

# Special Grains S.A.

## Factores relevantes de la calificación

**Co-emisión ON Clase I:** FIX (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, asignó en BBB(arg) la calificación de la Obligación Negociable Clase I por hasta USD 5 millones (MM) ampliable a USD 10 MM a ser co-emitada por Special Grains S.A. en conjunto con su entidad relacionada Petroagro S.A., calificada por FIX en BBB(arg). FIX entiende que dicha co-emisión le permitirá a las compañías continuar mejorando el perfil de vencimientos históricamente concentrado en el corto plazo.

**Análisis conjunto:** Special Grains S.A. y su relacionada Petroagro S.A., dedicadas principalmente a la comercialización y producción de granos y derivados No-GMO con certificación y trazabilidad, si bien son compañías PYME legalmente diferentes, son evaluadas por FIX en forma mancomunada debido a sus similitudes operativas, financieras y estratégicas, dado que las compañías pertenecen a los mismos accionistas, tienen el mismo directorio y management, sumado a que operan en el mismo negocio y su principal contrato es con el mismo cliente, compartiendo los mismos riesgos.

**Escala adecuada y flexibilidad operativa:** A través de diferentes modalidades de producción las compañías han demostrado poder sostener un nivel de ventas mayor a las 80 mil toneladas (Tns.) en conjunto, lo que le permite poder cumplir con su principal contrato de ventas manteniendo la calidad. Dicho contrato marco determina cantidades estimadas, dejando el precio libre a determinarse entre las partes previo a la siembra, lo que permite a las compañías evaluar y cubrirse con contratos de compra generando previsibilidad en los márgenes brutos. A diciembre 2021 las compañías fijaron precio de venta para el período fiscal 2022-2023 por el 84% de las cantidades contratadas. Hacia adelante FIX espera un volumen transado mayor a las 80 mil Tns. que le generen nivel de ventas conjuntas en torno a los USD 55 millones con márgenes en torno al 8%.

**Concentración de contrapartes:** Debido a la naturaleza del negocio y a la escala de la compañía, la misma presenta una concentración de sus ventas, principalmente en el cliente Perdue Agribusiness LLC, con quien se firmó en may-20 y hasta 2024 un acuerdo marco de abastecimiento de granos No-GMO, el cual representará en promedio un 90% de las Tn. transadas a futuro contra el 85% actual. Si bien dicho contrato no prevé penalidades por incumplimiento y le da flexibilidad operativa a las compañías, FIX considera que la asimetría de poder de mercado podría presionar los márgenes de rentabilidad de las compañías. La demanda de productos No-GMO viene mostrando un fuerte crecimiento en Estados Unidos, de aproximadamente un 9% anual desde 2011 a 2020, lo cual permitiría a las compañías ubicar su producción a otros clientes de ser necesario.

**Riesgo del sector:** la volatilidad de precios y riesgo climático propio del sector agrícola, sumado a la tendencia de comoditización de algunos productos No-GMO, como en la soja, podrían afectar los volúmenes producidos y los márgenes esperados por las compañías. Los mismos son mitigados contratando un exceso del 20% de las hectáreas necesarias para alcanzar el volumen pre-vendido, mientras que el riesgo de margen bruto lo minimizan cubriéndose con contratos con productores o con operaciones de futuros.

**Generación de fondos estacional y Flujo de fondos libre positivos:** El 90% de las ventas de la compañía se concentran en el primer semestre del año y por lo tanto las necesidades de financiar capital de trabajo son importantes. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) se comportó de forma volátil durante los últimos períodos, al igual que el capital de trabajo. No obstante, las compañías generaron Flujos de Fondos Libres positivos el último año, a pesar de las inversiones y distribución de dividendos. Hacia adelante FIX proyecta flujos menos volátiles en línea con el bajo crecimiento esperado y menores necesidades de capital de trabajo, además de bajas inversiones y distribución de dividendos.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	BBB(arg)
Obligación Negociable Clase I por hasta USD 5 MM ampliable a USD 10 MM	BBB(arg)
<b>Perspectiva</b>	<b>Estable</b>

