

**INFORME DE CALIFICACIÓN**

6 de diciembre de 2024

**Mastellone Hermanos S.A.**

**CALIFICACIÓN PÚBLICA**

**Informe de revisión completo**

**CALIFICACIONES ACTUALES (\*)**

	Calificación	Perspectiva
Calificación de emisor en moneda local	A.ar	Estable
Calificación de emisor en moneda local de corto plazo	ML A-1.ar	---
Calificación de emisor en extranjera	A.ar	Estable
Calificación de emisor en extranjera de corto plazo	ML A-1.ar	---

(\*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Registro No.3 de la Comisión Nacional de Valores. Para mayor detalle sobre las calificaciones asignadas ver la sección de información complementaria, al final de este reporte.

**CONTACTOS**

Julia Mestas Núñez +54.11.5129.2771  
Associate Credit Analyst ML  
[Julia.mestasnunez@moodys.com](mailto:Julia.mestasnunez@moodys.com)

Romina Retamal +54.11.5129.2654  
Senior Credit Analyst ML  
[Romina.retamal@moodys.com](mailto:Romina.retamal@moodys.com)

José Molino +54.11.5129.2613  
Associate Director – Credit Analyst ML  
[Jose.molino@moodys.com](mailto:Jose.molino@moodys.com)

**SERVICIO AL CLIENTE**

Argentina / Uruguay  
+54.11.5129.2600

**RESUMEN**

Moody's Local Argentina asigna a las "Obligaciones negociables Clase 1 con vencimiento en 2025" de Mastellone Hermanos S.A. ("Mastellone") una calificación en moneda extranjera de corto plazo en **ML A-1.ar**. Al mismo tiempo, asigna la calificación de emisor en moneda extranjera de largo plazo en **A.ar**.

Por último, afirma las calificaciones en moneda local de largo y corto plazo de en **A.ar** y **ML A-1.ar**, respectivamente. La perspectiva de las calificaciones de largo plazo se mantiene estable.

El perfil crediticio de Mastellone se encuentra respaldado por su sólida posición de mercado, fuerte reconocimiento de marca, buena diversificación geográfica y de producto, sólidos niveles de liquidez. Además, la calificación incorpora la exposición a riesgo regulatorio, la industria altamente competitiva y el elevado riesgo de descalce de moneda. Este último se encuentra mitigado por una generación en moneda extranjera de aproximadamente el 30% sobre el total del volumen de ventas a través de exportaciones y ventas de subsidiarias en el exterior.

Mastellone presenta una elevada escala operativa que la posiciona como empresa líder del sector lácteo en el territorio nacional y como principal exportador de leche en polvo. Esperamos para el cierre diciembre 2024 ventas en torno a USD 1.300 millones. En los últimos doce meses a septiembre 2024, los ingresos ascendieron a ARS 1.334.123 millones (USD 1.124 millones<sup>1</sup>), desde 1.319.380 millones (USD 1.126 millones) a cierre diciembre 2023.

La compañía ha presentado históricamente adecuados márgenes de rentabilidad. En los últimos doce meses a septiembre 2024, el margen EBITDA se ubicó en 5,2%, desde 3% en diciembre 2023. El incremento en la rentabilidad es producto de la recomposición de precios que permitió hacer frente a la caída de la actividad económica. Adicionalmente, el sector se vio afectado por costos elevados producto de un faltante de materia prima en el sector que derivó en incremento del precio de la leche. Mastellone cuenta con un elevado poder de negociación que permitió gestionar de forma eficiente los contratos con los productores y mantener el equilibrio entre precio y calidad de la materia prima requerida para el proceso.

Mastellone ha logrado disminuir su nivel de endeudamiento a lo largo del año y presenta para el año móvil a septiembre 2024 un ratio de deuda a EBITDA de 2,2x desde 7,5x a cierre de ejercicio en 2023. Por otra parte, la cobertura de

<sup>1</sup> Los valores del Estado de Resultados y del Flujo de Fondos en dólares fueron calculados tomando la sumatoria del valor trimestral de cada partida dividido al tipo de cambio de cierre de cada trimestre. Las métricas pueden diferir de las presentadas por la compañía en sus Estados Contables debido a ajustes realizados por Moody's Local.

intereses se ubicó en torno a 2,8x, por encima de los 1,6x reportados en diciembre 2023. La deuda financiera de la compañía a septiembre de 2024 bajó a niveles de ARS 147.590 millones (USD 152 millones) desde ARS 280.619 millones (USD 172 millones) en 2023. Del total de la deuda el 97% es de largo plazo. El 100% de los pagos de intereses de la deuda en dólares y el principal del préstamo con Rabobank se encuentran calzados con el flujo destinado a exportaciones.

Mastellone posee sólidos niveles de liquidez. A septiembre de 2024, la compañía mantenía una posición de caja y equivalentes de ARS 27.930 millones, mientras que la deuda de corto plazo alcanzaba los ARS 3.791 millones, arrojando un indicador de cobertura de 737%.

Las calificaciones asignadas consideran, asimismo, el apoyo que le brindan a Mastellone sus socios Arcor S.A.I.C. (calificada por Moody's Local Argentina en [AAA.ar/Estable](#)) y Bagley (forma parte del *joint venture* entre Arcor (51%) y Danone (49%)), que poseen el 49% del capital social de la compañía. Las tres marcas relacionadas son de importante renombre a nivel local y regional, y le brindan apoyo a través de sinergias operativas, de distribución y comercialización de productos en el mercado interno y externo. Actualmente, mantienen relaciones comerciales locales e internacionales con Arcor, que incluyen acuerdos de usos de marcas; y su vez comparten marca y servicios de logística con Danone.

