344	723.653	421.626	289.491	277.102
Deuda Total	2.972.479	1.640.965	1.539.686	600.632	672.307	645.133
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.972.479	1.640.965	1.539.686	600.632	672.307	645.133
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.972.479	1.640.965	1.539.686	600.632	672.307	645.133
Total Patrimonio	1.903.202	1.369.171	1.053.274	1.056.716	722.235	601.534
Total Capital Ajustado	4.875.681	3.010.136	2.592.960	1.657.348	1.394.542	1.246.667
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(735.839)	543.242	106.930	431.727	57.340	(51.443)
Variación del Capital de Trabajo	(571.683)	(26.402)	(68.434)	56.377	92.882	164.782
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(1.307.523)	516.839	38.496	488.104	150.222	113.339
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(136.955)	(261.439)	(266.865)	(51.688)	(23.802)	(25.452)
Dividendos	(80.000)	(48.000)	(48.000)	0	0	(20.000)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.524.478)	207.400	(276.370)	436.416	126.420	67.887
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	84	19.318	343	75.582	24.490	9.437
Otras Inversiones, Neto	0	0	90.289	(24.026)	(6.454)	18.343
Variación Neta de Deuda	1.054.653	(162.956)	435.505	(364.590)	(235.176)	(9.715)
Variación Neta del Capital	686.633	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	216.892	63.763	249.768	123.382	(90.720)	85.952
Estado de Resultados						
Ventas Netas	1.224.388	4.023.905	2.316.412	1.680.328	1.203.801	938.709
Variación de Ventas (%)	(4,4)	73,7	37,9	39,6	28,2	13,9
EBIT Operativo	(29.213)	681.134	220.907	573.047	364.742	147.744
Intereses Financieros Brutos	80.257	202.246	171.008	126.347	116.797	48.779
Resultado Neto	(109.617)	230.742	(65.093)	298.878	93.683	35.947

A partir del ejercicio iniciado el primero de enero de 2016, y en forma comparativa con el ejercicio fiscal anterior, la compañía ha adoptado las modificaciones a la NIC 16 "Propiedad, Planta y Equipo" y NIC 41 "Agricultura". Estas modificaciones representan un cambio en las políticas contables y el reconocimiento de ajustes en los estados contables (especialmente la valuación de los activos biológicos), por lo cual el EBITDA de 2015 y 2016 no son estrictamente comparables con ejercicios anteriores.

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.

Anexo III. Características de los instrumentos

Obligaciones Negociables Serie I por hasta US\$ 10 MM ampliable hasta US\$ 20 MM

Monto: US\$ 20.000.000.

Moneda: Están denominadas en dólares estadounidenses y serán pagaderas íntegramente en pesos al tipo de cambio aplicable.

Fecha de vencimiento: 8 de octubre de 2018.

Amortización: En su totalidad al vencimiento.

Intereses: Trimestralmente, en forma vencida.

Tasa de Interés aplicable: 2,98% nominal anual.

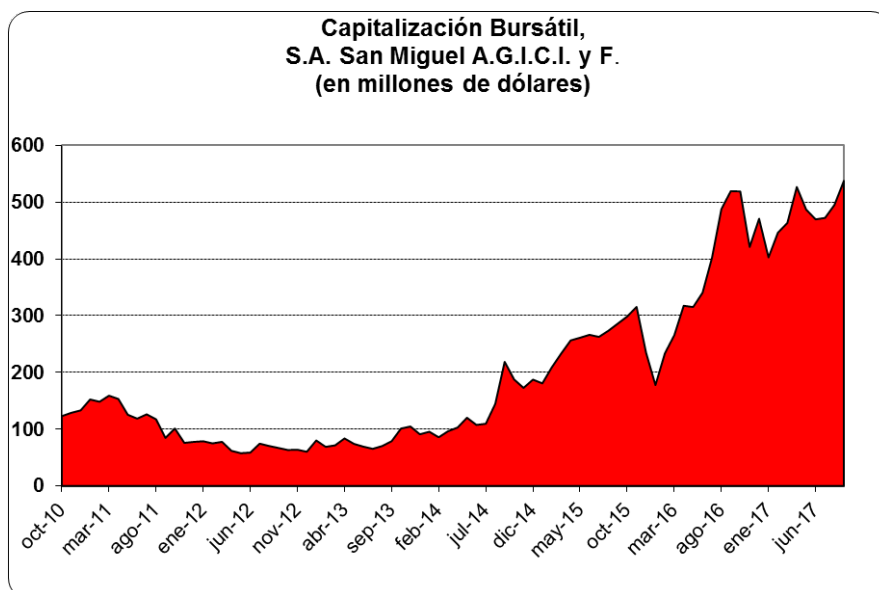
Destino de los fondos: Los fondos provenientes de la emisión se destinaron a (i) inversiones en activos fijos en Argentina, (ii) integrar capital de trabajo en Argentina, (iii) refinanciar pasivos.