### Resumen Financiero

Special Grains S.A.		
Consolidado	30/11/2021	31/5/2021
(\$ miles constantes a nov-21)	6 Meses	12 Meses
Total Activos	2.385.410	3.353.773
Deuda Financiera	1.046.646	1.818.332
Ingresos	2.152.587	3.225.248
EBITDA	59.118	602.934
EBITDA (%)	2,7	18,7
Deuda Total / EBITDA	8,9	3,0
(Deuda Total -IRR) / EBITDA	5,6	0,9
(Deuda Neta Total - IRR) / EBITDA	5,6	0,8
EBITDA / Intereses	1,6	16,7

### Criterios Relacionados

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

### Informes Relacionados

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

### Analistas

Analista Principal  
 Martín Suárez  
 Analista  
[martin.suarez@fixscr.com](mailto:martin.suarez@fixscr.com)  
 +54 11 5235 8138

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

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

**Adecuada flexibilidad financiera:** El principal accionista garantiza con instrumentos denominados y pagaderos en USD, deuda en pesos por el equivalente a USD 7.5 MM, lo que le provee una adecuada flexibilidad financiera.

### **Sensibilidad de la calificación**

La calificación incorpora la expectativa de un mantenimiento de la escala de operaciones por lo que FIX no espera elevadas necesidades de capital de trabajo y por lo tanto mayor grado de apalancamiento, a la vez que espera un adecuado nivel de IRR que signifique un ratio de deuda neta menos IRR sobre EBITDA en torno a 2.0x, por lo que desviaciones por encima de ese valor sostenidas en el tiempo podrían derivar en una baja de calificación. A su vez, sistemáticos menores volúmenes y compresión de márgenes brutos que deriven en menores niveles de EBITDA y disminuyan las coberturas de intereses por debajo de 1.5x también podría presionar a una baja de calificación.

Por otro lado, una mayor diversificación de contraparte, un mix de productos más rentables y una mejora en el perfil de deuda podría accionar una suba de calificación.

### **Liquidez y Estructura de Capital**

**Adecuado endeudamiento y liquidez:** A nov-21 (año móvil), Special Grains y Petroagro conjuntamente exhibieron un nivel de deuda financiera que se ubicó en USD 23 MM, un nivel de Inventarios de Rápida Realización (IRR) por USD 12 MM y una caja e inversiones corrientes por USD 0.1 MM, siendo la relación deuda neta menos inventarios sobre EBITDA de 3.4x, mayor a la de may-21 que estuvo en torno a 0.2x, explicados por la estacionalidad de los IRR y menores niveles de EBITDA a los esperados. A nov-21, el 72% de la deuda se concentraba en el corto plazo, menor al 85% de may-21, siendo la misma cubierta en un 20% por el EBITDA y Disponibilidades, y en un 90% si se consideran los IRR. A nov-21 la deuda financiera continúa compuesta por un 25% ON Clase I Serie III, y el resto por préstamos bancarios. Hacia adelante FIX espera niveles de Deuda Neta menos IRR sobre EBITDA en torno a 2x, y niveles de deuda total no mayor a USD 25 MM.

## Perfil del Negocio

Special Grains y Petroagro son empresas integrantes de Holding Areco, un grupo de empresas familiar establecida desde 1982 en Carmen de Areco. Holding Areco se compone de cuatro empresas: Petroagro, Areco Semillas, Special Grains y la SGR Aval Fértil (calificada por FIX en "BBB+" perspectiva estable).

Special Grains y Petroagro se dedican principalmente a la producción y comercialización de granos y derivados no modificados genéticamente (No-GMO), exportando al menos el 75% de las ventas totales en los últimos 2 años, principalmente a Estados Unidos donde se encuentra el mercado de productos orgánicos más grande y de mayor crecimiento. Dicho mercado alcanzó en el segmento de Comida en 2020 un nivel de ventas de 56.485 millones evidenciando una tasa de crecimiento anual compuesta del 9% desde 2011.

