

# Hijos de Salvador Muñoz S.A. (HSM)

## Factores relevantes de la calificación

**Asignación de la calificación:** FIX (Afiliada de Fitch Ratings) confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo de Hijos del Salvador Muñoz S.A. (HSM) en categoría A(arg), Perspectiva Estable, y asignó en la misma categoría a las Obligaciones Negociables (ON) a emitir por la compañía. HSM ofrece dos instrumentos por un valor nominal en conjunto de USD 5 millones ampliables por hasta USD 15 millones, denominados en dólares, tasa fija a licitar y con vencimiento a los 18 y 36 meses. La compañía utilizará el monto colocado para financiar la compra de un campo rural de aproximadamente 3.330 hectáreas productivas ubicado en la Provincia de Salta.

**Sólido perfil operativo:** La compañía presenta un sostenido incremento de sus ventas en los últimos años en virtud del desarrollo y consolidación de los negocios, principalmente Conservas y Bananas, logrando a octubre 2024 (Año Móvil) alcanzar un margen de 13,5%, disminuir significativamente su endeudamiento y generar Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo. Hacia adelante, FIX espera márgenes cercanos al 20% producto del sostenido nivel de precios y la madurez de sus negocios, principalmente en el segmento bananas, con ratios de deuda/EBITDA en torno a 1x y coberturas de intereses adecuadas. FIX destaca la ejecución exitosa del plan de inversiones y entiende que la compañía actualmente presenta un sólido perfil operativo derivado de su trayectoria y posicionamiento en el sector agropecuario argentino y su diversificación de segmentos de negocios con una elevada y sostenida demanda, tanto en el mercado local como el mercado externo, siendo una empresa integrada, desde la producción y el procesamiento hasta la comercialización.

**Diversificación de productos agropecuarios y unidades de negocio e integración vertical:** HSM presenta un menor riesgo operativo en comparación a pares de la industria debido a un sólido portafolio de tierras propias y sus diferentes segmentos de negocio. En los últimos años, la compañía ha buscado la diversificación de su negocio principal vinculado a la producción, exportación (indirecta) y procesamiento de Porotos, siendo uno de los líderes en Argentina de este segmento, logrando reducir significativamente la exposición a este negocio (24% de los ingresos a abril 2024) en virtud del desarrollo y consolidación de los otros, principalmente Conservas y Bananas. Los otros segmentos de negocio principales son Hortalizas, Ganadería/Feedlot, Bananas y Conservas de pimientos y tomates. Estos últimos permiten estabilizar los flujos a lo largo del año y afrontar los ciclos adversos del segmento de Porotos. Adicionalmente, la compañía está verticalmente integrada y abarca todas las etapas del proceso productivo desde la finca, la industrialización y la comercialización. Participa en todas las etapas, lo que le permite mitigar en parte los riesgos inherentes a esta industria. HSM cuenta con capacidad propia de almacenaje y distribución que asegura un sistema de distribución eficiente en todos los productos.

**Exposición al riesgo climático:** HSM se ha enfocado en el negocio de la producción agrícola ganadera en la región del Noroeste Argentino (NOA). La compañía se encuentra expuesta al riesgo climático, principalmente de sequía, ya que la región productiva se caracteriza por un clima subtropical húmedo, con una estación seca. El riesgo climático es mitigado a través de la diversificación de negocios, la extensión de sus tierras y el conocimiento local sobre aquellas fincas más aptas (con menor exposición a heladas). La empresa ha seleccionado fincas libres de helada para los cultivos intensivos (hortalizas y bananas) y destinó hectáreas propias a la producción de bananas debido a los altos niveles de inversión y tecnología requeridos. Además, la compañía cuenta con un sistema de explotación bajo invernadero y de riego por goteo que disminuye el riesgo climático. En tanto, la compañía logró generar, a octubre 2024 (año móvil), ventas por USD 89,7 millones y EBITDA por USD 12,2 millones con un margen de 13,5%.

## Informe Integral

### Calificaciones

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

**Perspectiva** Estable

### Resumen Financiero

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

Consolidado	31/10/2024	30/04/2024
(\$ millones constantes a oct-24)	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	92.096	96.192
Deuda Financiera	13.290	22.261
Ingresos	86.303	97.882
EBITDA	11.693	21.029
EBITDA (%)	13,5	21,5
Deuda Total / EBITDA (x)	1,1	1,1
Deuda Neta Total / EBITDA (x)	0,8	0,9
EBITDA / Intereses (x)	3,6	2,8

### Criterios Relacionados

Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, marzo 2024

### Informes Relacionados

Estadísticas Comparativas: Empresas Argentinas, diciembre 2023

### Analistas

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

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

**Disminución del apalancamiento:** En los últimos ejercicios, HSM S.A. ha disminuido su deuda financiera, luego del exitoso plan de inversiones, que le permitió mantener Flujo de Fondos Libres positivos. A octubre 2024, la deuda total ascendía a USD 13,8 millones con un ratio Deuda/EBITDA de 1,1x, donde el 34% corresponde a deuda corriente. La compañía obtiene financiamiento a bajas tasas de interés y mayormente al largo plazo. Hacia adelante, FIX espera ratios de deuda/EBITDA en torno a 1x y coberturas de intereses adecuadas.