La compañía planea la emisión de las Obligaciones Negociables (ON) Clase 1 denominadas y pagaderas en dólares por hasta USD 20 millones, con vencimiento a los 6 meses desde su emisión. Las ON devengarán una tasa de interés fija a licitar. El destino de los fondos será principalmente para el financiamiento de capital de trabajo.

La calificación de crédito asignada a las ONs a emitir podría verse modificada ante la ocurrencia de cambios en el proceso de finalización de documentos y la emisión de valores que se encuentran en estado previo a oferta pública; como así también, alteraciones en las características fundamentales de la calificación tales como cambios en las condiciones de mercado, proyecciones financieras, estructura de la transacción y los términos y condiciones de la emisión o información adicional.

### **Fortalezas crediticias**

- Sólida posición de marca: líder en el mercado local con amplia red de distribución con presencia en todo el país.
- Elevado poder de negociación de precios.
- Buena diversificación geográfica y de producto.
- Sólidos niveles de liquidez.
- Sinergias operativas, de distribución y comercialización con sus principales socios, Arcor y Grupo Danone.

### **Debilidades crediticias**

- Exposición a riesgo regulatorio.
- Industria altamente competitiva que se traducen en menores márgenes de rentabilidad en comparación a otras empresas calificadas, mitigado por una recomposición de precios en el último año
- Elevado riesgo de descalce de moneda mitigado por una generación en moneda extranjera de aproximadamente el 30% sobre el total de volumen de ventas a través de sus ingresos por exportaciones y ventas de subsidiarias en el exterior. El 100% de los pagos de intereses de la deuda en dólares y el principal del préstamo con Rabobank se encuentran calzados con el flujo destinado a exportaciones.

### **Factores que pueden generar una mejora de la calificación**

Una suba en las calificaciones podría generarse si la compañía logra (i) incrementar los niveles de rentabilidad a través del ciclo a niveles en torno a 10% EBITDA sobre Ventas, manteniendo (ii) un nivel de apalancamiento por debajo de 2,0x Deuda a EBITDA (iii) adecuados niveles de cobertura de intereses y (iv) una sólida generación de flujo de fondos operativos.

**Factores que pueden generar un deterioro de la calificación**

Una baja en las calificaciones de la compañía podría originarse producto de (i) una caída sostenida en el nivel de ventas y márgenes de rentabilidad de la compañía (ii) un deterioro en los niveles de endeudamiento y cobertura, (iii) generación de flujos de caja persistentemente negativos o (iv) eventos o cambios en las condiciones de mercado que deterioren significativamente las operaciones de la compañía.

**Análisis de los factores estándares de calificación**

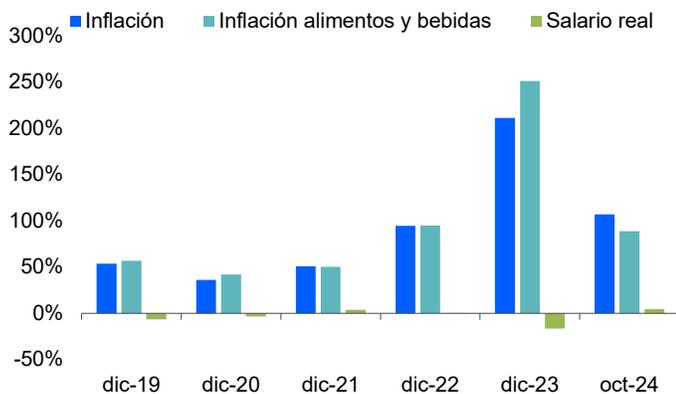
**Estabilidad del sector**

La actividad de Mastellone se encuentra estrechamente relacionada con el desempeño de las economías de sus principales mercados, particularmente de Argentina. La demanda de alimentos se encuentra expuesta a la evolución del salario real y a los cambios en los hábitos de consumo, aunque en menor medida respecto del resto de las industrias locales.

Para el 2025, esperamos una recuperación del nivel de actividad particularmente en el segmento de consumo masivo respecto de 2024. El índice de precios al consumidor (IPC) interanual a octubre 2024 fue de 193%, por debajo de los 211,4% reportados a diciembre 2023. En este sentido, las expectativas de inflación interanual para diciembre 2025 se ubican en torno a 30-35%, en línea al proceso de desaceleración de la inflación del gobierno.

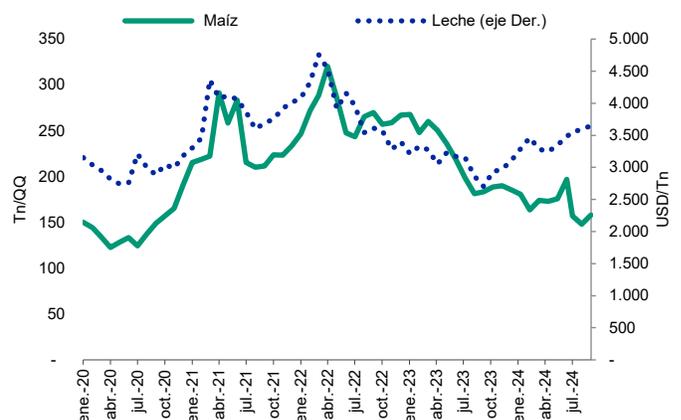
La industria láctea presenta una elevada exposición a factores climáticos y sanitarios, con costos correlacionados con el precio del maíz. En la campaña 2023/24 los cultivos presentaron una merma en sus rindes como consecuencia del estrés hídrico en periodos críticos de crecimiento y condiciones sanitarias adversas (*Spiroplasma*)<sup>2</sup>. Desde el segundo semestre de 2024 el precio por litro de leche muestra una tendencia alcista que subió en torno a USD 0,40, por arriba del promedio en histórico que se ubicaba en aproximadamente USD 0,25. Por otro lado, esperamos para 2025 una recuperación del precio internacional de la leche en torno a USD 3.500-4.000 la tonelada desde aproximadamente USD 3.000 en 2023.

