

Molinos Río de la Plata S.A. (Molinos)

Informe de actualización

Calificaciones

Emisor	AA-(arg)
ON Clase VII por VN de hasta US\$ 50MM (amp. a US\$ 100MM)	AA-(arg)
ON Clase X por VN de hasta US\$ 25 MM (amp. a US\$ 50 MM)	AA-(arg)
Perspectiva	Estable
Acciones Ordinarias	1

Resumen Financiero

	31/3/2016	31/12/2015
\$ miles	NIIF ¹	NIIF ¹
Total Activos	11.039.196	10.022.554
Total Deuda Financiera	3.329.072	3.613.082
Ingresos	7.940.310	25.639.959
EBITDA	615.365	1.651.648
EBITDA (%)	7,7%	6,4%
Deuda Neta-IRR/EBITDA	0,7x	0,6x
EBITDA/ intereses	5,2x	3,7x

¹ NIIF: Normas internacionales de información Financiera

Informes relacionados

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

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

Analistas

Analista Principal

Alejandro Kalogiannidis
 Director Asociado
 +54 11 5235 8139
alejandro.kalogiannidis@fixscr.com

Analista Secundario

Gabriela Catri
 Director
 +54 11 5235 8129
gabriela.catri@fixscr.com

Responsable del Sector

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

Factores relevantes de la calificación

Fuerte reducción en apalancamiento: La estrategia de Molinos ha sido la de privilegiar la liquidez y volver a niveles de apalancamiento moderados. Se prevé que la compañía continuará operando con un ratio de deuda total a EBITDA por debajo de 4x en el pico de su ciclo. En los últimos dos años la compañía destinó el flujo proveniente de la venta de la participación en Renova en 2014 y de la venta de ciertas marcas anunciadas en oct'15, para la cancelación de deuda estructural. A mar'16 la relación deuda total a EBITDA de Molinos alcanzaba 1.4x, respecto del pico de 2013 de 9.8x.

Fuerte generación de fondos operativos: Molinos es el mayor productor de alimentos y uno de los principales exportadores agroalimentarios del país. Sus operaciones están organizadas en dos grandes divisiones: producción y comercialización de alimentos de marca - 68% del EBITDA en 2015- y molienda y comercialización de soja y girasol para el mercado externo (con capacidad de molienda de 6 MM y 500 mil toneladas/año, respectivamente) - 32% del EBITDA en 2015-. La compañía presenta una sólida generación de fondos operativos. Al cierre del ejercicio 2015, Molinos registró un flujo de caja operativo (FCO) de \$ 1.525MM. Se prevé que la compañía continúe mostrando un FCO positivo derivado de la fortaleza de sus operaciones y a pesar del entorno macroeconómico desfavorable. Si bien durante el primer trimestre de 2016 el FCO fue negativo de \$ 583MM debido principalmente a anticipos por retenciones a las exportaciones, se espera que esta situación se revierta en los próximos meses.

Reorganización societaria; concentración en el negocio de marcas: Tras la reorganización societaria planteada por Molinos, la compañía tendrá foco en el negocio de marcas y escindirán los activos y deuda relacionados al negocio de graneles. En la Asamblea de abril'16 la compañía aprobó el acuerdo preliminar a través del cual se reorganizarán los negocios dentro del mismo grupo económico. De acuerdo a lo establecido, la reorganización propuesta se llevaría a cabo mediante (i) la fusión por absorción de PCF S.A. (sociedad inversora únicamente titular de acciones de Molinos) por parte de Molinos; y (ii) la escisión del negocio de graneles y su fusión con Molinos Agro S.A. Molinos Agro S.A. pertenece en un 100% -directa e indirecta a través de Bodega Ruca Malen S.A.- a Molinos.

Exposición a inflación interna y a volatilidad de precios internacional: En el mercado local, el negocio de marcas enfrenta el desafío de trasladar los mayores costos al precio final y así mantener los indicadores de rentabilidad estables. Molinos logra sostener sus márgenes en el segmento de marcas a través de diferentes acciones de comercialización. En el segmento graneles, los márgenes de molienda están sujetos al resultado de las cosechas que afectan la originación, a la capacidad de molienda a nivel mundial, a la demanda internacional de aceites vegetales y proteínas, y la rentabilidad del segmento también depende de la estructura de costos, en parte en moneda local.