**Generación de fondos volátil, mitigada por la diversificación de segmentos:** La calificación contempla la volatilidad de la generación de fondos propia del negocio agropecuario sujeta a la volatilidad en los precios de los cultivos y a factores climáticos que determinan los rindes de cada campaña. Desde el ejercicio 2020 al ejercicio 2024 la compañía obtuvo Flujo de Caja Operativo (FCO) positivo, no obstante, debido a inversiones de capital y distribuciones de dividendos el Flujo de Fondos Libre (FFL) resultó negativo, logrando revertir esta situación en el ejercicio 2024, en virtud del desarrollo y consolidación de los negocios, principalmente Conservas y Bananas. En tanto, a octubre 2024 (Año Móvil), el Flujo Generado por las Operaciones (FGO) fue positivo por USD 7,9 millones, y producto de una variación positiva del capital de trabajo por USD 18 millones, el Flujo de Caja Operativo (FCO) fue de USD 25,9 millones. Por su parte, las inversiones de capital ascendieron a USD 2,5 millones, y luego de una distribución de dividendos por USD 1,3 millones, el Flujo de Fondos Libre (FFL) resultó positivo en USD 22 millones. 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.

## Sensibilidad de la calificación

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

La calificación de HSM podría verse afectada ante un empeoramiento del entorno operativo que derive en menores ingresos y debilite los márgenes y las métricas crediticias de manera sostenida, o ante un plan de inversión más agresivo al previsto que deriven en niveles de apalancamiento en forma permanente por encima de 2x.

No se esperan subas de calificación en el corto plazo.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Buena posición de liquidez y adecuado acceso al financiamiento:** FIX considera que HSM presenta una buena liquidez. A octubre 2024, la compañía contaba con un nivel de inventarios de rápida realización (IRR) por USD 14,5 millones, que dan cierto soporte a la posición de liquidez de la compañía, y una Caja e Inversiones corrientes por USD 3,7 millones. La caja e inversiones corrientes junto al FCO y los IRR (considerados al 80%) cubrían en 9,4x la deuda corriente a octubre 2024. Estimamos que estos adecuados niveles de liquidez se sostengan en los próximos años. En tanto, la compañía ha mostrado acceso a diversas fuentes de financiamiento con los principales bancos locales e internacionales y emisiones de deuda en el mercado de capitales local. Adicionalmente, ha mantenido un nivel de apalancamiento que le permitió afrontar los ciclos adversos. FIX entiende que la flexibilidad lograda le ha permitido ampliar su liquidez y conservar un perfil operacional sano.

## Perfil del Negocio

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

HSM tiene una superficie total productiva de aproximadamente 38.000 hectáreas, de las cuales el 60% son tierras propias y el 40% inmuebles arrendados. Aproximadamente 36.000 hectáreas se destinan a la producción de granos (porotos: alubia, colorado, cranberry y negro, maíz y soja), 1.500 hectáreas a frutas y hortalizas y 500 hectáreas a bananas. La compañía tiene un fuerte desarrollo de invernaderos de hortalizas en Salta y Jujuy, significando una ventaja sobre los productores que trabajan en campo a cielo abierto y que están expuestos al factor climático. Produce más de 80.000 toneladas anuales de alimentos. En el ejercicio anual

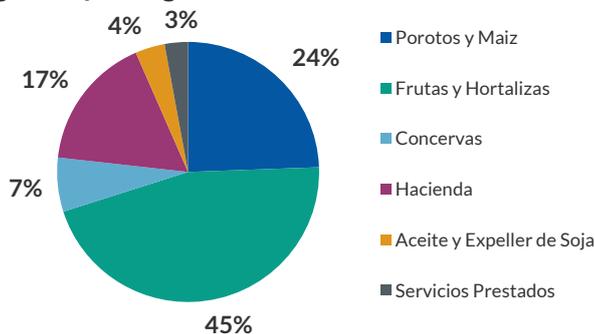
finalizado al 30 de abril 2024, el 60% de la Producción se destinó a clientes locales y el remanente del 40% se comercializó en el mercado externo en clientes privados los cuales la mayoría son compañías distribuidoras que operan en el mercado europeo.

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

Unidad de negocios	2024	2023	Var.
Hacienda (Cabezas)	23.647	23.379	1%
Conservas (Latas)	1.519.765	3.275.050	-54%
Hortalizas (Bultos)	1.720.646	2.030.381	-15%
Poroto (Toneladas)	18.676	24.991	-25%
Bananas (Bultos)	828.864	644.726	29%

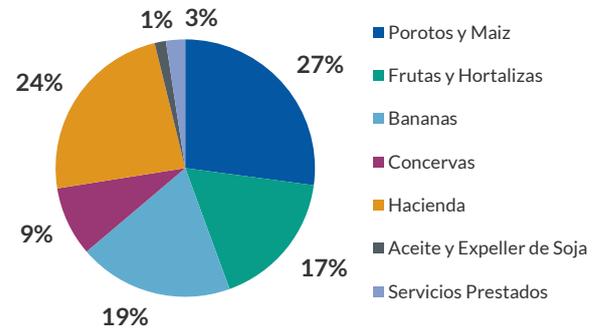
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Ingresos por segmento 2024



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### EBITDA por segmento 2024



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Unidades de negocio

#### Granos: poroto, maíz y soja (24% de los ingresos y 27% del EBITDA a abril 2024)

La Compañía es actualmente el principal productor y exportador de porotos en la Argentina, produciendo aproximadamente 36.000 hectáreas de granos, entre maíz, soja y poroto en sus diferentes variedades: blanco, colorado, cranberry y negro. La producción de maíz se utiliza principalmente como insumo para la actividad de ganadería propia de la compañía.

La producción y venta de poroto y en menor medida de maíz y soja representaron el 24% de los ingresos a abril 2024 y es una fuente de obtención de divisas de la compañía.