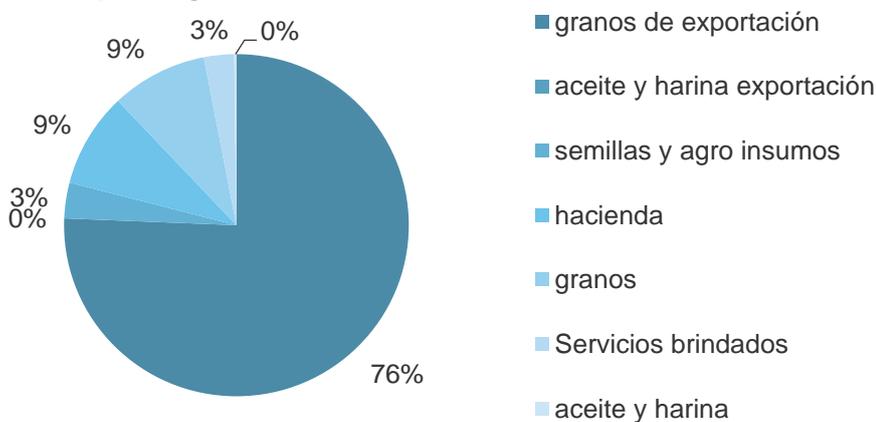
Ventas y crecimiento de productos orgánicos en EEUU, 2011-2020

Categoría	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Orgánico Comida	25.148	27.965	31.378	35.099	39.006	42.507	45.209	47.862	50.065	56.485
Crecimiento (%)	9,5%	11,2%	12,2%	11,9%	11,1%	9,0%	6,4%	5,9%	4,6%	12,8%
% del Total Orgánico	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	91%	91%	91%
Orgánico No Comida	2.195	2.455	2.770	3.152	3.555	3.866	4.151	4.589	5.013	5.438
Crecimiento (%)	11,2%	11,8%	12,8%	13,8%	12,8%	8,7%	7,4%	10,6%	9,2%	8,5%
% del Total Orgánico	8,0%	9,0%	10,1%	11,5%	13,0%	14,1%	15,2%	16,8%	18,3%	19,9%
<b>Total Orgánico</b>	<b>27.343</b>	<b>30.420</b>	<b>34.147</b>	<b>38.251</b>	<b>42.561</b>	<b>46.373</b>	<b>49.360</b>	<b>52.451</b>	<b>55.078</b>	<b>61.924</b>
<b>Crecimiento (%)</b>	<b>9,7%</b>	<b>11,3%</b>	<b>12,3%</b>	<b>12,0%</b>	<b>11,3%</b>	<b>9,0%</b>	<b>6,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>5,0%</b>	<b>12,4%</b>

Fuente: Organic Trade Association: ota.com

Si bien las compañías inicialmente tenían la estrategia de atender a dos mercados diferentes, Petroagro dedicada a la parte de productos para alimentación animal (Feed) y Special Grains avocada a productos de alimentación humana (Food), hoy las dos compañías están prácticamente dedicadas al segmento Feed, a partir del contrato firmado con Perdue Agribusiness LLC para la provisión de granos destinados a la alimentación de aves.

## Ventas por segmento 2021



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Adicionalmente a la exportación de granos, las compañías venden localmente a diferentes clientes más pequeños, lo que representó un 9% al cierre de 2021 (may-21) y en el caso de Petroagro, opera un feed lot con un promedio anual de 3.500 cabezas permanentes, que rotan 3 veces al año, por lo que siempre se proyecta un volumen de compra-venta y engorde que alcanzaría las 10.500 cabezas anuales, representando en 2020 un 9% de las ventas a nivel consolidado. Otra de las líneas de negocio es el de la producción de aceite y harina canola, girasol y soja para exportación, dado que Petroagro cuenta con una planta de producción de aceite con una capacidad productiva de 5.000 Tns. Este último participó menos del 1% en 2021 dado que las condiciones de mercado hacían más rentable vender sólo el grano, aunque históricamente ha representado un 5% de las ventas de Petroagro.