**FIGURA 1** Evolución de los niveles de inflación y del salario real



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información publicada por el INDEC.

**FIGURA 2** Precio exportación maíz y leche



Fuente: Moody's Local sobre la base de la BCBAs y Global Dairy Trade

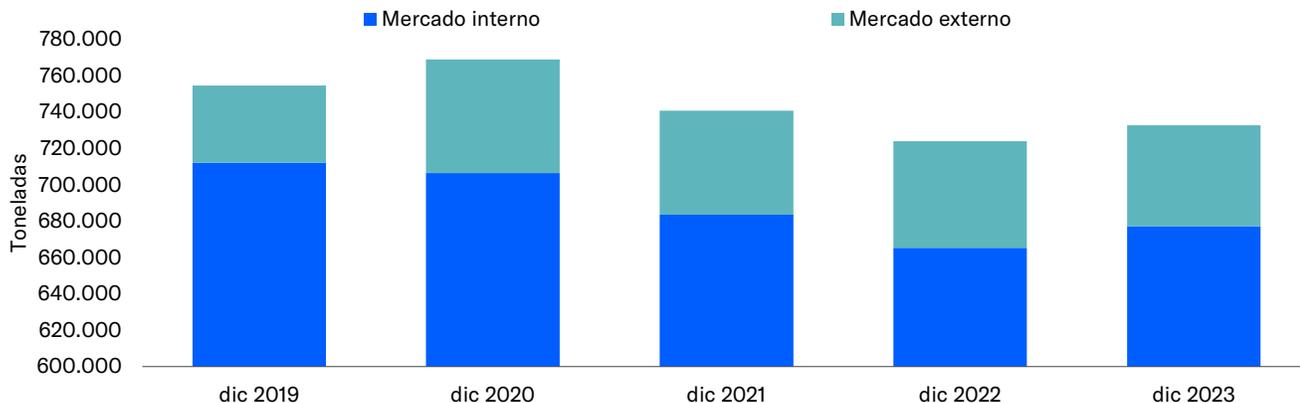
**Escala**

Mastellone presenta una elevada escala operativa que la posiciona como empresa líder del sector lácteo en el territorio nacional. La compañía cuenta con seis plantas de clasificación de leche y nueve plantas elaboradoras con una

<sup>2</sup> Conocido como "la chicharrita" que puede causar entrenudos acortados, proliferación de espigas infértiles, acortamiento del período de llenado de granos y muerte prematura de las plantas.

capacidad de procesamiento de más de 3,8 millones de litros por día. Esperamos para el cierre diciembre 2024 ventas en torno a USD 1.300 millones. Durante los últimos doce meses a septiembre de 2024, los ingresos alcanzaron ARS 1.334.123 millones (USD 1.124 millones) desde ARS 1.319.380 millones (USD 1.226 millones) en 2023. En términos de volumen, a diciembre 2023, la compañía comercializó 677.315 toneladas en el mercado doméstico, y 55.478 en el mercado externo, en línea con lo reportado el año anterior.

**FIGURA 3** Volumen de ventas en el mercado local vs externo

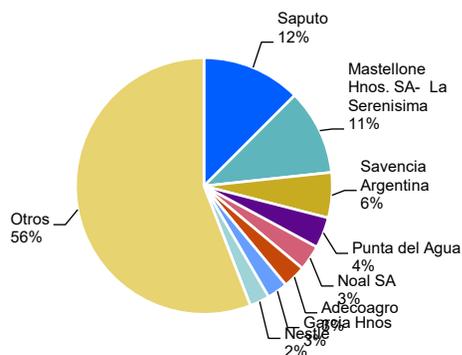


Fuente: Moody's Local Argentina en base a información provista por Mastellone

**Perfil de negocios**

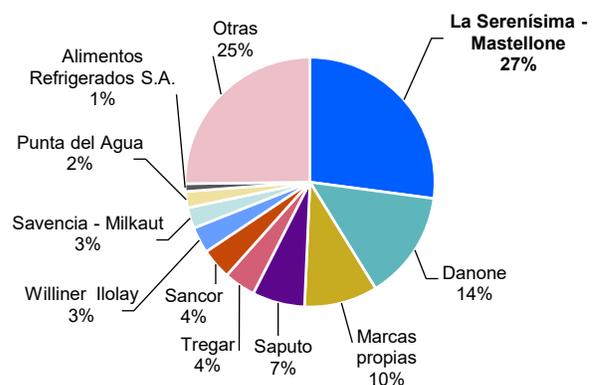
La compañía posee una elevada posición competitiva, respaldada por su rol de líder en el sector lácteo con la mayor producción en Argentina. Cuenta con una participación de mercado del 27%, con alrededor de 60.000 clientes en el mercado local y presencia en el 100% de los principales hipermercados y supermercados del país. La compañía posee la mayor red de distribución de productos frescos, con más de 548 contratistas independientes, 728 camiones de transporte, y una ubicación estratégica de sus doce centros de logísticos con los que alcanzan 84.400 puntos de venta en todo el país. Los principales clientes de la compañía son sus distribuidores, mayoristas, supermercados y otros, que luego revenden sus productos a los consumidores finales.

