

Petroagro S.A. (Petroagro)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor BBB-(arg)
 ON Clase I por hasta USD 5 MM
 ampliable hasta USD 10 MM* BBB-(arg)
 * A ser integradas en pesos o en dólares
 estadounidenses.

Perspectiva
 Estable

Resumen Financiero

(\$ miles)	30/11/2017	31/05/2017
	6 meses	12 meses
Total Activos	327.647	475.325
Deuda Financiera Total	130.186	211.213
Ingresos	331.092	329.520
EBITDA	65.066	50.171
EBITDA (%)	19,7	15,2
Deuda/ EBITDA	2	4,2
Deuda - IRR/ EBITDA	0,7	1,5
EBITDA/ intereses	8,7	3,9

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

Informes relacionados

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

Analistas

Analista Principal
 Martín Frugone
 Analista
 +54 11 5235-8137
martin.frugone@fixscr.com

Analista Secundario
 Mirley Jové
 Analista
 +54 11 5235-8119
mirley.jove@fixscr.com

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

Factores Relevantes de la Calificación

Concentración de contrapartes parcialmente mitigada: La compañía presenta una concentración aproximada del 76% de las ventas en 3 clientes (Perdue, ADAMS Grain Co. y Adams Vegetable Oils (Adams)). Dicha concentración, junto con el bajo poder de negociación frente a grandes jugadores de mercado, representan un importante riesgo para Petroagro. Parte de este riesgo se ve mitigado por la estrategia comercial basada en una relación de más de 10 años con empresas líderes y contratos anuales de venta precampaña por el 80% de su producción estimada. No obstante, una caída, incumplimiento o rescisión de un contrato podrían impactar negativamente en términos de rentabilidad y necesidades de financiamiento.

Volatilidad de precios y riesgo climático: La calificación contempla la volatilidad propia de la actividad agropecuaria que está expuesta a la variación de los precios internacionales y a variables climáticas inciertas que afectan los rindes de cada campaña. Estos factores afectan la previsibilidad del flujo operativo de la compañía. Para mitigar parcialmente el riesgo, la compañía cubre los precios mediante contratos de venta por 80% de su producción estimada. Petroagro produce aproximadamente 10.000 ha, 70% a través de asociación con productores y el 30% restante en campos propios y arrendados. Esta forma de producción le permite a la compañía tener una mayor flexibilidad operacional.

Elevadas necesidades de capital de trabajo: El flujo de caja operativo de Petroagro sigue la estacionalidad propia del negocio y demanda a lo largo del ciclo la financiación de fuertes necesidades de capital de trabajo. Esto está parcialmente mitigado por la existencia de Inventarios de Rápida Realización (ascendían a \$44 MM a noviembre 2017) y buen acceso al financiamiento. A noviembre 2017 la compañía reportó un Flujo Generado por las Operaciones positivo de \$36,7 MM, con un capital de trabajo positivo por \$80,6 MM e inversiones por \$8 MM, el Flujo de Fondos Libres fue positivo de \$100,5 MM.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación incorpora la expectativa de que Petroagro continúe mitigando los riesgos relativos a la producción agropecuaria: siembra mediante red de proveedores, preventa de producción a través de contratos de exclusividad y certificaciones de calidad vigentes. La calificación podría verse presionada a la baja ante una estrategia de crecimiento agresiva, que implique fuertes necesidades de financiar capital de trabajo e inversiones apalancadas en niveles de deuda mayores a los esperados.

Liquidez y Estructura de Capital

Creciente nivel de endeudamiento: La compañía planea la emisión de la Obligación Negociable Serie I por hasta USD 5 MM ampliable a USD 10 MM, elevando su endeudamiento financiero a aproximadamente USD 17 MM. A noviembre 2017, la deuda alcanzó los \$130 MM. En este sentido, la relación deuda total medida por EBITDA se posicionaba en 1,0x, y la deuda neta de Inventarios de Rápida Realización (IRR) en 0,7x. El 87% de la deuda es corriente y la principal fuente de financiación son las prefinanciaciones de exportaciones.