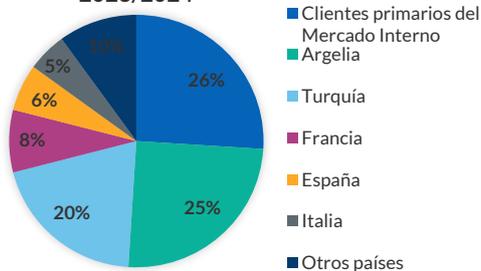
En la campaña 2023/24, se destinó a la siembra de poroto un área total de 23.700 has, de las cuales, 11.500 has (48%) son arrendadas de manera discontinuada campaña tras campaña. La compañía obtuvo una producción de 18.676 toneladas del tipo "poroto alubia", un 25% menor respecto de la campaña anterior con una producción de 24.991 toneladas (20.000 has sembradas), sin reservar un stock como semillas para sembrar en la próxima campaña (antes de aproximadamente 3.500 toneladas) dado que la compañía va a hacer un cultivo de poroto para semilla exclusivamente.

HSM exporta porotos de todas las variedades llegando a cubrir con los productos a clientes en más de 15 países en Europa, Asia, África, América Central y América del Sur, posicionándose como principal productor de legumbres del país. En el mercado local, se encuentra presente en

los Centros concentradores más importantes del país alcanzando una amplia cobertura nacional.

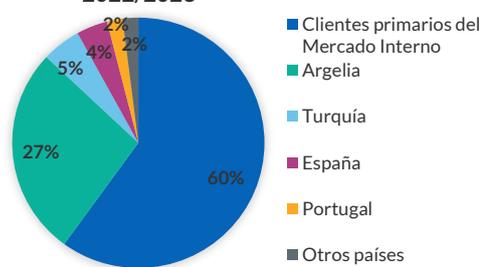
La venta de Porotos en el ejercicio anual finalizado al 30 de abril 2024 ascendió aproximadamente a 10.000 toneladas de “poroto Alubia” y 8.700 toneladas de “Cranberry, Negro, Dark y Light”. Estos productos fueron comercializados a clientes en más de 15 países, entre ellos, Argelia, Portugal, Turquía, Italia, España, Filipinas y Francia. Por su parte, el 26% de la venta se destinó al mercado interno, no obstante, los clientes compradores locales a su vez exportan más del 90% de lo adquirido a través de brokers internacionales en el exterior. En resumen, en torno al 100% del poroto originado por HSM tiene como destino el mercado externo. En el ejercicio anterior, debido al efecto de la brecha cambiaria, al no haber precio internacional de referencia, se destinó la venta mayormente al mercado interno, a diferentes brokers exportadores quienes cuentan con acuerdos de precios con clientes en el exterior, resultando más rentable para la compañía. En el ejercicio 2023/2024, se volvió a destinar la venta mayormente al mercado externo.

**DESTINO DE LA VENTA - EJERCICIO 2023/2024**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

**DESTINO DE LA VENTA - EJERCICIO 2022/2023**



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

En la campaña 2023/24, el rendimiento promedio del poroto ha sido menor al habitual (aproximadamente 950 kg por ha), por haber sido un año con un clima seco. Esta situación climática es un tema regional, que incluso afectó en mayor medida a otros productores. En el transcurso del ejercicio 2023/2024, donde se generó un período de seca que cubrió amplias zonas del país, los cultivos extensivos de Poroto y Maíz de HSM se vieron reducidos en aproximadamente un 30% en cuanto a los rendimientos esperados, no obstante, los mismos han sido mitigados parcialmente con un precio relativo más elevado respecto a la campaña anterior.

En la actual Campaña, la Compañía prevé obtener una producción de 10.500 toneladas de Poroto en una superficie de 21.000 has. afectadas. El rendimiento promedio del poroto estimado para la campaña en curso es menor al habitual (aproximadamente 500 kg por ha), por ser un año con un clima seco y períodos extensos de fríos anticipados. Esta situación climática es un tema regional, que incluso afectó en mayor medida a otros productores. Dado esta situación, en este ejercicio anual se proyectan comercializar cerca de 8.000 toneladas. Actualmente, la capacidad de la planta procesadora de porotos se encuentra al 50-60% de su capacidad. En tanto, en la campaña anterior se comercializó a un precio promedio neto de producto puesto en la planta localizada en Embarcación, Salta de USD 1.050 por tonelada, mientras que en la campaña actual se comercializa con un piso de USD 1.300 por tonelada.

Asimismo, HSM destinó en el ejercicio anual a abril 2024 mayor superficie a la siembra de maíz, aproximadamente 4.500 hectáreas has, de las cuales, 2.250 has (50%) son arrendadas de manera discontinuada campaña tras campaña, con el objetivo de abastecer la creciente demanda propia de alimento requerido para la unidad de negocios Ganadería, dado el crecimiento esperado en la cantidad de animales en stock. La cosecha se encuentra en proceso de recolección y se destinará la totalidad de la producción para consumo de feed-lot ganadero. La producción del ejercicio 2023/24 de Maíz alcanzó aproximadamente 18.000 tons.

**Mercado internacional**

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

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

#### **Frutas y Hortalizas (45% de los ingresos y 17% del EBITDA a abril 2024)**

La producción de hortalizas frescas, todo con riego por goteo representó el 45% de los ingresos de la compañía a abril 2024. HSM destina 1.700 hectáreas, de las cuales, 590 hectáreas son arrendadas con contratos a un promedio de siete años, y representan un 35% del total del área sembrada en propiedad de terceros. Se cultivan pimiento, tomate (redondo y cherry), zapallo, berenjena y choclo. Para la campaña 2023 finalizada en diciembre, el área sembrada de hortalizas fue 1.700 hectáreas (con riego por goteo), obteniendo una producción de 1.720.646 bultos totales, un 15% inferior a la campaña anterior con 2.030.381 bultos totales.