**FIGURA 4** Recepción en litros de leche por día 2023/24



Fuente: Moody's Local Argentina sobre la base a información publicada por Ocla

**FIGURA 5** Participación en el mercado de productos lácteos 2023



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información publicada por Ocla

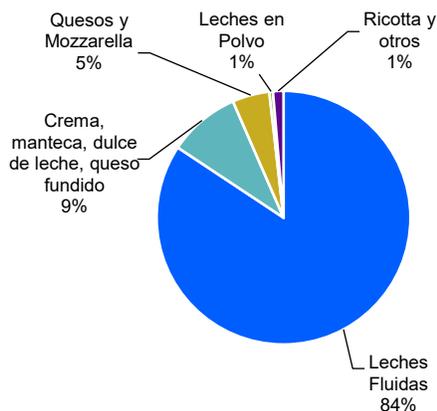
Mastellone tiene una buena diversificación geográfica y de producto. Si bien el principal mercado al que se dirigen es el mercado minorista argentino, alrededor del 30% de las ventas de la compañía provienen de ventas a través de subsidiarias en el exterior, de compañías relacionadas en la región y de exportaciones de productos en otros mercados internacionales. La compañía, mantiene una importante presencia en Brasil, a través de su subsidiaria Leitesol Industria e Comercio S.A., en Paraguay, Bolivia, Uruguay, Perú y Chile.

La compañía posee una amplia gama de productos lácteos y variedad de marcas líderes para cada segmento de negocios que le brinda economías de escala y una mayor eficiencia en su red de distribución. La compañía cuenta con un portafolio diversificado de primeras y segundas marcas en cada uno de los segmentos en los que opera, que le proporcionan una mayor oferta a públicos de distinto poder adquisitivo, lo cual le otorga una mayor estabilidad en los volúmenes vendidos a través del ciclo económico.

**Mercado doméstico**

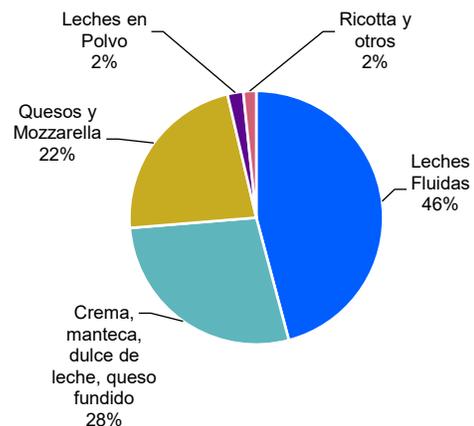
Mastellone elabora y distribuye una amplia línea de productos lácteos frescos, entre los que se destacan leche fluida, crema y manteca, y productos lácteos de larga vida como quesos, leche en polvo y dulce de leche. La comercialización de los mismos se realiza bajo distintas marcas entre las que se destacan La Serenísima, Armonía, Ser, Cremón y Finlandia.

**FIGURA 6** Recepción en litros de leche por día 2023



Fuente: Moody's Local Argentina sobre la base a información provista por Mastellone

**FIGURA 7** Participación en el mercado de productos lácteos 2023

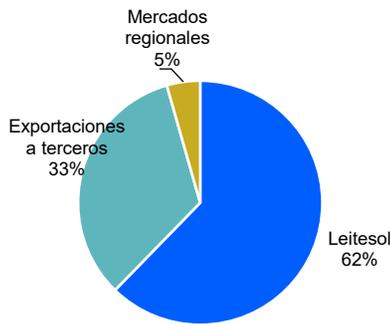


Fuente: Moody's Local Argentina en base a información provista por Mastellone

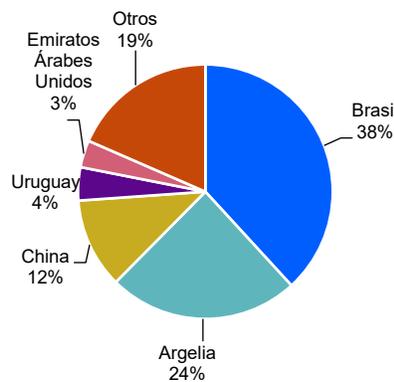
**Mercado externo**

Mastellone es el principal exportador de leche en polvo del país. En 2023, los ingresos por exportaciones fueron de alrededor de USD 172 millones, equivalentes a 55 mil toneladas de productos distribuidos en 24 países, con principal destino a Brasil, Argelia y China. En tanto, los productos más exportados son leche en polvo (tanto entera como descremada), suero, manteca y quesos duros.

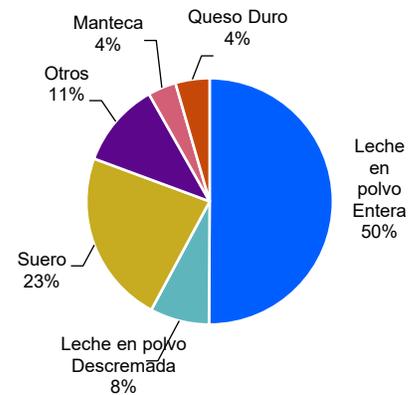
**FIGURA 8** Canales de venta



**FIGURA 9** Destinos de exportación



**FIGURA 10** Productos



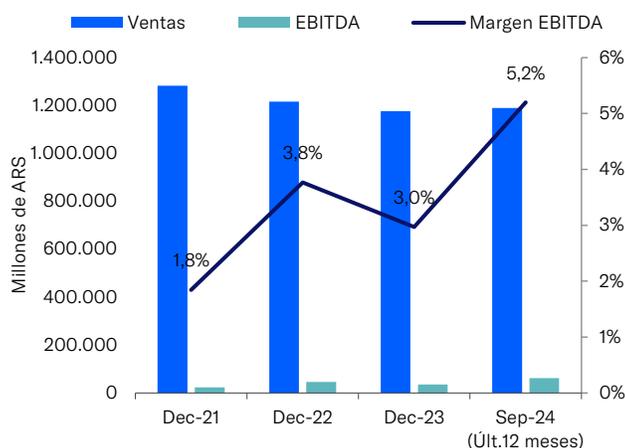
Fuente: Moody's Local Argentina sobre la base a información provista por Mastellone