Liquidez ajustada y adecuada flexibilidad financiera: A noviembre 2017, la posición de caja e inversiones corrientes era de \$36 MM y contaba con IRR por \$44 MM, que le da soporte a la liquidez de la compañía. La caja y los IRR cubrían el 70% de la deuda corriente. La compañía presenta un moderado acceso al crédito bancario, con la emisión de la ON Serie I logrará mejorar la flexibilidad y la diversificación de sus fuentes de financiación.

Perfil del Negocio

Petroagro es una de las empresas integrantes de Holding Areco, un grupo de empresas familiar establecida desde 1981 en Carmen de Areco. Holding Areco se compone de cuatro empresas: Petroagro, Areco Semillas, Special Grains y la SGR Aval Fertil (calificada por Fix Scr en “+BBB” perspectiva estable).

Petroagro S.A. se dedica a la producción y comercialización de alimentos no modificados genéticamente (GMO) y sus principales contrapartes son Perdue y Adams Grains con las que establecen contratos de venta por campaña. Dicho mercado presenta ciertas barreras de entrada; relacionadas a la elección de tierras libres de cultivos GMO, control de contaminación cruzada y agroquímicos, y a las certificaciones internacionales que avalan a la compañía.

Producción a campo de cultivos certificados no-GMO (Genetically Modified Organisms):

La compañía sembrará aproximadamente 13.000 hectáreas para la campaña 2017/2018. El 70% de la producción se realiza bajo convenios con productores, donde estos últimos se comprometen a sembrar la superficie bajo un protocolo de producción impuesto y monitoreado por Petroagro. A la cosecha, el productor entrega el 100% de lo producido a Petroagro. El 30% de la producción restante se realiza en campos propios y arrendados. Bajo este esquema de producción, la compañía logra reducir riesgos y diversificarse geográficamente.

Petroagro posee un contrato de licencias de largo plazo con la compañía americana Schillinger Genetics Inc, la cual le provee la semilla libre de GMO.

La compañía evidenció un crecimiento anual compuesto (CAGR) de las toneladas vendidas de grano de 2012 a 2017 del 12%. Sin embargo en el ejercicio finalizado en mayo 2017 Petroagro tuvo una caída del 35% del volumen operado, esto se explica por un retraso en la venta de la mercadería que se llevó a cabo durante el mes de junio.

Los principales clientes son:

- Perdue: relación comercial superior a 5 años. Petroagro representa el 5% de la compra de grano de Perdue a nivel mundial.
- Adams Grains (vegetables y Oils): relación comercial superior a 15 años. Petroagro representa el 15% de la compra de Adams a nivel mundial.

La condición de venta para los granos es CAD (Cash Against Documents) y cuenta con condiciones de cancelación o incumplimiento por calidad de semilla, humedad, presencia de semillas GMO, etc.

Para llevar adelante la producción Petroagro posee plantas certificadas y destinadas solo para el ingreso de granos con trazabilidad que tiene una Aduana en planta que permite reducir costos. La capacidad de acopio es de 40.000 tn, de las cuales 10.000 tn se concentran en dos plantas propias y las demás en arrendadas.

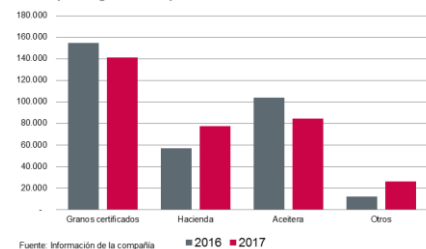
Molienda de granos para producción de aceite y harinas:

Petroagro cuenta con una planta de producción de aceite con una capacidad productiva de 5.000 tn. La compañía actualmente solo produce 1.500 tn de aceite. La producción de aceite tiene como subproducto la harina.

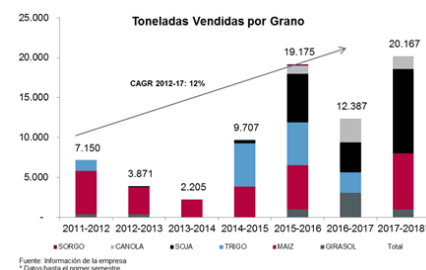
Se exporta aceite y harina de canola, girasol y soja principalmente a Estados Unidos bajo contratos anuales.

De 2014 a 2017 la compañía tuvo un CAGR de 24%, sin embargo en 2017 hubo una caída del 29% en las toneladas vendidas por un retraso en las ventas para el primer trimestre del año fiscal 2018.