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

A abril 2024, los precios logrados estuvieron en línea con lo proyectado en la mayor parte de los productos comercializados, dado que la demanda doméstica se mantuvo activa, privilegiando la compra de productos naturales de frutas y verduras, las cuales se incorporan en la dieta familiar con mayor predominio en el mercado argentino.

Respecto a las perspectivas en cuanto a volumen de producción y ventas esperado para el ejercicio 2024/2025, la compañía prevé incrementar la producción de frescos a partir de la intensificación de la producción de la finca "Las Cañadas", localizada en la Provincia de Jujuy, y de ciertas eficiencias productivas en riego y fertilización implementadas en la mayoría de las fincas.

El precio de venta promedio en frutas y hortalizas frescas es de esperar que supere el incremento esperado en el índice de inflación minorista por la demanda de producto que se viene observando, acrecentada por la sustitución de productos de origen animal por dieta basada en productos de origen vegetal para los mercados de grandes ciudades del país.

#### **Unidad de Negocios Banana (19% del EBITDA a abril 2024)**

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

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

Respecto a la situación de la Compañía en el mercado actual de Bananas, viene incrementando su participación siendo actualmente del 7% del mercado y se estima consolidar dicha participación en el mercado argentino. Atento a la demanda, la compañía se encuentra evaluando la posibilidad de importar bananas de Brasil para cumplir con la misma, principalmente para productos de menor calidad. En tanto, el comercializador líder en el mercado son los importadores Tropical y Argenfruit que abastecen con diferentes marcas aproximadamente el 70% del mercado argentino. Siendo que en el mercado importador actual se observan importantes restricciones para acceder a divisas, es de esperar que estas

empresas líderes deban ceder participación, y los Productores locales, donde HSM es líder en la producción por calidad y en la venta por tener varios canales de acceso a los mercados abastecedores, puedan aprovechar a incrementar su participación de mercado, a valores de venta esperados muy atractivos.

Las bananas se comercializan bajo 2 marcas comerciales: el 80% de las ventas se comercializan a través de su primera marca SALVITA (tipo "Premium") y el 20% a través de su segunda marca SAMA.

La campaña 2023/24 conto con un área sembrada de 500 hectáreas con una producción y venta de 828.864 cajas, marcando un crecimiento del 29% respecto de la campaña pasada con 644.726 cajas. En el ejercicio 2023/2024, se sembraron un total de 500 has todas sobre una superficie de campo 100 % propiedad de la Compañía debido a los altos niveles de inversión requeridos.

Actualmente, hay 500 hectáreas, propiedad de la compañía, aptas para el cultivo y producción de Bananas. Para el ejercicio 2024/2025 se espera una producción de 925.000 cajas en una superficie de 500 hectáreas.

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

#### **Ganadería (17% de los ingresos y 24% del EBITDA a abril 2024)**

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

La actividad ganadera cuenta con un Feedlot para terminación de animales gordos destinados a la faena. Esta actividad de engorde a corral se desarrolla en la finca "Zanja del Tigre".

El stock de cabezas era de 8.848 a octubre 2024. Aproximadamente 7.000 cabezas en feed-Lot "Zanja del Tigre" y la diferencia en "Estancia Don Salvador" (Campo de cría con pasturas), actualmente destinadas a la producción agrícola. Lo cual, permite a la Compañía rotar y comercializar alrededor de 25.000 animales vacunos terminados al 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.

En el caso del negocio Ganadero, el total de ventas a abril 2024 fue de 23.647 cabezas, levemente mayor que a abril 2023 con 23.379 cabezas, representando el 17% de los ingresos de la compañía. Del total de ventas, un 20% corresponde a ventas directas a Frigoríficos Exportadores. Los Frigoríficos Exportadores clientes con destino final para la exportación son principalmente: Frigorífico Rioplatense, S.A.I.E.P. (del Grupo Supermercados La Anónima), SWIFT, Marfrig y Arre- Beef. El 80% restante, se vende a matarifes con matrícula o frigoríficos que trabajan para el mercado local argentino, y destino de consumo en la región del NOA principalmente.

En ejercicio anterior se liquidó stock de hacienda antes del cierre para pagar deuda y luego se volvió a reponer (actualmente más de 9.000 cabezas). Dadas las condiciones del mercado resultaba conveniente liquidar ganado de contado y comprar a un precio más conveniente en el futuro. Actualmente hay precios más estabilizados y plazos de pago hasta 120 días. Hacia adelante, la compañía comenzará a explotar mayormente el Feedlok a los efectos de liberar campos y utilizarlos para siembra de granos.

La comercialización de los Novillos terminados en feed-lot de la compañía para el ejercicio 2024/25 se estima en 25.000 cabezas, y no tienen influencia en la fijación del precio de venta en la región de NOA Argentino, ya que la región es aún una zona con déficit estructural para abastecer a la demanda poblacional de carne del lugar.

### **Conservas de pimientos y tomates (7% de los ingresos y 9% del EBITDA a abril 2024)**

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

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

En el ejercicio finalizado en abril 2023, la compañía incrementó sustancialmente el volumen de producción y comercialización de conservas de pimientos porque se ha retirado la importación de conservas provenientes de Perú, y los precios y condiciones de cobranza para la comercialización actual son más convenientes que la venta del producto fresco (antes se cobraba a 45 días mientras que ahora es cobro adelantado o al contado). En tanto, mientras que en el ejercicio 2022 anterior se habían comercializado 1.761.993 latas, en el ejercicio 2023 se comercializaron 3.275.050, un 86% superior. No obstante, en el ejercicio finalizado en abril 2024, se comercializaron 1.519.765 latas, un 54% inferior que el ejercicio anterior, incluso por debajo de los niveles del ejercicio 2022. Esto se debe a que en la campaña anterior hubo compra anticipada de latas por parte de los proveedores ante la falta de producto. No obstante, en la actividad productiva las campañas fueron similares.