**Rentabilidad y eficiencia**

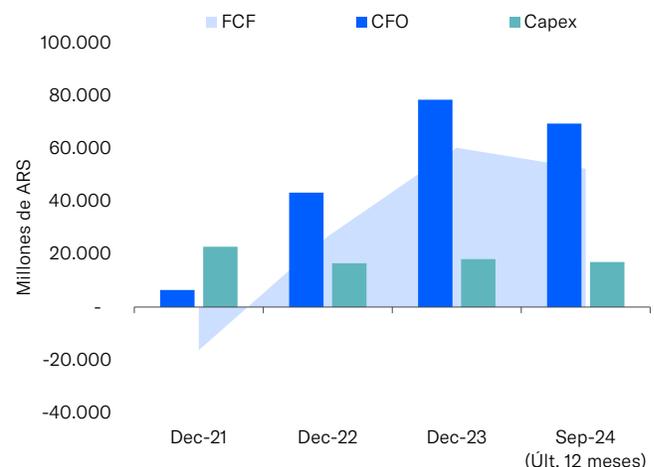
La compañía ha presentado históricamente adecuados márgenes de rentabilidad para el sector en el que se desarrolla, a pesar del contexto macroeconómico local. Para 2025, esperamos mayores niveles de ventas y márgenes EBITDA en torno a 6% como consecuencia de la recuperación de los salarios en términos reales y del nivel de actividad económica. En los últimos doce meses a septiembre 2024, el margen EBITDA se ubicó en 5,2%, desde 3% en diciembre 2023. El incremento en la rentabilidad es producto de la recomposición de precios que permitió hacer frente a la caída de la actividad económica. Adicionalmente, el sector se vio afectado por costos elevados producto de un faltante de materia prima en el sector que derivó en incremento del precio de la leche.

Mastellone genera un sólido flujo de fondos operativos (CFO), que alcanzan un promedio de aproximadamente ARS 46.126 millones (USD 37 millones) para el periodo 2020-2023. Incluso si se consideran las inversiones en CAPEX, la compañía ha podido generar flujo de fondos libres (FCF) para la mayoría de los periodos. Consideramos que la compañía posee una ventaja competitiva respaldada por un amplio poder de negociación con clientes y proveedores que le permite un elevado control sobre sus necesidades de capital de trabajo y generación de fondos libres.

**FIGURA 11** Margen EBITDA



**FIGURA 12** Flujo de fondos



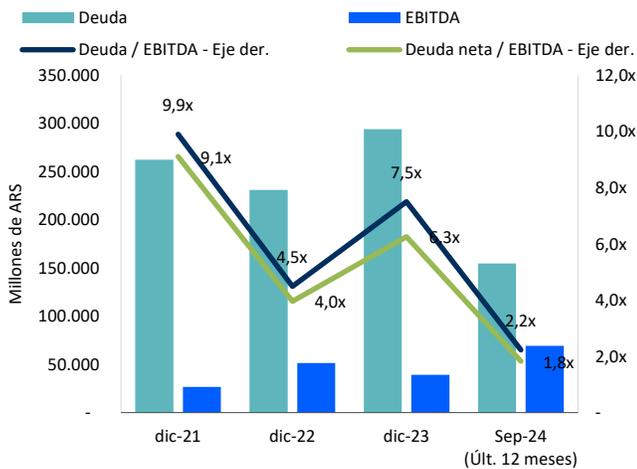
Fuente: Moody's Local Argentina en base a estados financieros de Mastellone Hermanos S.A.

Fuente: Moody's Local Argentina en base a estados financieros de Mastellone Hermanos S.A.

**Apalancamiento y cobertura**

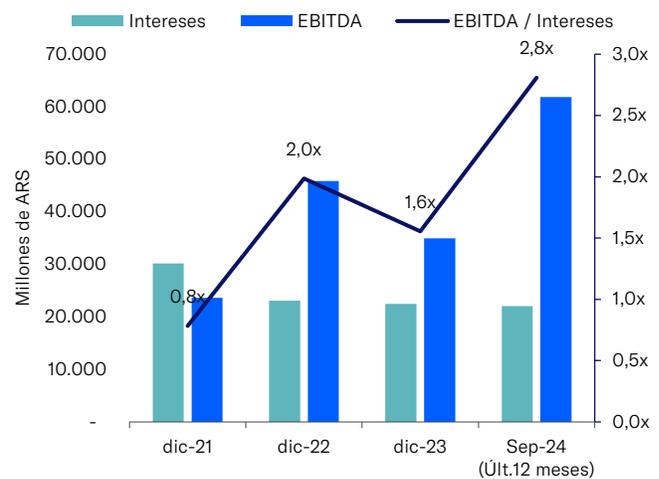
Mastellone ha logrado disminuir su nivel de endeudamiento a lo largo del año y presenta para el año móvil a septiembre 2024 un ratio de deuda a EBITDA de 2,2x desde 7,5x a cierre de ejercicio en 2023. Por otra parte, la cobertura de intereses se ubicó en torno a 2,8x, por encima de los 1,6x reportados en diciembre 2023. La deuda financiera de la compañía a septiembre de 2024 bajó a niveles de ARS 147.590 millones (USD 152 millones) desde ARS 280.619 millones (USD 172 millones) en 2023. Del total de la deuda el 97% es de largo plazo y el 69% corresponde a las ON Clase G (hard dollar). El 100% de los pagos de intereses de la deuda en dólares y el principal del préstamo con Rabobank se encuentran calzados con el flujo destinado a exportaciones.

**FIGURA 13 Apalancamiento**



Fuente: Moody's Local Argentina en base a estados financieros de Mastellone Hermanos S.A.