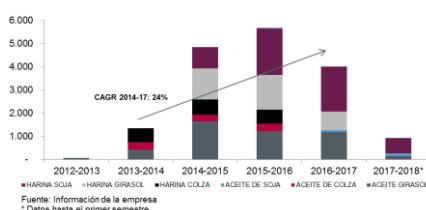
Ventas por Segmento en pesos



EBITDA por Segmentos 2017



Toneladas Vendidas Aceite



Feed lot:

La superficie total es de 22 has. y posee un promedio anual de 3.500 cabezas permanentes, con capacidad hasta 4.000. El stock permanente se rota 3 veces al año por lo que siempre se proyecta un volumen de compra-venta y engorde que alcanzaría las 10.500 cabezas anuales.

Las ventas se realizan en el mercado local y la condición de venta típica es el pago a 15 días una vez entregada la mercadería. Los principales clientes son dos frigoríficos: Ganadera San Roque S.A. y Frigorífico Runfo S.A.

Estructura de costos

Petroagro es una empresa integrada. Los costos asociados a las semillas son aproximadamente el 60% de los costos totales. Son importantes también los costos asociados a la exportación, 10% del total de costos. La compañía posee una aduana en planta que le permite reducir el costo de exportación. Los costos fijos son los asociados a personal y la estructura, los demás costos depende del nivel de producción.

Estacionalidad del negocio

La estacionalidad del negocio depende del ciclo de los cultivos. Sin embargo, Petroagro pre- vende el 80% de la futura cosecha durante los meses de julio a septiembre, esta proporción es tal debido a la incertidumbre inherente al sector en cuanto a rendimiento.

Riesgo del sector

El sector agrícola presenta una actividad fuertemente cíclica, con generación de flujos volátiles debido a los precios internacionales que se forman de acuerdo a las condiciones de oferta y demanda mundial de cada cultivo y son afectados por las condiciones climáticas de cada región, la estacionalidad de las producciones y el nivel de inventarios.

Petroagro opera con productores asociados, reduciendo la exposición a los mencionados riesgos. Las condiciones climáticas pueden afectar los rindes y la calidad del grano sembrado. Para reducir el riesgo de rinde, Petroagro solo acuerda la preventa del 80% de su producción estimada, dándole flexibilidad para cumplir con sus contratos.

En años anteriores, la inflación y el retraso cambiario, acompañados de condiciones climáticas desfavorables, repercutieron de forma negativa en la producción agrícola. Para el ejercicio 2018, en cambio, se esperan niveles de producción normalizados aunque aún son inciertas las consecuencias que tendrán los efectos climáticos y variables fuera del control de la compañía.

Posición competitiva

En el mundo existe una cultura muy fuerte de consumo de productos no-GMO, en Argentina solo 0.5% del área total sembrada es no transgénica, principalmente por el elevado conocimiento requerido para la producción y comercialización de este tipo de cultivos. Las normas de trazabilidad a lo largo del ciclo y en las etapas posteriores a la cosecha deben garantizar un producto sin contaminación. Actualmente Petroagro y Special Grains una participación importante en el mercado de exportación de este tipo de granos y compiten con otras empresas como Kumagro y Rivara.

Los commodities transgénicos son los principales competidores, aunque, si bien los cultivos no transgénicos suelen tener un rinde menor, la prima de precio es superior.

Estrategia

Hacia el próximo cierre, la compañía cuenta con todas las ventas consolidadas y hacia adelante la estrategia operativa, no es tanto incrementar el área sembrada sino continuar integrando el negocio verticalmente agregando valor a las materias primas. Las principales inversiones del grupo actualmente están orientadas a la expansión de la capacidad de acopio y procesamiento de granos para la exportación. Petroagro se encuentra trabajando en la apertura de nuevos mercados en Europa y Asia.

Administración y calidad de los accionistas

Petroagro es una compañía familiar de capitales nacionales. Históricamente, ha sido administrada en forma conservadora, con inversiones realizadas con el flujo generado por el negocio. Sus accionistas son Roberto Coronel (63%) y su esposa Velia Ines Garcia (37%).

Los balances son auditados por Deloitte S.A. bajo Normas Contables Profesionales argentinas.