Sensibilidad de la calificación

La perspectiva estable refleja nuestra expectativa de que Molinos continuará privilegiando su posición de liquidez, y a la vez mantendrá un nivel de Deuda Total/EBITDA por debajo de 4,0x en el pico de su ciclo con coberturas de intereses a EBITDA superiores a 2,5x. Luego de la reorganización no se esperan cambios a nivel consolidado. A nivel no consolidado, es previsible que la compañía detente menores y más estables niveles de deuda.

Un crecimiento de la deuda no asociado a inversión en activos estratégicos que presione ratios de endeudamiento y coberturas de intereses a EBITDA, o un debilitamiento sostenido del FCO que comprometa las coberturas en el mediano plazo, podrían derivar en una revisión en las calificaciones.

Liquidez y estructura de capital

Deuda ligada a necesidades de capital de trabajo: La mayor parte de la deuda de Molinos está ligada a las necesidades de capital de trabajo de la industria de molienda. A mar'16, la relación deuda total/ EBITDA era de 1,4x. El análisis crediticio para el sector agroindustrial considera ratios que excluyen de la deuda los inventarios de rápida realización (IRR). El ratio (Deuda Financiera neta-IRR)/EBITDA fue de 0,7x.

Fuerte flexibilidad financiera: Molinos cuenta con probado acceso a los mercados de crédito local e internacional. Esto reduce el riesgo de refinanciación de su deuda de corto plazo, que representaba el 88% del total a mar'16. Se espera que la compañía maneje sus vencimientos de deuda con una combinación de tenencias de efectivo y equivalentes, y refinanciación de pasivos.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio 2012, Molinos ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09. Los indicadores correspondientes a los Estados Contables cerrados a marzo'16 se han estimado anualizando las cifras trimestrales.

Resumen Financiero - Molinos Río de la Plata S.A.

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

Cifras consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Período

14,89	13,30	8,57	6,53	4,93	4,31
NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF

Cifras consolidadas

	mar-16	2015	2014	2013	2012	2011
	3 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	615.365	1.651.648	1.439.281	548.394	518.084	794.907
Margen de EBITDA	7,7	6,4	5,9	2,7	3,0	6,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	(9,1)	36,3	48,5	10,5	14,6	14,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	(8,6)	4,6	6,9	1,8	(1,9)	(0,7)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	37,9	48,1	38,4	(15,4)	2,2	21,9
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	(1,2)	5,3	5,0	1,3	2,6	5,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,2	3,7	2,8	1,0	1,7	7,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,4	0,4	0,2	0,2	0,3
FGO / Cargos Fijos	(1,2)	5,3	5,0	1,3	2,6	5,8
FFL / Servicio de Deuda	(0,7)	0,5	0,8	0,3	(0,0)	0,0
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,5)	0,9	1,2	0,6	0,1	0,3
FCO / Inversiones de Capital	(5,8)	6,0	7,5	3,1	(0,3)	0,6
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	(5,6)	1,6	1,4	7,9	5,2	4,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,4	2,2	2,5	9,8	8,0	4,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	1,2	1,7	7,5	7,1	3,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo					7,1	3,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	13,6	12,3	13,8	11,2	8,4	4,2
Deuda Garantizada / Deuda Total						
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,9	0,8	0,6	0,6	0,6	0,7
Balance						
Total Activos	11.039.196	10.022.554	8.262.027	8.993.538	7.273.483	6.037.763
Caja e Inversiones Corrientes	652.143	1.612.130	1.140.352	1.287.094	435.161	751.172
Deuda Corto Plazo	2.930.700	2.963.591	2.220.378	3.061.726	2.566.804	2.254.985
Deuda Largo Plazo	398.372	649.491	1.337.249	2.333.907	1.572.133	944.837
Deuda Total	3.329.072	3.613.082	3.557.627	5.395.633	4.138.937	3.199.822
Deuda asimilable al Patrimonio						0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.329.072	3.613.082	3.557.627	5.395.633	4.138.937	3.199.822
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.329.072	3.613.082	3.557.627	5.395.633	4.138.937	3.199.822
Total Patrimonio	3.156.524	2.778.244	1.772.123	1.131.342	1.321.056	1.370.437
Total Capital Ajustado	6.485.596	6.391.326	5.329.750	6.526.975	5.459.993	4.570.259
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(265.872)	1.881.952	2.068.672	154.435	488.193	548.543
Variación del Capital de Trabajo	(317.132)	(357.093)	(108.864)	399.143	(546.833)	(382.606)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(583.004)	1.524.859	1.959.808	553.578	(58.640)	165.937
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(100.955)	(254.836)	(260.898)	(181.299)	(175.764)	(259.548)
Dividendos	0	(90.000)	0	0	(87.209)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(683.959)	1.180.023	1.698.910	372.279	(321.613)	(93.611)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	105.950	0	0	0	(108.410)	(35.513)
Otras Inversiones, Neto	(85.897)	(22.673)	827.359	(561.939)	(128.823)	(198.971)
Variación Neta de Deuda	(397.295)	(236.477)	(2.553.892)	434.454	255.474	753.675
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	347	0	0	0	0
Variación de Caja	(1.061.201)	921.220	(27.623)	244.794	(303.372)	425.580
Estado de Resultados						
Ventas Netas	7.940.310	25.639.959	24.548.959	20.429.246	17.207.260	12.795.535
Variación de Ventas (%)		4,4	20,2	11,3	34,5	21,3
EBIT Operativo	568.457	1.449.103	1.257.185	368.390	345.392	651.937
Intereses Financieros Brutos	118.183	440.708	513.747	532.251	307.759	113.535
Alquileres						0
Resultado Neto	281.026	1.095.099	671.134	(189.842)	29.962	277.403
Inventarios de Rápida Realización (IRR)	980.080	980.080	641.068	537.652	1.093.637	850.552
(Deuda Neta-IRR) / EBITDA	0,7	0,6	1,2	6,5	5,0	2,0
(Deuda Bruta-IRR) / EBITDA	1,0	1,6	2,0	8,9	5,9	3,0