Anexo IV. Acciones

Liquidez de la acción de S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F. en el mercado

A junio de 2017 el capital autorizado a realizar oferta pública ascendía a \$71.150.988, compuesto por 30.437.458 acciones escriturales clase A de valor nominal \$ 0,10 de cinco votos cada una, y 40.713.530 acciones escriturales clase B de valor nominal \$ 0,10 de un voto cada una. Asimismo, el porcentaje flotante del capital ha sido estimado en el 21% de las acciones en circulación. El Anses tiene una participación del 26% del capital.

La capitalización bursátil de San Miguel a septiembre de 2017 totalizaba US\$ 537,4 MM. El gráfico a continuación detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde octubre'10 (fuente: Economática):



Desde de agosto 2016, San Miguel forma parte del panel Merval, compuesto por 15 empresas líderes.

Presencia

En los últimos doce meses móviles a septiembre de 2017, la acción de San Miguel mantuvo una presencia del 100% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado, y se mantuvo en el orden de los valores registrados en los últimos tiempos.

Rotación

Por su parte, al considerar la cantidad de acciones negociadas en los últimos doce meses, a septiembre de 2017, se observa que la acción de San Miguel registró una rotación del 71% sobre el capital flotante en el mercado. Al observar la rotación trimestral promedio de los últimos tres meses, la acción de San Miguel registraba un indicador del 18%.

Participación

En los últimos doce meses, a septiembre de 2017, el volumen negociado por San Miguel fue de \$1.182,9 MM, con una participación sobre el volumen total negociado en el levemente superior al 1%. En conclusión, se considera que la liquidez de la acción de San Miguel es alta.

Pago de dividendos en efectivo

La compañía no cuenta con una política explícita de distribución de dividendos. Tanto por el ejercicio 2014 como por 2015 la compañía resolvió distribuir dividendos por \$ 48 MM. Asimismo, con fecha 27 de abril de 2017 la misma dispuso el pago de dividendos por \$ 80 MM por el ejercicio 2016.

Anexo V. 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 02 de noviembre de 2017, confirmó* en la categoría **A+(arg)** a la calificación de emisor de **S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F.**

En igual fecha, confirmó* en la categoría **A+(arg)** la calificación de las Obligaciones Negociables Serie I por hasta US\$ 20 MM emitidas por **S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F.**

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 agrega "(arg)".

También, confirmó* en la **Categoría 1** la calificación de las acciones de la compañía.

Categoría 1: Se trata de acciones que cuentan con una liquidez alta y cuyos emisores presentan una buena capacidad de generación de fondos.

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

- Balances auditados hasta el 30-06-17 (6 meses), disponibles en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & CO.
- Prospecto de Emisión de Programa de Obligaciones Negociables de fecha 13/05/2015, disponible en www.cnv.gob.ar.
- Suplemento de Obligaciones Negociables Serie I de fecha 26/09/2014, disponible en www.cnv.gob.ar.

S.A.AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, 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 LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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.