### **Barreras de entrada**

El mercado de la producción y comercialización de alimentos No-GMO 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 las compañías, a la vez que los accesos a aduanas y puertos también son importantes. La experiencia y trayectoria de años de Special Grains y Petroagro le han permitido construir relaciones con clientes y proveedores garantizando la calidad de sus productos. A su vez las compañías cuentan con aduana en planta y convenios para acceder al puerto de San Pedro para el envío en buque de sus productos, lo que constituye una ventaja frente a otros competidores.

### **Clientes**

Las compañías concentran en un solo cliente la totalidad de la exportación a través de un contrato marco de abastecimiento con Perdue, una compañía estadounidense líder en el procesamiento de pollo, pavo y ave, con una facturación superior a los USD 6 mil millones y el 9% de market share en el mercado de pollo para consumo masivo.

Dicho contrato fija cantidades estimadas y deja abierto el precio libre a determinarse entre las partes previo a la siembra, lo que permite a las compañías evaluar las rentabilidades esperadas por grano y cubrirse con contratos de compra generando previsibilidad en los márgenes brutos. A diciembre 2021 las compañías ya fijaron precio de venta para el período fiscal 2022-2023 por el 84% de las cantidades contratadas. A su vez, dada la característica del producto, las partes interactúan durante todo el proceso de producción por lo que eventuales desvíos en cantidades debido a menores rindes son conocidos por el cliente con anterioridad, no habiendo penalidad por incumplimiento.

Hacia adelante el contrato con Perdue si bien le genera previsibilidad en la demanda, aumenta el riesgo de contraparte dado que el mismo pasará a representar en promedio un 90% de las Tns. transadas a futuro, contra un nivel actual del 85%, representando para Perdue sólo el 5% de sus compras. Dada esta asimetría de poder entre las compañías, Perdue se posiciona como fijador de precios en el mercado de especialidades, y esto podría presionar los márgenes de rentabilidad de Petroagro y Special Grains.

### **Producción**

Para alcanzar el nivel de producción, la compañía opera bajo diferentes modalidades: un 70% de la producción se realiza bajo convenios con productores (hacia adelante el objetivo es de un 80%), donde estos últimos se comprometen a sembrar la superficie bajo un protocolo de producción impuesto y monitoreado por las compañías, y éstas se comprometen a comprar la totalidad de la producción a un determinado precio por tonelada, por lo que el riesgo de menores rindes queda en el productor. El 30% restante se divide en partes iguales entre producción propia con campos alquilados y un esquema de aparcería donde el productor provee el campo y las compañías los insumos y gerenciamiento, quedando el riesgo de rindes compartido con el productor.

Cada campaña las compañías planifican las cantidades de hectáreas a sembrar de forma tal que a rindes constantes normales obtengan un nivel de producción un 20% superior al necesario para cumplir sus compromisos, lo que disminuye el riesgo de no alcanzar las cantidades esperadas. En caso que se produzca en exceso las compañías pueden colocar dichos excedentes a Perdue u otros clientes.

## Estructura de costos

Special Grains y Petroagro están totalmente integradas. Los costos de mercadería vendida han estado en torno al 71% de las ventas siendo el costo de la compra de cereales el más representativo. A su vez, son importantes también los costos asociados a la exportación con un 12% de las ventas. 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.

## 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. Cabe destacar que las compañías que integran este sector presentan altas necesidades de financiar capital de trabajo, debido que las ventas se realizan post-campaña.

## Posición competitiva

En el mundo existe una cultura muy fuerte de consumo de productos No-GMO, aunque en Argentina sólo el 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 tapas posteriores a la cosecha deben garantizar un producto sin contaminación. Actualmente Special Grains y Petroagro tienen una participación importante en el mercado de exportación de este tipo de granos y compiten con otras empresas como Kumagro y Rivara.