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
- IRR: Inventarios de rápida realización. Para el cálculo, a partir de ene'12 se consideró el 100% de commodities y cereales más el 50% de productos terminados.
- MM: Millones

Anexo III. Características de los instrumentos

Obligaciones Negociables Clase VII por VN de hasta US\$ 50 MM (ampliable a US\$ 100 MM)

- **Monto:** US\$ 50.000.000, ampliable a US\$ 100.000.000.
- **Monto emitido:** US\$ 91.785.548.
- **Moneda de Denominación, Suscripción, Integración y Pago:** las ON Clase VII serán denominadas en Dólares Estadounidenses y serán suscriptas, integradas y pagaderas íntegramente en Pesos al Tipo de Cambio Exportador.
- **Amortización:** en dos cuotas iguales, la primera de ellas pagadera a los 36 meses de la fecha de Emisión y Liquidación y la segunda en la fecha de vencimiento.
- **Fecha de Vencimiento:** 11/7/2017.
- **Intereses:** tasa fija del 4% nominal anual.
- **Fechas de pago de intereses:** los intereses de las ON Clase VII serán pagaderos trimestralmente por período vencido.

Obligaciones Negociables Clase X por VN de hasta US\$ 25 MM (ampliable a US\$ 50 MM)

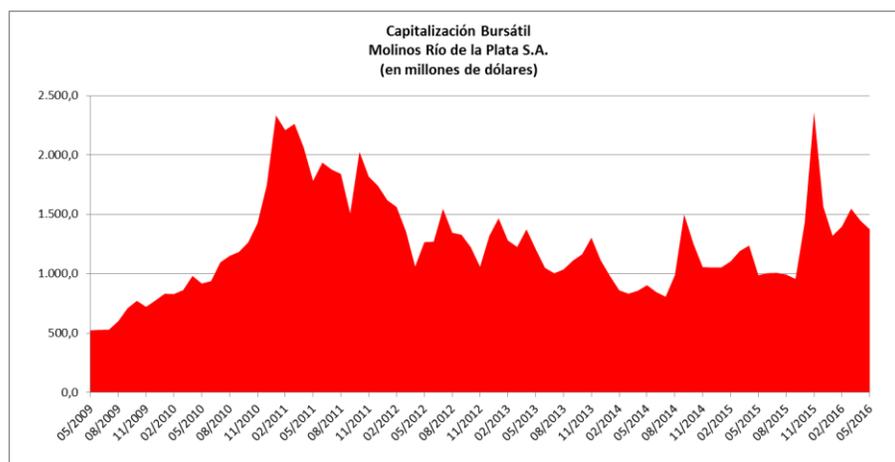
- **Monto:** US\$ 25.000.000, ampliable a US\$ 50.000.000.
- **Monto emitido:** US\$ 25 MM.
- **Moneda de Denominación, Suscripción, Integración y Pago:** las ON Clase X están denominadas en Dólares Estadounidenses y serán suscriptas, integradas y pagaderas íntegramente en Pesos al Tipo de Cambio Exportador.
- **Amortización:** en su totalidad en la fecha de vencimiento.
- **Fecha de Vencimiento:** 4/10/2016.
- **Intereses:** 0% nominal anual.
- **Fechas de pago de intereses:** los intereses de las ON Clase X serán pagaderos trimestralmente por período vencido.