Factores de Riesgo

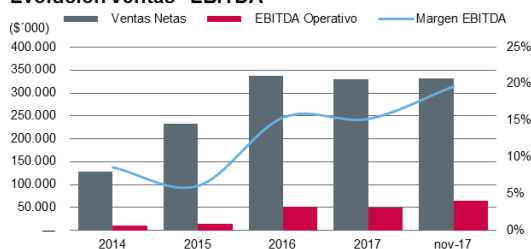
- Negocio agropecuario sujeto a la volatilidad en los precios de los granos y a factores climáticos que determinan los rindes de cada campaña.
- Negocio de alimentos no-GMO en pleno desarrollo.
- Concentración de contrapartes.
- Estacionalidad de las ventas. Las ventas del sector agropecuario se encuentran concentradas post cosecha, lo que le demanda elevadas necesidades de financiar capital de trabajo.
- Baja diversificación del área geográfica. La totalidad de la producción de Petroagro se encuentra en la zona núcleo del país, no obstante parte de este riesgo se lo transfiere a sus productores asociados.
- 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.

Perfil Financiero

Rentabilidad

La rentabilidad de la compañía proviene principalmente de los segmentos de grano a granel no-GMO y aceites. En el ejercicio 2017, la compañía detentó ventas y EBITDA por \$329,5 MM y \$50,2 MM respectivamente, que compara contra \$336,6 MM y \$51,9 MM respectivamente. La caída en las ventas se explica por el atraso en la exportación de semillas a granel que impactó en una reducción del volumen vendido, se espera que las ventas de grano a granel se normalicen en el corriente ejercicio fiscal. Este retraso traerá un impacto positivo en el margen de EBITDA, el cual estimamos que cierre a mayo 2018 en torno a 17% y en el mediano plazo la compañía se ubique alrededor de 16%. Esperamos que el EBITDA normalizado de la compañía se ubique en torno a USD 4,5 MM.

Evolución Ventas - EBITDA

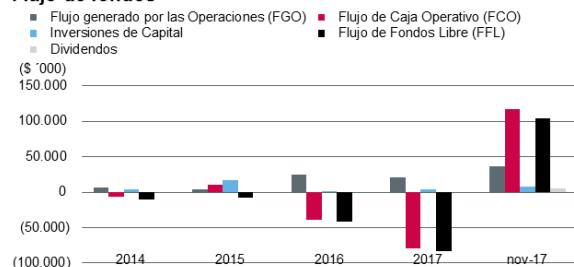


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

A Mayo de 2017, Petroagro obtuvo un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de \$21,3 MM. Las altas necesidades de capital de trabajo por \$100 MM generaron un Flujo de Caja Operativo (FCO) negativo por \$79 MM. A su vez, la compañía financió inversiones de capital por \$3,8 MM. Como resultado, generó un Flujo de Fondos Libre (FFL) negativo de \$83,1 MM, que compara contra \$41,3 MM del año anterior. Las fluctuaciones que exhibe el flujo de fondos se explican principalmente por las altas necesidades de capital de trabajo. FIX prevé que la compañía continúe arrojando FFL negativo presionado por las fuertes necesidades de capital de trabajo.

Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

Liquidez y estructura de capital

A mayo 2017 Petroagro exhibió un significativo aumento en el nivel de deuda financiera que se ubicó en \$211,2 MM y detentaba una relación deuda total/EBITDA de 4,2x. Tomando en cuenta la existencia de importantes niveles de Inventarios de Rápida Realización por \$137,4 MM y una caja e inversiones corrientes por \$18,4 MM, la relación deuda neta de caja y de inventarios sobre EBITDA fue de 1,1x. Asimismo, el hecho de que gran parte de la deuda se encontraba nominada en USD, y ante una tasa promedio de 4,5%, la buena cobertura de intereses fue de 3,9x. A mayo 2017 la deuda, estaba compuesta principalmente por prefinanciaciones de exportaciones (77%) y deuda bancaria en moneda extranjera (23%). El 81% de la deuda total es deuda corriente.