En el ejercicio finalizado en abril 2024, la compañía mantuvo la política comercial del año 2023, manteniendo el volumen de producción y comercialización de Conservas de Pimientos, dada las limitaciones para la importación de conservas provenientes de Perú, y que los precios y condiciones de cobranza para la comercialización actual son más convenientes que la venta del producto fresco. Al momento, la participación de Salvita en el mercado argentino de conservas de pimientos alcanza a más del 80% del market-share, siendo líderes absolutos en todos los segmentos; ya sea de consumo domiciliario con marcas propias y de terceros, como a través del canal gastronómico.

Actualmente, la participación de Salvita en el mercado argentino de conservas de pimientos alcanza a más del 80% del market share, siendo líderes absolutos en todos los segmentos; ya sea de consumo domiciliario con marcas propias y de terceros, como a través del canal gastronómico.

Los Pimientos y Tomates para “Conservas” salen a la venta en envase de hojalata con las marcas propias de HSM (Salvita, Sama, Sol del Norte) y con “marcas blancas” destinado a terceros clientes mayoristas locales, para atender el consumo minorista y el canal gastronómico.

Actualmente, la capacidad de la planta de procesamiento de conservas se encuentra al 60-70% de su capacidad.

### **Extrusión de aceites vegetales (4% de los ingresos y 1% del EBITDA a abril 2024)**

En el ejercicio 2021/2022 se puso en funcionamiento la nueva planta para extrusión de aceites vegetales ubicada en la localidad de Embarcación, Provincia de Salta, cuyo objetivo principal es originar expeller con un buen grado de proteínas para ser utilizado como alimento para la ganadería de feed-lot. Durante el Ejercicio 2022/2023 se completó la ampliación de la capacidad de planta. En la campaña 2023/2024, se destinó a la siembra de soja un área total de 4.200 has, de las cuales, 800 has (20%) son arrendadas de manera discontinuada campaña tras campaña. En tanto, el volumen de aceite extraído que se origina en la producción se espera comercializar con operadores comerciales de aceites vegetales de alto valor proteico no refinados que vienen presentando propuestas a la compañía. Dentro de la planificación de la firma, se busca a través de “SALVITA” la colocación de este producto a clientes del exterior que ya reconocen la marca acreditada. Se proyecta procesar 15.700 toneladas de Soja, lo que va a

originar aproximadamente 2.200 toneladas de aceite y 13.800 de expeller que se utilizará como insumo de alimentación de la unidad ganadera.

### **Estructura de Costos**

HSM es una empresa intensiva en capital de trabajo. A abril 2024, el costo asociado a la labor de la tierra e insumos fue aproximadamente el 74% de las ventas y el resultado de la producción, y el 85% de los costos totales, lo que le otorga una adecuada flexibilidad operativa.

### **Riesgo del Sector**

La actividad agropecuaria es considerada fuertemente cíclica y se caracteriza por la generación de flujos volátiles. Los mismos responden al comportamiento errático de los precios internacionales de los granos y oleaginosas que responden a las cambiantes situaciones de oferta y demanda mundial para cada cultivo. A su vez, la oferta de cada cultivo es afectada por las condiciones climáticas de cada región que afectan el rinde de cada campaña. Las compañías que integran este sector presentan altas necesidades de financiar capital de trabajo, debido a la marcada estacionalidad de las ventas.

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

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

En el transcurso del ejercicio 2023/2024, donde se generó un período de seca que cubrió amplias zonas del país, los cultivos extensivos de Poroto y Maíz de HSM se vieron reducidos en aproximadamente un 30% en cuanto a los rendimientos esperados, no obstante, la expectativa es que este efecto se compense parcialmente con un precio relativo más elevado respecto a la campaña anterior. En tanto, el rendimiento promedio del poroto estimado para la campaña en curso es menor al habitual (aproximadamente 500 kg por ha), por ser un año con un clima seco y períodos extensos de fríos anticipados. Esta situación climática es un tema regional, que incluso afectó en mayor medida a otros productores. No obstante, en los cultivos intensivos o de frescos (y en particular el Poroto) debido a que Argentina es uno de los mayores productores a nivel mundial, se genera la situación de compensación, comercializándose "mayor cantidad por menor precio". En tanto, en la campaña anterior se comercializó a un precio promedio neto de producto puesto en la planta localizada en Embarcación, Salta de USD 1.050 por tonelada, mientras que en la campaña actual se comercializa con un piso de USD 1.300 por tonelada.

El sector cuenta con una favorable expectativa en los próximos años en un contexto de precios con tendencia creciente y demanda de alimentos por encima del promedio histórico. Cambios en aspectos regulatorios y en el factor climático, podrían gatillar un cambio de perspectiva en el sector.

### **Posición competitiva**

HSM ha ido posicionándose como una importante compañía agropecuaria de Argentina reconocido a nivel nacional e internacional. Tiene un modelo de producción integrado verticalmente y con una infraestructura y procesos con tecnología de punta que asegura una gestión eficiente y costos de operación competitiva. La compañía accede en forma directa a mercados concentradores con puestos propios sin necesidad de requerir intermediarios llegando directamente al vendedor minorista y cadenas de supermercados nacionales. Adicionalmente, HSM tiene un fuerte desarrollo de invernaderos, lo que la coloca en ventaja sobre los productores que trabajan en campo a cielo abierto y que están expuestos al factor

climático. No obstante, una gran parte de la producción de cultivos se encuentra expuesto a la producción en campo a cielo abierto.

