

Empresa Provincial de Energía de Córdoba (EPEC)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	AA-(arg)
Títulos de Deuda Públicos Garantizados por hasta U\$S 100 MM	AA-(arg)

Perspectiva

Estable

Factores relevantes de la calificación

Fuerte Vínculo con la Provincia de Córdoba: Fix identifica una fuerte relación entre EPEC y la Provincia a partir de los vínculos legales, estratégicos, operacionales y financieros existentes. EPEC es una empresa pública provincial creada por la Ley Provincial N° 4358/52 que se encuentra en la órbita del Ministerio de Agua, Ambiente y Servicios Públicos de la Provincia, siendo el Directorio designado por el Poder Ejecutivo Provincial. EPEC juega un rol estratégico para la provincia al ser una empresa integrada que genera, transporta y distribuye energía en la provincia. Actualmente, la Provincia de Córdoba (calificada en AA-(arg), Perspectiva Estable por Fix SCR) brinda soporte financiero a EPEC siendo garante de los Títulos de deuda Bicentenario y de los Títulos de deuda a emitir. La cláusula de incumplimiento cruzado a partir de U\$S 20.0 millones que posee la provincia con otras deudas provinciales (incluyendo entidades públicas), confirma la vinculación de la Provincia con EPEC.

Importancia de EPEC: EPEC es la quinta empresa generadora de electricidad de Argentina en términos de potencia instalada y la cuarta empresa distribuidora de energía del país en niveles de facturación y en cantidad de clientes. Cuenta con 19 centrales de generación de electricidad con una potencia instalada de 1.853,3 MW, un tendido de 5133 Kms. de líneas de alta tensión y una red de distribución de media y baja tensión de 19.400 Km con más de un millón de clientes. En 2016 la compañía obtuvo ingresos por \$ 13.800 millones y un EBITDA de \$ 1510 millones (Margen de 10.9%).

Sector eléctrico altamente regulado: El actual gobierno nacional ha demostrado su interés en lograr una industria sustentable. Entre varias medidas podemos destacar la Res SEE 19/2017 que dolarizó las remuneraciones del segmento spot de generación de energía otorgando ajustes sucesivos hasta noviembre 2017, lo cual otorga previsibilidad a dicho segmento. No obstante, en cuanto a tarifas de distribución son fijadas y actualizadas anualmente por el Estado Provincial a través del Ente Regulador de Servicios Públicos (ERSeP).

Financiamiento garantizados por la Provincia: la emisión de Títulos de Deuda Bicentenario garantizado por la Provincia le permitió a la compañía acceder al mercado de capitales, obteniendo una baja tasas de interés. A diciembre 2016 la deuda financiera de EPEC (considerando la deuda provincial) ascendía a \$ 7.298 millones, estando el 68% garantizado por la provincia. La emisión de los Títulos de Deuda Públicos Garantizado le permitirá a la compañía cancelar parte del endeudamiento con comercial CAMMESA y financiar las necesidades de capital trabajo, representando la garantía provisional aprox. el 75% del endeudamiento.

Sensibilidad de la calificación

Un cambio en la calificación del emisor podría derivarse de un cambio en la calificación de la Provincia de Córdoba o de cambios legales o estatutarios que modifiquen la actual situación legal de la compañía. Cambios regulatorios también podrían tener un impacto en la calidad crediticia de EPEC.

Liquidez y estructura de capital

La estructura de capital después de emitir los Títulos de Deuda es adecuada, pudiendo EPEC cumplir con los pagos de servicios de deuda con los flujos generados. EPEC opera con una limitada liquidez que se encuentra compensada por los fuertes paquetes de garantías establecidas en los Títulos de Deuda Bicentenario y en los Títulos de Deuda a emitir.

Resumen Financiero

Cifras consolidadas

Balance	31/12/16	31/12/15
	12 Meses	12 Meses
Total Activos (\$ MM)	14.726	12.365
Total Deuda Financiera (\$ MM)	7.299	7.206
Ingresos (\$ MM)	13.870	7.655
EBITDA (\$ miles)	1.511	677
EBITDA (%)	10.9	8.9
Deuda/ EBITDA	4.8x	10.6x
EBITDA/ intereses	2.2x	1.2x

Informes relacionados

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

Analistas

Analista Principal

Gabriela Curutchet - Director Asociado
 +54 11 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario

Mariano de Sousa - Analista
 +544 11 5235-8141
Mariano.desousa@fixscr.com

Responsable del Sector

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

Perfil del negocio

Empresa Provincial de Energía de Córdoba (EPEC) es una empresa pública de carácter autárquico que genera, distribuye, y transporta energía en todo el territorio de la Provincia de Córdoba alcanzando, de manera directa o indirecta por medio de cooperativas eléctricas, a la totalidad de sus habitantes. Fue constituida en abril de 1953, a partir de la entrada en vigencia de la Ley Provincial N° 4358/52 y su Estatuto Orgánico se encuentra aprobado por la Ley Provincial N° 9087.