La compañía registró un importante aumento de la deuda en el presente ejercicio y esperamos que presente un nivel de apalancamiento creciente en los próximos dos ejercicios. Dicho aumento se explica en parte por el factor estacional que presenta el negocio y por el crecimiento proyectado. La calificadora prevé que la deuda financiera de la compañía aumente y detente un ratio Deuda Total medido por EBITDA en torno a 4x, manteniendo coberturas de intereses de 2x. No obstante, Petroagro cuenta con IRR que le brindan soporte a la deuda, por lo tanto esperamos que la deuda neta de IRR medida por EBITDA se ubique por debajo de 1,8x.

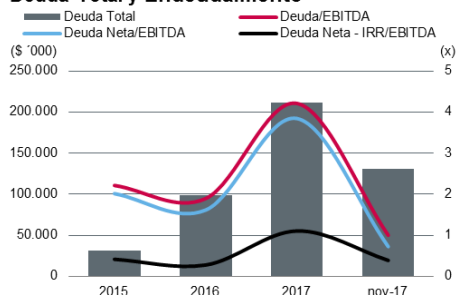
Los accionistas no tienen una política de distribución dividendos. En los últimos ejercicios no ha habido distribución de ganancia y todo se reinvertió en la compañía. Fix estima que no haya una distribución de dividendos en los próximos ejercicios. Históricamente los resultados del ejercicio se capitalizaron.

A mayo 2017, Petroagro contaba con caja y equivalentes por \$18,4 MM e IRR por \$137,4 MM mientras que la deuda de corto plazo se ubicaba en \$194,2 MM, los IRR le dan soporte a una liquidez adecuada. Asimismo, la empresa contaba con cuentas a cobrar por \$ 191,9 MM, que dada la calidad crediticia de sus contrapartes, presentan una baja probabilidad de incobrabilidad.

Fondeo y flexibilidad financiera

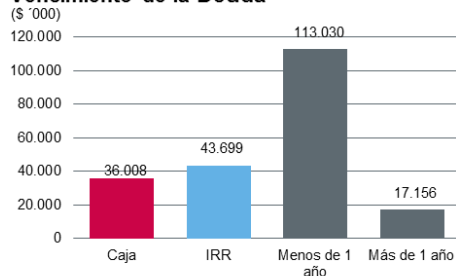
Petroagro cuenta con un acceso adecuado al mercado de crédito. La compañía cuenta con líneas de crédito aprobadas con bancos en el mercado local. Adicionalmente, la compañía ha obtenido fondos a través del descuento de cheques. La emisión de la ON Serie I le permitirá diversificar sus fuentes de financiamiento y mejorar el perfil de la deuda.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a noviembre 2017 se calcularon anualizando los resultados trimestrales.

Resumen Financiero - Petroagro S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en mayo)

Cifras individuales

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Período	16,4	16,4	14,3	9,0	8,1
Tipo de Cambio ARS/USD Promedio del Período	15,6	15,6	11,7	8,5	6,6
Normas contables	NIIF	NIIF	NIIF	NCP	NCP
	nov-17	2017	2016	2015	2014
Meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	65.066	50.171	51.887	14.189	10.981
Margen de EBITDA	19,7	15,2	15,4	6,1	8,6
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	36,9	11,7	20,4	14,5	24,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	31,6	(25,2)	(12,3)	(3,1)	(8,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	81,6	39,3	64,1	19,7	17,4

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	5,9	2,7	4,8	1,9	2,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	8,7	3,9	8,0	3,2	3,0
EBITDA / Servicio de Deuda	1,0	0,2	0,5	0,6	0,7
FGO / Cargos Fijos	5,9	2,7	4,8	1,9	2,8
FFL / Servicio de Deuda	1,7	(0,3)	(0,4)	(0,1)	(0,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,0	(0,3)	(0,2)	0,0	(0,4)
FCO / Inversiones de Capital	14,9	(20,4)	(20,7)	0,6	(1,7)

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	1,5	6,2	3,2	3,7	1,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	4,2	1,9	2,2	1,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITD	0,7	3,8	1,6	2,0	1,5
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,0	4,2	1,9	2,2	1,7
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,4	3,8	1,6	2,0	1,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	4,4	4,1	5,0	8,9	12,5
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	86,8	92,0	89,8	63,4	65,4