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

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

### **Administración y Calidad de Accionistas**

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

### **Factores de Riesgo**

- **Negocio agropecuario sujeto a la volatilidad en los precios de los cultivos y a factores climáticos que determinan los rindes de cada campaña.** El cultivo del poroto está particularmente expuesto al riesgo de sequía. Sin embargo, la compañía cuenta con un sistema de riego por goteo en el 100% de las Fincas de Hortalizas y Bananas como también en las explotaciones bajo Invernaderos. En tanto, la diversificación geográfica de las distintas fincas mitiga el riesgo climático debido a las diferentes áreas en las que la compañía desarrolla las actividades.
- **Políticas gubernamentales.** El sector agropecuario se encuentra expuesto a la inestabilidad política argentina a través de la interferencia gubernamental como las retenciones o la limitación del cupo exportador.
- **Estacionalidad de las ventas.** Las ventas del sector agropecuario se encuentran concentradas post cosecha, lo que le demanda elevadas necesidades de financiar capital de trabajo. No obstante, esta estacionalidad esta matizada por la diversificación en múltiples segmentos y la venta de conservas, vital para la empresa para poder sortear la estacionalidad del negocio agropecuario.

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

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

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

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

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

HSM presenta un sostenido nivel de ventas en los últimos años con una buena generación de ingresos, mientras que la volatilidad del EBITDA responde principalmente a los mayores costos asociados al desarrollo de los nuevos negocios. En la campaña 2023/24, se destinó a la siembra de poroto un área total de 23.700 has y obtuvo una producción de 18.676 toneladas del tipo “poroto alubia”, un 25% menor respecto de la campaña anterior con una producción de 24.991 toneladas (20.000 has sembradas). En el transcurso del mismo ejercicio se había generado un período de seca que cubrió amplias zonas del país y los cultivos extensivos de poroto y maíz de HSM se vieron reducidos en aproximadamente un 30% sobre los rendimientos esperados. Durante los últimos ejercicios se logró reducir significativamente la exposición a este negocio (24% de los ingresos a abril 2024) en virtud del desarrollo y consolidación de los otros, principalmente Conservas y Bananas. En tanto, la compañía logró generar, a abril 2024, ventas por USD 90 millones y EBITDA por USD 19,1 millones con un margen de 21,5%. A octubre 2024 (Año Móvil), la compañía exhibe ventas por USD 89,7 millones con un margen del 13,5%, esta disminución en el margen se debe a menores ingresos de producción durante el periodo de 6 meses.

### Evolución Ventas - EBITDA



(\*)Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante, FIX espera márgenes cercanos al 20% producto del sostenido nivel de precios y la madurez de sus negocios, principalmente en el segmento bananas.

### Flujo de fondos

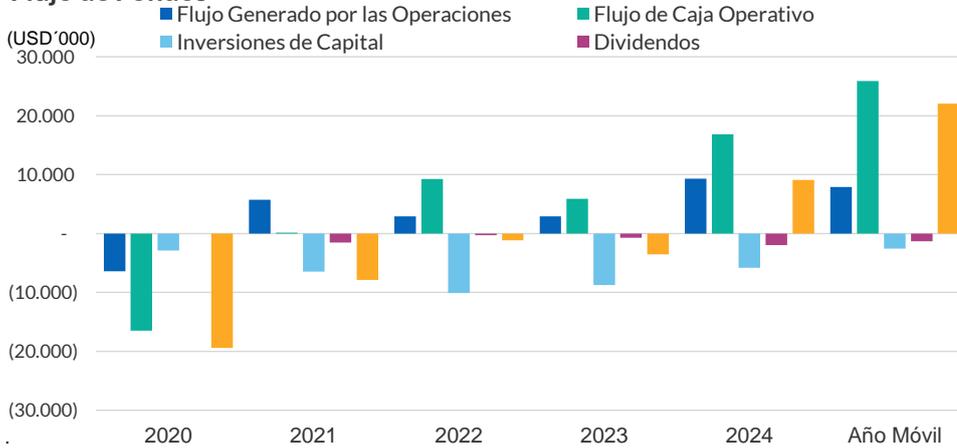
Las condiciones climáticas inestables que afectan los rendimientos de los cultivos y la producción de materias primas de HSM generan volatilidad en los márgenes y cambios significativos en los requisitos de capital de trabajo, por lo que el Flujo de Caja Operativo evoluciona conforme a la estacionalidad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

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

Desde el ejercicio 2020 al ejercicio 2024 la compañía obtuvo Flujo de Caja Operativo (FCO) positivo, no obstante, debido a inversiones de capital y distribuciones de dividendos el Flujo de Fondos Libre (FFL) resultó negativo, logrando revertir esta situación en el ejercicio 2024, en virtud del desarrollo y consolidación de los negocios, principalmente Conservas y Bananas. En tanto, a octubre 2024 (Año Móvil), el Flujo Generado por las Operaciones (FGO) fue positivo por

USD 8,1 millones, y producto de una variación positiva del capital de trabajo por USD 18 millones, el Flujo de Caja Operativo (FCO) fue de USD 25,9. Por su parte, las inversiones de capital ascendieron a USD 2,5 millones, y luego de una distribución de dividendos por USD 1,3 millones, el Flujo de Fondos Libre (FFL) resultó positivo en USD 22 millones.

### Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

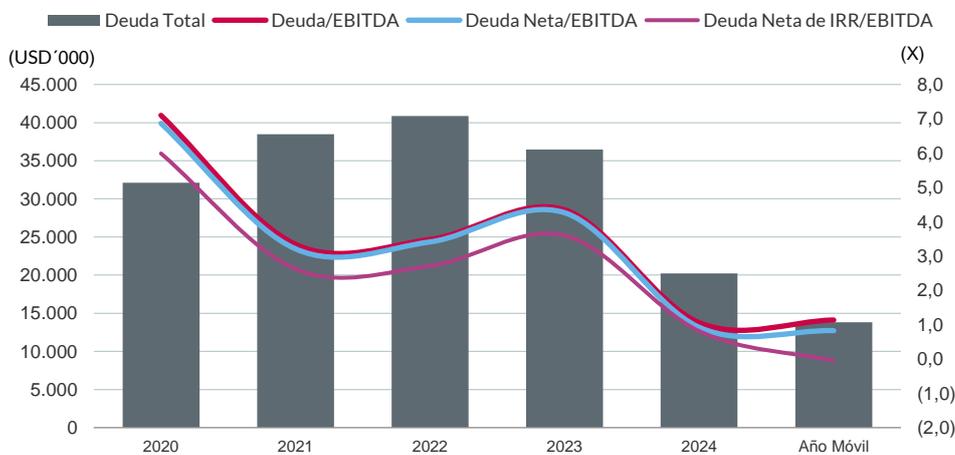
FIX destaca la mejora en la estabilidad del ciclo anual de los flujos a partir de la incorporación de los nuevos segmentos de negocios, mitigando la estacionalidad propia del negocio agroindustrial. Hacia adelante, debido a menores necesidades de capital de trabajo e inversiones acotadas, FIX espera que la compañía obtenga Flujo de Fondos Libre (FFL) positivos.

### Estructura de capital

En los últimos ejercicios, HSM S.A. ha disminuido su deuda financiera, luego del exitoso plan de inversiones, que le permitió mantener Flujo de Fondos Libres (FFL). A octubre 2024, la deuda total ascendía a USD 13,8 millones con un ratio Deuda/EBITDA de 1,1x, donde el 34% corresponde a deuda corriente. La compañía obtiene financiamiento a bajas tasas de interés y mayormente al largo plazo. Hacia adelante, FIX espera ratios de deuda/EBITDA en torno a 1x y coberturas de intereses adecuadas.

Por su parte, la deuda neta menos IRR es negativa, mostrando la buena liquidez y el bajo apalancamiento que dispone. En tanto, los niveles de coberturas se consideran adecuados, con EBITDA/Intereses por 5,2x. La compañía obtiene financiamiento a bajas tasas de interés y mayormente al largo plazo.

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Hacia adelante, FIX espera ratios de deuda/EBITDA en torno a 1x y coberturas de intereses adecuadas.

### Liquidez

FIX considera que HSM presenta una buena liquidez. A octubre 2024, la compañía contaba con un nivel de inventarios de rápida realización (IRR) por USD 14,5 millones, que dan cierto soporte a la posición de liquidez de la compañía, y una Caja e Inversiones corrientes por USD 3,7 millones. La caja e inversiones corrientes junto al FCO y los IRR (considerados al 80%) cubrían en 6,5x la deuda corriente a octubre 2024. Estimamos que estos adecuados niveles de liquidez se sostengan en los próximos años. En tanto, la compañía ha mostrado acceso a diversas fuentes de financiamiento con los principales bancos locales e internacionales y emisiones de deuda en el mercado de capitales local. Adicionalmente, ha mantenido un nivel de apalancamiento que le permitió afrontar los ciclos adversos. FIX entiende que la flexibilidad lograda le ha permitido ampliar su liquidez y conservar un perfil operacional sano.

Liquidez - HSM					
USD '000	2021	2022	2023	2024	Año Móvil
EBITDA Operativo	11.524	11.734	8.394	19.119	12.154
Caja e Inversiones Corrientes	1.522	838	705	2.609	3.761
Deuda Corto Plazo	28.365	19.300	21.122	10.943	4.709
Deuda Largo Plazo	10.133	21.584	15.361	9.296	9.105
Inventarios de Rápida Realización	38.498	40.884	36.484	20.239	13.814
Indicadores Crediticios					
EBITDA / Deuda CP	0,4	0,6	0,4	1,7	2,6
EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,4	0,7	0,4	2,0	3,4
EBITDA + Disponibilidades + IRR / Deuda CP	0,5	1,0	0,7	2,4	6,5
IRR + Disponibilidades / Deuda CP	0,3	0,5	0,3	0,7	3,9
Deuda Total / EBITDA	3,3	3,5	4,3	1,1	1,1

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Fondeo y flexibilidad financiera

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

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - HSM

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)					
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año móvil	oct-24	2024	2023	2022	2021
Período	Últ. 12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>						
EBITDA Operativo	11.693.449	8.948.904	21.028.563	9.126.935	13.803.219	16.808.672
EBITDAR Operativo	11.693.449	8.948.904	21.028.563	9.126.935	13.803.219	16.808.672
Margen de EBITDA	13,5	17,6	21,5	11,2	15,2	24,8
Margen de EBITDAR	13,5	17,6	21,5	11,2	15,2	24,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	24,6	18,7	10,2	(4,7)	(1,5)	(16,2)
<b>Coberturas</b>						
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,3	6,4	2,4	1,4	1,4	2,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,6	5,2	2,8	1,1	1,4	2,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,6	5,2	2,8	1,1	1,4	2,2
EBITDA / Servicio de Deuda	1,5	2,2	1,1	0,3	0,4	0,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,5	1,4	1,1	0,3	0,4	0,3
FGO / Cargos Fijos	3,3	6,4	2,4	1,4	1,4	2,2
FFL / Servicio de Deuda	3,1	2,8	0,9	0,1	0,3	(0,1)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,2	0,6	1,3	3,5	3,7	3,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	0,7	1,1	4,3	3,5	3,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	0,5	0,9	4,3	3,4	3,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,1	0,7	1,1	4,3	3,5	3,5
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,8	0,5	0,9	4,3	3,4	3,3
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	34,1	34,1	54,1	57,9	47,2	73,7
<b>Balance</b>						
Total Activos	92.095.783	92.095.783	96.191.864	103.337.847	112.553.657	107.171.651
Caja e Inversiones Corrientes	3.618.753	3.618.753	2.869.020	766.899	986.159	2.296.332
Deuda Corto Plazo	4.530.683	4.530.683	12.036.429	22.966.115	22.703.713	42.784.130
Deuda Largo Plazo	8.759.726	8.759.726	10.224.275	16.702.098	25.390.464	15.283.629
Deuda Total	13.290.409	13.290.409	22.260.704	39.668.213	48.094.177	58.067.759
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	13.290.409	13.290.409	22.260.704	39.668.213	48.094.177	58.067.759

Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	13.290.409	13.290.409	22.260.704	39.668.213	48.094.177	58.067.759
Total Patrimonio	63.463.091	63.463.091	58.570.464	49.467.618	45.783.970	38.206.116
Total Capital Ajustado	76.753.500	76.753.500	80.831.168	89.135.831	93.878.147	96.273.875
<b>Flujo de Caja</b>						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	7.578.206	9.290.297	10.208.150	3.155.139	3.447.015	9.512.987
Variación del Capital de Trabajo	17.334.986	2.757.248	8.325.055	3.270.263	7.432.570	(8.427.576)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	24.913.192	12.047.545	18.533.205	6.425.402	10.879.584	1.085.411
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(2.449.553)	(1.268.438)	(6.366.355)	(9.480.247)	(11.905.375)	(9.730.048)
Dividendos	(1.275.052)	(1.275.052)	(2.146.656)	(802.733)	(325.981)	(2.329.256)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	21.188.587	9.504.055	10.020.194	(3.857.578)	(1.351.772)	(10.973.893)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	387.582	133.531	1.951.201	4.016.789	110.729	11.014
Otras Inversiones, Neto	(5.493)	82.442	154.034	(25.248)	332.172	(1.106.211)
Variación Neta de Deuda	(18.577.779)	(8.970.295)	(10.023.308)	(353.222)	(401.302)	13.598.017
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	2.992.897	749.733	2.102.121	(219.258)	(1.310.173)	1.528.927
<b>Estado de Resultados</b>						
Ventas Netas	86.302.518	50.714.761	97.881.934	81.688.610	90.974.505	67.770.907
Variación de Ventas (%)		(18,6)	19,8	(10,2)	34,2	(42,0)
EBIT Operativo	6.826.415	6.565.356	16.166.267	3.586.031	8.612.592	10.305.842
Intereses Financieros Brutos	3.235.299	1.731.119	7.384.201	8.072.743	9.572.280	7.641.091
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	5.663.172	6.167.679	11.249.502	4.486.383	7.903.835	8.148.053
<b>Otros Indicadores</b>						
IRR	15.718.757	13.932.699	5.188.604	6.810.549	8.991.713	1.224.065
Deuda Total Neta de IRR	(2.428.348)	(642.290,1)	17.072.100,0	32.857.664,1	39.102.464,0	56.843.694,3
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	(0,2)	(0,0)	0,8	3,6	2,8	3,4
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	(0,5)	(0,2)	0,7	3,5	2,8	3,2
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	426,8	387	67	33	44	8
Deuda Corto Plazo / IRR	0,3	0	2	3	3	35

(\*) Moneda constante a octubre 2024

## Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- MM: Millones
- Feedlot: Engorde a corral

## Anexo III. Características de los Instrumentos

### Obligación Negociable Clase III Serie I

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

Monto Emisión: A determinar

Moneda de Emisión: Dólares.

Forma de suscripción e integración: Dólares.

Moneda de Pago: Dólares.

Fecha de Emisión: A determinar

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

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

Intereses: Tasa fija a licitar

Cronograma de Pago de Intereses: Semestrales

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

Garantías: N/A

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

Condiciones de Hacer y no Hacer: N/A

Ley Aplicable: Argentina.

### Obligación Negociable Clase III Serie II

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

Monto Emisión: A determinar

Moneda de Emisión: Dólares.

Forma de suscripción e integración: Dólares.

Moneda de Pago: Dólares.

Fecha de Emisión: A determinar

Fecha de Vencimiento: A los 36 meses desde la fecha de emisión

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

Intereses: Tasa fija a licitar

Cronograma de Pago de Intereses: Semestrales

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

Garantías: N/A

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

Condiciones de Hacer y no Hacer: N/A

Ley Aplicable: Argentina.

## 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 **12 de diciembre de 2024** confirmó\* en Categoría **A(arg)** a la calificación de emisor de **Hijos de Salvador Muñoz S.A. (HSM)**.

El mismo consejo asignó en Categoría **A(arg)** la calificación de los siguientes instrumentos a ser emitidos por la compañía:

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

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

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

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

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

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

La 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. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

### Fuentes

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

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información pública:

- Estados contables intermedios auditados hasta el 31/10/2024 (6 meses) disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Estados contables anuales auditados hasta el 30/04/2024 (12 meses) disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Enrique Saravia Pauna, Contador Público Nacional, M.P. 3199 C.P.C.E. Salta.

- Borrador de fecha 4 de diciembre del Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase III Serie I y Serie II, disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar).
- Información de gestión aportada por la compañía.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://WWW.FIXSCR.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

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

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

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

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