## Administración y calidad de los accionistas

Special Grains reinició sus actividades comerciales en 2014, mientras que Petroagro es una compañía de origen familiar de capitales nacionales. Históricamente, han sido administradas en forma conservadora, con inversiones realizadas con el flujo generado por el negocio. Sus accionistas son Roberto Coronel y Velia Ines Garcia, quienes tienen el 63% y 37% de las acciones de Petroagro respectivamente y el 67% y 33% de Special Grains. Los balances son auditados por Marinozzi - Mazzitelli & Asociados S.R.L bajo Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

## Factores de Riesgo

- Negocio de alimentos No-GMO en pleno desarrollo, con tendencia a la comoditización en algunos productos como soja.
- Concentración de contrapartes aunque se encuentra parcialmente mitigado por contratos a 3 años.
- Baja diversificación del área geográfica. La totalidad de la producción de las compañías se encuentra en la zona núcleo del país, no obstante parte de este riesgo se lo transfiere a sus productores asociados.
- Exposición a cambios en las regulaciones tanto de comercialización como impositivas.

## Perfil Financiero

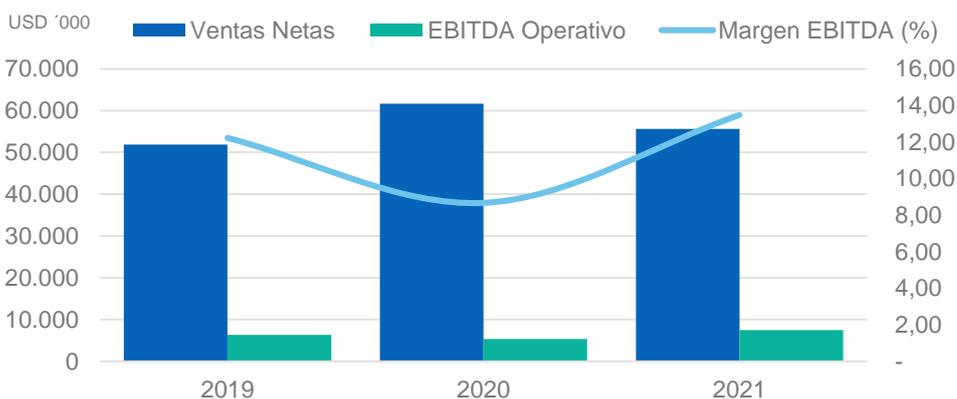
### Rentabilidad

La rentabilidad de las compañías proviene principalmente de los segmentos de grano a granel No-GMO y se espera que acentúe hacia adelante. En el cierre de ejercicio de 2021, la compañías en forma conjunta alcanzaron un nivel ventas y EBITDA por USD 56 MM y USD 7.5 MM respectivamente, que compara contra USD 62 MM y USD 5.3 MM en 2020 respectivamente. Debido a la comotidización de ciertos productos, en especial la soja, es que la compañía espera una presión sobre sus márgenes de EBITDA.

A Nov-21 (6 meses) Special Grains de forma individual alcanzó los USD 21 MM con márgenes de EBITDA en torno al 3% por debajo de los márgenes históricos.

FIX considera que las compañías mantendrán su escala y los niveles de ventas en torno a los USD 55 MM con márgenes de EBITDA en torno al 8%, menores a los evidenciados en el pasado, debido a un menor crecimiento en los volúmenes operados y compresión de márgenes, aun cuando la compañía cambie el mix de productos hacia los de mayor margen.

### Evolución Ventas - EBITDA (Proforma)



Fuente: Información de las empresas, consolidada por Fix Scr, no auditada.

### Flujo de fondos

El 90% de las ventas de la compañía se concentran en el primer semestre del año y por lo tanto las necesidades de financiar capital de trabajo son importantes. El Flujo Generado por las Operaciones (FGO) se comportó de forma volátil, al igual que el capital de trabajo. No obstante, las compañías generaron Flujos de Fondos Libres (FFL) positivos el último año, a pesar de las inversiones y distribución de dividendos.

### Flujo de Fondos (Proforma)



Fuente: Información de las empresas, consolidada por Fix Scr, no auditada.

A nov-21(año móvil), Special Grains y Petroagro tuvieron un Flujo de Caja Operativo (FCO) negativo de USD 7.7 MM que comparan contra uno positivo de USD 8.6 MM en may-21.