Balance

Total Activos	327.647	475.325	280.602	106.223	59.319
Caja e Inversiones Corrientes	36.008	18.423	14.457	2.833	1.529
Deuda Corto Plazo	113.030	194.223	88.221	19.907	11.913
Deuda Largo Plazo	17.156	16.990	10.005	11.493	6.300
Deuda Total	130.186	211.213	98.226	31.400	18.213
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	130.186	211.213	98.226	31.400	18.213
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	130.186	211.213	98.226	31.400	18.213
Total Patrimonio	109.341	79.107	53.514	27.843	23.111
Total Capital Ajustado	239.527	290.320	151.740	59.243	41.324

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	36.707	21.290	24.500	4.162	6.539
Variación del Capital de Trabajo	80.629	(100.521)	(63.856)	5.863	(13.360)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	117.336	(79.231)	(39.356)	10.025	(6.822)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(7.870)	(3.884)	(1.900)	(17.237)	(3.971)
Dividendos	(5.000)	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	104.466	(83.116)	(41.256)	(7.212)	(10.793)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(2.658)	(27.287)	(16.035)	0	0
Variación Neta de Deuda	(83.723)	114.868	69.316	8.816	7.206
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(500)	(500)	(400)	(300)	0
Variación de Caja	17.585	3.966	11.625	1.303	(3.587)

Estado de Resultados

Ventas Netas	331.092	329.520	336.624	233.394	127.522
Variación de Ventas (%)	0,5	(2,1)	44,2	83,0	47,6
EBIT Operativo	63.890	47.414	49.272	12.127	9.646
Intereses Financieros Brutos	7.471	12.720	6.514	4.439	3.651
Resultado Neto	38.430	26.093	26.071	5.031	3.699

Otros Indicadores

IRR*	43.699	137.369	69.457	22.678	18.459
Deuda Total Neta de IRR	86.487	73.844	28.769	8.722	(246)
Deuda Total Neta de IRR / EBITDA	0,7	1,5	0,6	0,6	(0,0)
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	0,4	1,1	0,3	0,4	(0,2)

Anexo II. Glosario

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

Anexo III. Características de los Instrumentos

La compañía planea la emisión de la siguiente Obligación Negociable:

Obligaciones Negociables Clase I

Monto Autorizado:	USD 5 MM (ampliable a USD 10 MM).
Monto Emisión:	N/A
Moneda de Emisión:	Los inversores podrán integrar el precio de suscripción de las Obligaciones Negociables Clase I: (i) en Dólares; total o parcialmente; y/o (ii) en Pesos, según el Tipo de Cambio Inicial.
Fecha de Emisión:	
Fecha de Vencimiento:	24 Meses.
Amortización de Capital:	El valor nominal de las Obligaciones Negociables será amortizado en tres pagos: - A los 6 meses desde la Fecha de Emisión y Liquidación se cancelará un 20% del capital; - A los 18 meses desde la Fecha de Emisión y Liquidación se cancelará un 40% del capital; y - En la Fecha de Vencimiento se cancelará el 40% restante del capital.
Tasa de Interés:	Devengará a una tasa fija nominal anual.
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestrales.
Destino de los Fondos:	Capital de trabajo en la y/o cancelación de pasivos.
Garantías:	Los Avalistas (Areco Semillas S.A. y Special Grains S.A.) responden en los términos del artículo 3 de la Ley de Obligaciones Negociables, por la totalidad de las obligaciones de pago de la Emisora bajo las Obligaciones Negociables, consistiendo la obligación de los Avalistas en hacer frente al pago de las obligaciones dinerarias contenidas en las Obligaciones Negociables y, en su caso, a satisfacer los accesorios y los perjuicios del incumplimiento.
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Anexo IV. Dictamen de Calificación

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

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **15 de febrero de 2018**, confirmó (*) la **Categoría BBB-(arg)** a la calificación del emisor.

En la misma fecha, se asignó la **Categoría BBB-(arg)** a las siguientes Obligaciones Negociables a ser emitidas por **Petroagro S.A.**:

- Obligaciones Negociables Clase I por hasta USD 5 MM ampliable hasta USD 10 MM*.

* A ser integradas en pesos o Dólares Estadounidenses.

La Perspectiva es **Estable**.

Categoría BBB(arg): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para 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 información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

(*) 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 información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado:

- Balances hasta el 30/11/2017 (semestral).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte S.C.
- Información de gestión provista por la compañía.
- Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase I.

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

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

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

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

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

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

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