**FIGURA 14 Cobertura**



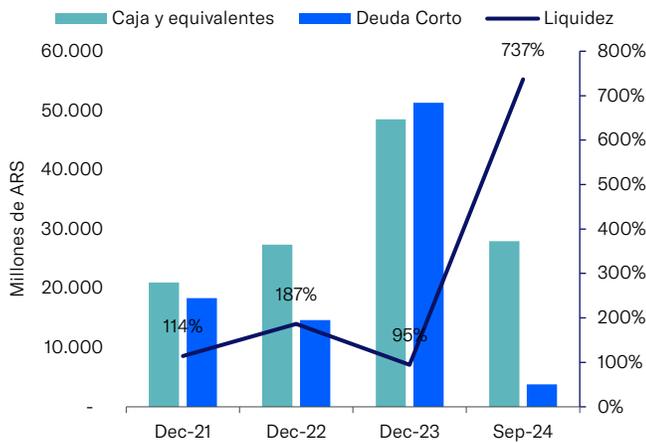
Fuente: Moody's Local Argentina en base a estados financieros de Mastellone Hermanos S.A.

**Política financiera**

Mastellone posee sólidos niveles de liquidez. A septiembre de 2024, la compañía mantenía una posición de caja y equivalentes de ARS 27.930 millones, mientras que la deuda de corto plazo alcanzaba los ARS 3.791 millones, arrojando un indicador de cobertura de 737%.

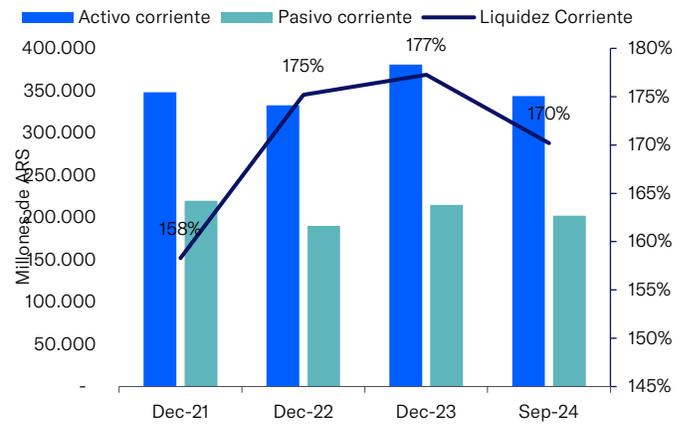
La compañía planea la emisión de las Obligaciones Negociables (ON) Clase 1 denominadas y pagaderas en dólares por hasta USD 20 millones, con vencimiento a los 6 meses desde su emisión. Las ON devengarán una tasa de interés fija a licitar. El destino de los fondos será principalmente para el financiamiento de capital de trabajo. En junio 2026 está estipulado el vencimiento de las ON Clase G.

**FIGURA 15** Liquidez



Fuente: Moody's Local Argentina en base a estados financieros de Mastellone Hermanos S.A.

**FIGURA 16** Liquidez corriente



Fuente: Moody's Local Argentina en base a estados financieros de Mastellone Hermanos S.A.

**Otras consideraciones**

**Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo**

**Sociales**

Los problemas sociales pueden influir positiva o negativamente en la calidad crediticia de las empresas de bienes de consumo envasados. Los riesgos y las oportunidades se derivan de la interacción de un emisor con sus principales partes interesadas, incluidos los empleados, clientes, socios de la cadena de suministro, contrapartes o la sociedad en general. La industria de los productos envasados está expuesta a las preocupaciones de los consumidores sobre la salud y el bienestar, como por ejemplo preocupaciones sobre los productos con azúcar y los edulcorantes artificiales. Las empresas se han adaptado a través de la educación, el etiquetado transparente y la innovación, por ejemplo, ofreciendo productos de consumo y lácteos más saludables. Mastellone controla de cerca sus riesgos sociales, incluida la calidad del producto, la seguridad y el etiquetado claro. Las consideraciones sociales no son un factor relevante para determinar la calidad crediticia de la empresa.

**Ambientales**

El sector de bienes de consumo envasados tiene una baja exposición a riesgos ambientales y no es una fuente directa de contaminación material, emisiones de carbono, escasez de agua o uso de suelo, agua y tierra. Los proveedores de productos envasados generalmente se benefician de los altos márgenes y la capacidad de pasar los costos crecientes con el tiempo, por lo que la exposición general al riesgo ambiental es baja. Las regulaciones y las preferencias de los consumidores para productos más ecológicos generarán cambios en las ofertas de productos.

El impacto ambiental de Mastellone sigue siendo bajo y los riesgos asociados son limitados. Mastellone utiliza empaques reciclables o biodegradables y además promueve el uso de energías renovables para el funcionamiento de sus plantas. En 2022 la compañía presentó el Plan de Packaging 2023 el cual tiene como objetivo que todos los envases sean reciclables, reutilizables o compostables para el 2030, partiendo de una base del 96% de envases reciclables. Asimismo, en 2022 Mastellone obtuvo la certificación IRAM en Compromiso de Bienestar Animal que implica la implementación de un modelo que asegure que las vacas se encuentran en condiciones adecuadas de confort, salud y entorno. Las consideraciones ambientales no son un factor relevante para determinar la calidad crediticia de la empresa.

**Gobierno corporativo**

A diferencia de los riesgos ambientales y sociales, que pueden estar impulsados por factores externos, como regulaciones o cambios demográficos, los riesgos de gobierno corporativo dependen en gran medida de los emisores. El gobierno corporativo es muy relevante para todas las compañías y es importante para los tenedores de bonos porque las debilidades del gobierno pueden conducir a un deterioro en la calidad crediticia de una compañía. Cuando la calidad crediticia se deteriora debido a un mal gobierno corporativo, como una falla en los controles que resulta en una mala conducta financiera, puede tomar mucho tiempo recuperarse. Varias empresas del sector tienen propiedad o control familiar. Las compañías privadas carecen de la flexibilidad financiera de tener capital público como moneda para financiar adquisiciones, y pueden ser reacias a reducir los dividendos. La independencia del Directorio también puede ser una preocupación. Moody's Local Argentina considera que Mastellone presenta un adecuado gobierno corporativo.