Anexo IV. Acciones

Liquidez de la acción de Molinos Río de la Plata S.A. en el mercado

Molinos Río de la Plata S.A. cotiza sus acciones en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires desde 1935. A diciembre'15, el capital autorizado a realizar oferta pública ascendía a \$250.448.539, compuesto por 1.040.829 acciones ordinarias de valor nominal \$1 de 5 votos c/u, Clase "A" y 249.407.710 acciones ordinarias de valor nominal \$1 de 1 voto c/u, Clase "B". El porcentaje flotante del capital ha sido estimado en el 24.97% de las acciones en circulación.

La capitalización bursátil de Molinos a mayo'16 totalizaba US\$ 1.374 millones. El cuadro a continuación detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía (fuente: Economática):



Presencia

En los últimos 12 meses móviles a mayo'16, la acción de Molinos mantuvo una presencia del 100% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado, en línea con su nivel histórico.

Rotación

Al considerar la cantidad de acciones negociadas en los últimos doce meses a mayo'16, se observa que la acción de Molinos registró una rotación del 6% sobre el capital flotante en el mercado. Al observar la rotación de los últimos tres meses, la acción registraba el 1%.

Participación

En los últimos doce meses a mayo'16, el volumen negociado por Molinos fue de \$ 272 millones, con una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del 0,5%.

En conclusión, se considera que la acción de Molinos cuenta con una **alta liquidez**.

Pago de dividendos

La compañía no tiene una política de distribución de dividendos preestablecida. La distribución se da en función de su generación de fondos, su posición de liquidez y su estrategia.

Anexo V. Dictamen de calificación.

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

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), (en adelante FIX) realizado el **29 de junio de 2016**, confirmó* en la **Categoría AA-(arg)** la calificación de emisor de **Molinos Río de la Plata S.A.** Asimismo, confirmó* en **Categoría AA-(arg)** a los siguientes títulos emitidos por la compañía:

- ON Clase VII por VN de hasta US\$ 50 MM (ampliable hasta US\$ 100 MM). Emitido: US\$91.78 MM
- ON Clase X por VN de hasta US\$ 25 MM (ampliable hasta US\$ 50 MM). Emitido: US\$25 MM

La perspectiva es estable.

Categoría AA(arg): "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

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 agregará "(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.

Por su parte, el consejo de calificación confirmó* en **Categoría 1** a las Acciones Ordinarias emitidas por Molinos, en base al análisis efectuado sobre su capacidad de generación de fondos y su liquidez.

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

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. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

El presente Informe Resumido es complementario al Informe Integral de **fecha 30 de Julio de 2015** disponible en www.cnv.gob.ar. El informe contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

Fuentes

- Balance general auditado al 31/3/16 disponible en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Pistrelli, Henry Martin y Asociados S.R.L.
- Suplemento de precio de las emisiones: Clase VII, de fecha 27/6/2013, Clase X, de fecha 24/9/2013, Clase XI, de fecha 24/9/2013. Disponibles en www.cnv.gob.ar

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

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTAN 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 ESTAN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTAN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCION DE CODIGO 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 ESTA BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION 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 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 factual 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 factual 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 se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, 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. 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 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 70.000 (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 150.000 (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, pero no sólo, 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.