Vínculo con la Provincia de Córdoba.

EPEC se encuentra ligada tanto estratégica y legalmente a la Provincia de Córdoba calificada esta última por FIX Scr en AA-(arg) con Perspectiva Estable. La compañía se encuentra dentro de la órbita del Ministerio de Agua, Ambiente y Servicios Públicos de la Provincia y es dirigida y administrada por un Directorio que es designado por el Poder Ejecutivo Provincial. De acuerdo al Estatuto de EPEC las políticas energéticas de la Provincia de Córdoba, son políticas de Estado. El presupuesto es presentado a la Legislatura Provincial para su tratamiento y aprobación junto con el presupuesto de la Provincia. El estatuto establece que EPEC podrá financiar las operaciones con los aportes o préstamos o participaciones que correspondan a la Provincia de Córdoba. Actualmente, la Provincia de Córdoba es garante de los Títulos de Deuda Bicentenario y garante de los Títulos de Deuda a emitir. En el pasado la Provincia ha desembolsado (entre préstamo y fondos provenientes de la Coparticipación Federal) más \$ 1.900 millones para el pago de los Títulos de Deuda Bicentenario. Adicionalmente, la cláusula de incumplimiento cruzado, incluida en los Títulos de Deuda emitidos por la Provincia de Córdoba, a partir de U\$S 20 millones con otras deudas de La Provincia (incluyendo entidades públicas provinciales) reafirman la vinculación de La Provincia con EPEC.

Segmento de Negocios

Generación de Energía (39% de ventas a fines de 2016)

La Empresa cuenta con 19 centrales de generación de electricidad, de las cuales 7 son térmicas, 11 son hidroeléctricas, y una central de ciclo combinado, las cuales se encuentran ubicadas en distintas localizaciones de la Provincia. A 2016, las mismas alcanzaban en conjunto una potencia instalada 1.853 MW.

La remuneración de las centrales térmicas e hidráulicas se rigen por la Res 19/17 de la Secretaría de Energía (SEE) con excepción al Ciclo Combinado del Bicentenario cuya remuneración se estableció a través de un contrato con CAMMESA. La Res 19/17 se encuentra vigente desde febrero 2017 y establece remuneraciones fijada en dólares. En marzo de 2016, mediante una adenda se ajustaron los valores del Precio Fijo por pago de potencia (CARFIJEN) de la Central Térmica de Ciclo Combinado Bicentenario a U\$S/MW-mes 22.917,02 desde el valor anterior de U\$S/MW-mes 12.473. Esto incrementa en entorno a U\$S 55.000.000 por año, hasta fin de 2019, los ingresos del sector generación. El CARFIJEN es suficiente para cubrir los servicios de deuda de los Títulos de Deuda Bicentenario hasta el vencimiento.

Transporte y Distribución (60% de ventas a fines de 2016)

Durante 2016, EPEC suministró 7.853 GWh de energía eléctrica a 1.048.500 clientes. Si bien la tarifa ha variado en los últimos años según se muestra en el cuadro siguiente, la misma fue insuficiente para cubrir los gastos fijos y variables. La estructura tarifaria no posee una cláusula de ajuste automática y el valor agregado de distribución es actualizado por el ente regulador provincial (ERSeP) ante solicitud de la compañía.

AÑO	VAD GLOBAL	Aprob. RESOL. ERSEP
2008	32,52%	4/2008 y 13/2008
2009	14,85%	7/2009
2010	13,10%	10/2010
2011	24,02%	12/2011
2012	10,17%	12/2011
2013	23,83%	29/2013
2014	13,51%	38/13
2015	42,99%	33/2014 Y 22/2015
2016	32,17%	06/2016 Y 53/2016

Con referencia a la calidad de servicio de distribución hasta la fecha las interrupciones por servicios no han generado multas a la compañía. El ERSeP está trabajando en la implementación de nuevos procedimientos para fijar parámetros de calidad. Se definieron cuatro etapas con niveles de exigencia crecientes en la calidad de servicio (PRELIMINAR – PRUEBA – TRANSICIÓN – REGIMEN), fijando para cada una de ellas las sanciones previstas en caso de incumplimiento de los valores de calidad definidos. Actualmente, se está trabajando en la etapa preliminar realizando las tareas de relevamiento y fijando los criterios de medición que serán empleados para elaborar los índices de calidad citados.