A Nov-21 (6 meses) Special Grains mostró un FGO positivo en torno a los USD 3 MM que sumados a una disminución del capital de trabajo por USD 5 MM significaron un FFL positivo en torno a USD 8 MM.

Hacia adelante FIX proyecta flujos menos volátiles en línea con el bajo crecimiento esperado y menores necesidades de capital de trabajo, además de bajas inversiones y distribución de dividendos.

### Liquidez y estructura de capital

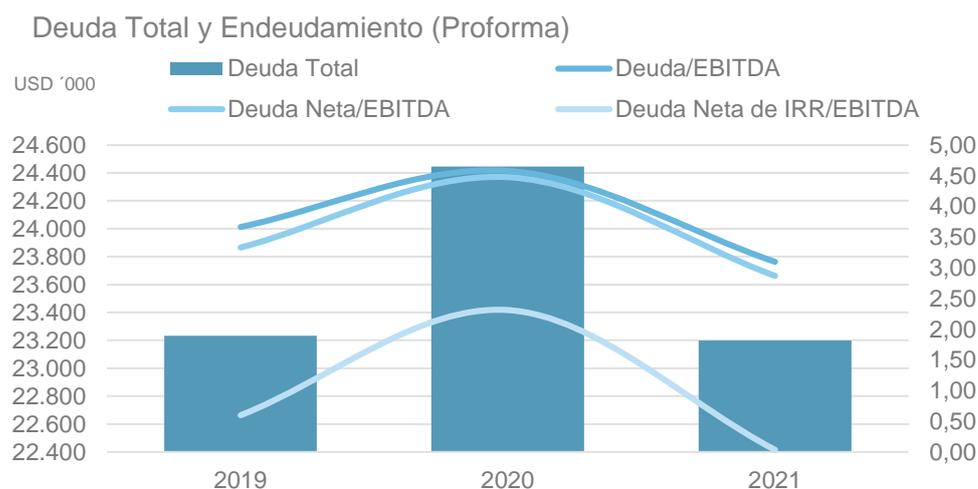
En los últimos años las compañías han operado con una estructura de capital con más de un 66% de deuda, la cual ha estado muy concentrada en el corto plazo, representando más de un 85% de la deuda total en los últimos 2 años.

Special Grains, a nivel individual cerró Nov-21 con una deuda de USD 10 MM, por debajo de los USD 16 MM de may-21, la que se concentró en un 94% en el corto plazo, mejorando levemente respecto a años anteriores.

La colocación de la ON Serie III por USD 5.1 MM por parte de Petroagro en Julio de 2021, con vencimientos de hasta 2 años ha mejorado el perfil de deuda aunque se espera siga concentrado en el corto plazo. A nivel Petroagro, esta operación significó bajar la proporción de la deuda de corto plazo del 70% de may-21 al 45% de ago-21.

La co-emisión de deuda junto a Petroagro S.A. a realizarse por hasta USD 5 MM ampliable a USD 10 MM, con amortizaciones del 25% a los 12 meses y de 75% a los 24 meses les va a permitir a las compañías continuar bajando la concentración de deuda de corto plazo.

A may-21, Special Grains y Petroagro conjuntamente exhibieron un nivel de deuda financiera que se ubicó en USD 23 MM, un nivel de Inventarios de Rápida Realización (IRR) por USD 20 MM y una caja e inversiones corrientes por USD 1.7 MM, siendo la relación deuda neta menos inventarios sobre EBITDA de 0.2x, menor a la de may-20 que estuvo en torno a 2.1x. A may-21, la deuda de corto plazo era cubierta en un 50% por el EBITDA y Disponibilidades, y en un 100% por los IRR.



Fuente: Información de las empresas, consolidada por Fix Scr, no auditada.

A nov-21 la deuda se mantuvo en torno a USD 23 MM, mientras que los IRR bajaron a USD 12 MM, aumentando la relación deuda neta menos inventarios sobre EBITDA de 3.4x en línea con

el ciclo del negocio. La deuda sigue compuesta por un 25% ON Clase I Serie III emitida en julio, y el resto por préstamos bancarios.