**Evaluación del soporte de su principal accionista**

Las calificaciones de Mastellone reflejan el soporte y apoyo estratégico y financiero brindado a través de los vínculos con sus socios Arcor S.A.I.C. y Bagley, que poseen el 49% del capital social de la compañía. Las tres marcas relacionadas son de importante renombre a nivel local y regional, y le brindan apoyo a través de sinergias operativas, de distribución y comercialización de productos en el mercado interno y externo. Actualmente, mantienen relaciones comerciales locales e internacionales con Arcor, que incluyen acuerdos de usos de marcas; y su vez comparten marca y servicios de logística con Danone.

**Anexo I: Información contable e indicadores operativos y financieros**

	Sep-2024 (Últ. 12 meses)	9M 2024 (Sep-24) <sup>(*)</sup>	Dic-2023	Dic-2022	Dic-2021
<b>INDICADORES</b>					
EBITDA / Ventas netas	5,2%	4,7%	3,0%	3,8%	1,8%
EBIT / Ventas netas	1,4%	0,9%	-0,5%	-0,1%	-2,0%
Deuda / EBITDA	2,2x	2,4x	7,5x	4,5x	9,9x
Deuda neta/ EBITDA	1,8x	2,0x	6,3x	4,0x	9,1x
CFO / Deuda	44,8%	46,3%	26,6%	18,7%	2,5%
EBITDA / Gastos financieros	2,8x	2,7x	1,6x	2,0x	0,8x
EBIT / Gastos financieros	0,7x	0,5x	-0,2x	-0,1x	-0,8x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	170,2%	170,2%	177,3%	175,2%	158,3%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	736,7%	736,7%	94,5%	186,9%	114,4%
<b>En millones de ARS (moneda constante al 30 de septiembre de 2024)</b>					
<b>ESTADO DE RESULTADOS</b>					
Ventas netas	1.334.123	1.017.858	1.319.380	1.363.217	1.437.963
Resultado bruto	383.778	294.992	366.809	373.167	364.103
EBITDA	69.364	48.347	39.197	51.383	26.515
EBIT	18.221	8.653	(6.047)	(1.512)	(28.131)
Intereses	(24.703)	(17.841)	(25.214)	(25.889)	(33.848)
Resultado neto	23.157	66.985	(26.587)	8.527	(18.990)
<b>FLUJO DE CAJA</b>					
Flujo generado por las operaciones	91.925	69.945	51.818	54.429	13.853
CFO	69.305	53.752	78.306	43.195	6.448
Dividendos	-	-	-	-	-
CAPEX	(17.062)	(12.777)	(18.104)	(16.590)	(22.770)
Flujo de fondos libres	52.243	40.975	60.202	26.605	(16.322)
<b>ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL</b>					
Caja y equivalentes	27.930	27.930	48.512	27.369	20.995
Activos corrientes	343.640	343.640	380.911	332.820	347.973
Bienes de uso	476.849	476.849	505.944	450.366	501.905
Intangibles	6.167	6.167	3.979	1.157	708
Total activos	840.866	840.866	908.481	803.373	866.148
Deuda financiera de corto plazo	3.791	3.791	51.323	14.645	18.354
Deuda financiera de largo plazo	143.799	143.799	229.296	208.640	237.957
Deuda financiera total	147.590	147.590	280.619	223.285	256.311
Deuda financiera ajustada total	154.689	154.689	293.891	230.988	262.443
Total pasivo	483.134	483.134	588.562	536.377	599.784
Patrimonio neto	357.732	357.732	319.919	266.996	266.365

(\*) indicadores anualizados.

Nota: Los valores presentados contienen ajustes realizados por Moody's Local Argentina y pueden diferir de los reportados por la empresa en sus estados contables.

**Anexo I: Obligaciones Negociables vigentes calificadas por Moody's Local Argentina**

<b>Obligaciones Negociables</b>	<b>Moneda</b>	<b>Fecha de emisión</b>	<b>Fecha de vencimiento</b>	<b>Amortización de capital</b>	<b>Tasa de interés</b>	<b>Pago de intereses</b>
ON Clase 1	USD	<i>Pendiente de emisión</i>	6 meses	<i>Al vencimiento</i>	<i>Fija a licitar</i>	<i>Al vencimiento</i>

**Información Complementaria**

Tipo de calificación / Instrumento	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
<b>Mastellone Hermanos S.A.</b>				
<b>Calificación de emisor en moneda local</b>	<b>A.ar</b>	<b>Estable</b>	<b>A.ar</b>	<b>Estable</b>
<b>Calificación de emisor en moneda local de corto plazo</b>	<b>ML A-1.ar</b>	<b>--</b>	<b>ML A-1.ar</b>	<b>--</b>
<b>Calificación de emisor en moneda extranjera</b>	<b>A.ar</b>	<b>Estable</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
<b>Calificación de emisor en moneda extranjera de corto plazo</b>	<b>ML A-1.ar</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>
Obligaciones negociables Clase 1 con vencimiento en 2025 <sup>(*)</sup>	ML A-1.ar	--	--	--

<sup>(\*)</sup> Previo a oferta pública

**Información considerada para la calificación.**

- Estados Contables anuales, auditados por los períodos anuales 2019-2023, disponibles en [www.argentina.gob.ar/cnv](http://www.argentina.gob.ar/cnv)
- Prospectos de las emisiones, disponibles en [www.argentina.gob.ar/cnv](http://www.argentina.gob.ar/cnv)
- Presentaciones institucionales e información complementaria provista por la compañía en diciembre 2024.
- Información publicada por el Observatorio de la Cadena Láctea Argentina disponible en <https://www.ocla.org.ar/>
- Información publicada por la Bolsa de Comercio de Buenos Aires, disponible en [www.bcr.com.ar](http://www.bcr.com.ar)
- Información publicada por Global Dairy Trade, disponible en <https://www.globaldairytrade.info/>

**Definición de las calificaciones asignadas.**

- » **A.ar:** Emisores o emisiones calificados en A.ar con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores locales
- » **ML A-1.ar:** Los emisores calificados en ML A-1.ar tienen la mayor capacidad para pagar obligaciones de deuda senior no garantizada de corto plazo en comparación con otros emisores locales.