Hacia adelante FIX espera niveles de Deuda neta menos IRR sobre EBITDA en torno a 2x, y niveles de deuda total no mayor a USD 25 MM.

FIX considera que las compañías Special Grains y Petroagro han mantenido una adecuada liquidez históricamente, dada por la tenencia de elevados niveles de IRR. A may-21, las disponibilidades junto a los IRR cubrían 1.0x la deuda de corta plazo, llegando a cubrir hasta 1.5x si se considera el EBITDA, mientras que a nov-21 dichos indicadores bajaron a 0.7x y 0.9x respectivamente.

### **Fondeo y flexibilidad financiera**

Las compañías cuentan con un acceso adecuado al mercado de crédito. La compañía cuenta con líneas de crédito aprobadas con bancos en el mercado local para inversión PYME, capital de trabajo o prefinanciación de exportaciones. Además la compañía ha obtenido fondos a través del descuento de cheques y ha efectuado colocaciones en el mercado de capitales

Se considera que las compañías tienen una buena flexibilidad financiera brindada por el accionista dado que parte de la deuda bancaria está garantizada por inversiones del accionistas con valor de mercado sustancialmente mayor a la deuda que garantizan. Así deuda por el equivalente en pesos a USD 7.5 MM valuados al cambio oficial son garantizados por t-bills que valuados a precio de mercado equivalen al doble de la deuda que garantizan.

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero- Special Grains S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en mayo)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)				
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NCP
Año	Año Móvil	nov-21	2021	2020	2019
Período	12 meses	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	602.934	59.118	602.934	452.392	271.388
EBITDAR Operativo	602.934	59.118	602.934	452.392	271.388
Margen de EBITDA	18,7	2,7	18,7	12,8	9,9
Margen de EBITDAR	18,7	2,7	18,7	12,8	9,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	(16,9)	37,8	(16,9)	21,0	(10,7)
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,4	8,8	2,4	3,6	1,4
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	16,7	1,6	16,7	3,9	1,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	16,7	1,6	16,7	3,9	1,2
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,1	0,3	0,8	0,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,6	0,1	0,3	0,8	0,2
FGO / Cargos Fijos	2,4	8,8	2,4	3,6	1,4
FFL / Servicio de Deuda	(0,5)	1,6	(0,3)	1,5	(0,1)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	12,2	1,6	21,1	1,1	4,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,7	8,9	3,0	1,0	4,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,7	8,8	3,0	1,0	3,8
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,7	8,9	3,0	1,0	4,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,7	8,8	3,0	1,0	3,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,5	5,2	4,0	51,1	35,3
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	94,9	94,9	93,0	99,6	100,0
<b>Balance</b>					
Total Activos	2.385.410	2.385.410	3.353.773	1.997.556	1.773.686
Caja e Inversiones Corrientes	4.148	4.148	23.243	10.747	202.147
Deuda Corto Plazo	993.053	993.053	1.690.158	457.478	1.242.285
Deuda Largo Plazo	53.593	53.593	128.174	1.795	0
Deuda Total	1.046.646	1.046.646	1.818.332	459.273	1.242.285
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.046.646	1.046.646	1.818.332	459.273	1.242.285
Deuda Fuera de Balance	(2)	(2)	(2)	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.046.644	1.046.644	1.818.330	459.273	1.242.285
Total Patrimonio	547.262	547.262	470.616	504.881	247.680
Total Capital Ajustado	1.593.906	1.593.906	2.288.946	964.154	1.489.965