Moody's Local Argentina agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC, El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica

**Metodología Utilizada.**

- Metodología de Calificación de Empresas No Financieras - (31/8/2022), disponible en <https://www.moodylocal.com/country/ar/methodologies> y <https://www.argentina.gob.ar/cnv>

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objeto de calificación.

© 2024 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

**LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR LAS FILIALES DE CALIFICACIÓN CREDITICIA DE MOODY'S CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y LOS MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PUESTA A DISPOSICIÓN POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LOS "MATERIALES") PUEDEN INCLUIR DICHAS OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS Y LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE MOODY'S. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LOS MATERIALES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LOS MATERIALES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE TÍTULOS DE VALOR CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES DE MOODY'S NO EMITEN OPINIÓN SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA O DE CUALQUIER OTRA MANERA PONE A DISPOSICIÓN SUS MATERIALES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL TÍTULO DE VALOR QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.**

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y MATERIALES NO ESTÁN DESTINADAS PARA EL USO DE INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LOS MATERIALES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA PERO NO LIMITADA A LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT), NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPILADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIR, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHS FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S. PARA MAYOR CLARIDAD, NINGUNA INFORMACIÓN CONTENIDA AQUÍ PUEDE SER UTILIZADA PARA DESARROLLAR, MEJORAR, ENTRENAR O REENTRENAR CUALQUIER PROGRAMA DE SOFTWARE O BASE DE DATOS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITARSE A, CUALQUIER SOFTWARE DE INTELIGENCIA ARTIFICIAL, APRENDIZAJE AUTOMÁTICO O PROCESAMIENTO DEL LENGUAJE NATURAL, ALGORITMO, METODOLOGÍA Y/O MODELO.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LOS MATERIALES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADOS PARA SER UTILIZADOS POR NINGUNA PERSONA COMO UN REFERENTE, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBEN SER UTILIZADOS EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A QUE SE LOS CONSIDERE COMO UN REFERENTE.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo. MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación crediticia o en la elaboración de los Materiales.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquier persona o entidad con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera advertido previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluido pero no limitado a: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) cualquier pérdida o daño que surja cuando el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de una calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores exime de cualquier responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido pero no limitado a, negligencia (pero excluyendo fraude, conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus directores, oficiales, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, subsidiaria de propiedad total de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación. MCO y Moody's Investors Service también mantienen políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service, Inc. La información relativa a ciertas afiliaciones que pudieran existir entre directores de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en [www.moody.com](http://www.moody.com), bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Charter Documents- Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones con Inversores - Gestión Corporativa – Documentos Constitutivos - Política sobre Relaciones entre Directores y Accionistas"].

Moody's SF Japan K.K., Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A., Moody's Local BR Agência de Classificação de Risco LTDA, Moody's Local MX S.A. de C.V., I.C.V., Moody's Local PE Clasificadora de Riesgo S.A., y Moody's Local PA Clasificadora de Riesgo S.A. (conjuntamente, las "Moody's Non-NRSRO CRAs", por sus siglas en inglés) son subsidiarias de agencias de calificación crediticia de propiedad total indirecta de MCO. Ninguna de las Moody's Non-NRSRO CRAs es una Organización Reconocida Nacionalmente como Organización Estadística de Calificación Crediticia.

Términos adicionales solo para Australia: Cualquier publicación en Australia de este documento se realiza conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de una obligación de deuda del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento que se encuentre a disposición de clientes minoristas.

Términos adicionales solo para India: Las calificaciones crediticias, Evaluaciones, otras opiniones y Materiales de Moody's no están destinados a ser utilizados ni deben ser confiados por usuarios ubicados en India en relación con valores cotizados o propuestos para su cotización en bolsas de valores de la India.

Términos adicionales con respecto a las Opiniones de la Segunda Parte (según se define en los Símbolos y Definiciones de Calificación de Moody's Investors Service): Por favor notar que una Opinión de la Segunda Parte ("OSP") no es una "calificación crediticia". La emisión de OSPs no es una actividad regulada en muchas jurisdicciones, incluida Singapur.

JAPÓN: En Japón, el desarrollo y la provisión de OSPs se clasifican como "Negocios Secundarios", no como "Negocios de Calificación Crediticia", y no están sujetos a las regulaciones aplicables a los "Negocios de Calificación Crediticia" según la Ley de Instrumentos Financieros y la Ley de Intercambio de Japón y su regulación relevante. RPC: Cualquier OSP: (1) no constituye una Evaluación de Bonos Verdes de la RPC según se define en las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC; (2) no puede incluirse en ninguna declaración de registro, circular de oferta, prospecto ni en ningún otro documento presentado a las autoridades regulatorias de la RPC ni utilizarse para cumplir con ningún requisito de divulgación regulatoria de la RPC; y (3) no puede utilizarse en la RPC para ningún propósito regulatorio ni para ningún otro propósito que no esté permitido por las leyes o regulaciones pertinentes de la RPC. Para los fines de este descargo de responsabilidad, "RPC" se refiere a la parte continental de la República Popular China, excluyendo Hong Kong, Macao y Taiwán.