<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	49.867	291.903	49.867	303.017	81.242
Variación del Capital de Trabajo	(443.285)	522.359	(443.285)	451.083	(365.848)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(393.418)	814.262	(393.418)	754.100	(284.606)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(2.840)	(405)	(2.840)	(7.549)	(2.403)
Dividendos	(147.243)	0	(147.243)	(5.528)	(5.832)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(543.501)	813.857	(543.501)	741.024	(292.841)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(609.739)	(92.969)	(609.739)	(198.783)	0
Variación Neta de Deuda	1.165.734	(611.900)	1.165.734	(687.626)	478.062
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	12.495	108.988	12.495	(145.386)	185.220
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	3.225.248	2.152.587	3.225.248	3.527.953	2.733.364
Variación de Ventas (%)	N/A	#¡DIV/0!	(8,58)	29,07	NA
EBIT Operativo	548.570	8.413	548.570	439.198	267.532
Intereses Financieros Brutos	36.160	37.318	36.160	117.381	219.387
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	112.978	76.646	112.978	263.533	34.874
<b>Otros Indicadores</b>					
IRR	384.935	384.935	1.283.334	672.307	656.247
Deuda Total Neta de IRR	661.711	661.711	534.998	(213.034)	586.038
(Deuda Total - IRR) / EBITDA	1,1	5,6	0,9	(0,5)	2,2
(Deuda Total Neta - IRR) / EBITDA	1,1	5,6	0,8	(0,5)	1,4
Caja e Inversiones corrientes + IRR / Deuda Corto Plazo (%)	39,2	39,2	77,3	149,3	69,1
Deuda Corto Plazo / IRR	2,6	2,6	1,3	0,7	1,9

(\*) moneda constante a nov-21; IRR al 80%"

## 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.
- Management: Gerencia
- Market Share: Participación de mercado
- Tns: Toneladas
- MM: Millones.
- No-GMO: Organismos No Modificados Genéticamente

## Anexo III. Características de los Instrumentos

### Obligación Negociable Clase I por hasta USD 5 MM ampliable a USD 10 MM

Co-emisión:	Emisión mancomunada con entidad relacionada Petroagro S.A. según Programa Global de Co-emisión.
Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 MM ampliable a USD 10 MM.
Monto Emisión:	A definir
Moneda de Emisión:	Denominada en dólares.
Forma de integración	En pesos al tipo de cambio inicial (según suplemento de prospecto).
Moneda de pago:	En pesos al tipo de cambio aplicable (según suplemento de prospecto).
Fecha de Emisión:	A definir
Fecha de Vencimiento:	A los 24 meses desde la fecha de emisión y liquidación
Amortización de Capital:	Dos pagos: Desde la fecha de emisión y liquidación el 30% del capital a los 12 meses y el 70% a la fecha de vencimiento.
Tasa de interés:	A definir
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral.
Destino de los fondos:	Integración de capital de trabajo y cancelación de pasivos.
Garantías:	Avales a ser perfeccionados mediante la firma por parte del Avalista del certificado global a ser depositado en la Caja de Valores S.A. (CVSA) en el que estarán representadas las Obligaciones Negociables.
Opción de Rescate:	N/A
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	Avalistas: 1) Areco Semillas S.A. 2) Agrofertil Agropecuaria S.A.

## Anexo IV. Instrumentos Financieros

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 **08 de febrero de 2022**, confirmó en la categoría **BBB(arg)** a la calificación de emisor de largo plazo de Special Grains S.A. y asignó en la misma categoría la Obligación Negociable Clase I a ser emitida de forma mancomunada con la entidad Petroagro S.A. por un monto de USD 5 MM ampliable hasta USD 10 MM.

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.

### Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado:

- Balances auditados intermedios hasta el 30/11/2021 (6 meses).
- Balances auditados anuales hasta el 31/05/2021 (12 meses).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Marinozzi, Mazzitelli & Asociados S.R.L.
- Información de gestión al 15 de diciembre de 2021.
- Suplemento de Prospecto de emisión de Obligaciones Negociables Clase III de Petroagro del 13 de Julio de 2021. disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Aviso de resultado de colocación de Obligaciones Negociables Clase III de Petroagro del 27 de Julio de 2021. disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Suplemento de Prospecto de Co-emisión de Obligaciones Negociables Clase I provisto 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 calificadoras, ha recibido honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

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

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

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

Las calificaciones representan una opinión y no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. La asignación, publicación o diseminación 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.