El plan de inversiones en ejecución corresponde al aprobado por la legislatura como Plan Quinquenal en sept 2015 incluye inversiones ejecutadas por \$2230 millones.

Riesgo del sector

Las calificaciones en el sector eléctrico argentino son vulnerables a cambios normativos y aún están más influenciadas por la política energética que por el desarrollo y eficiencia de la capacidad instalada. La perspectiva estable que asignó FIX para el sector de generación eléctrica refleja las medidas adoptadas por la nueva Administración política en las cuales evidencian una menor discrecionalidad e interferencia gubernamental. Las regulaciones buscaron reducir el déficit operacional de CAMMESA, dar previsión a las tarifas al segmento energía base (Res. SEE 19/17) e impulsar inversiones para incrementar la capacidad instalada en generación térmica y en energías renovables.

Los ajustes a las tarifas de distribución son establecidas por el ERSeP, por el momento no existe un método de ajuste automático de tarifas que brinden previsibilidad sobre dicho segmento.

Posición competitiva

EPEC es la quinta empresa generadora de electricidad de Argentina en términos de potencia instalada (en base a información de CAMMESA) y la cuarta empresa distribuidora de energía del país en niveles de facturación y en cantidad de clientes, según la Asociación de Distribuidores, de Energía Eléctrica de la República Argentina (ADEERA).

Administración y Calidad de Accionistas

La Empresa está funcionalmente estructurada en la órbita del Ministerio de Agua, Ambiente y Servicios Públicos de la Provincia de Córdoba. La gestión de la empresa se desarrolla de manera descentralizada. Ver más detalles en la sección Perfil de Negocio.

Factores de riesgo

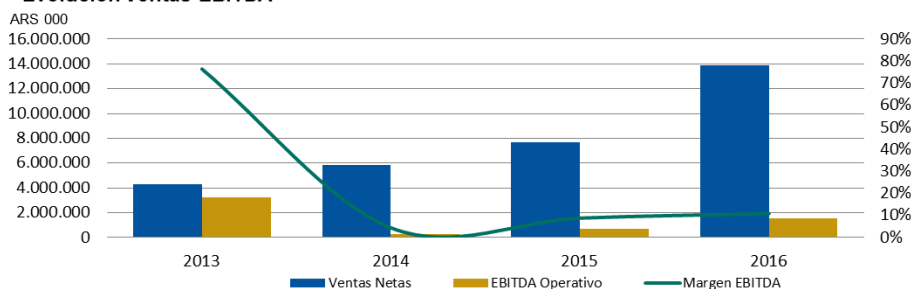
- Dependencia de la situación económica financiera de Provincia de Córdoba.
- Dependencia de los cobros de CAMMESA, administrador del mercado eléctrico mayorista y dependiente de las transferencias del Estado Nacional.

Perfil Financiero

Rentabilidad

La rentabilidad histórica de la compañía ha dependido de la remuneración establecida por el gobierno nacional al segmento de generación y a los ajustes a las tarifas de distribución establecidas anualmente por el ERSeP.

Evolución Ventas-EBITDA



Elaboración: Información de la Empresa

En 2016 EPEC obtuvo ingresos por \$ 13.870 mil millones y un EBIDA de \$ 1511 mil millones con un margen de EBITDA de 10.9%. El incremento de ingresos y de margen con respecto a 2015 se explica principalmente por el incremento de remuneración fija al Ciclo Combinado del Bicentenario a partir de marzo de 2016. Para 2017 se espera que la rentabilidad de la compañía ascienda a \$ 2100 mil millones con un margen cercano al 16%.

Flujo de fondos

En los últimos años el flujo de caja operativo de EPEC, no ha sido suficiente como para cubrir las inversiones de capital. La compañía debió recurrir a mayor endeudamiento financiero. Fix espera que EPEC continúe teniendo un flujo de fondos libre negativo durante 2017 y 2018 debido a las inversiones y a las necesidades de capital de trabajo. El 70% de las Cuentas por Pagar son por deudas del Mercado Eléctrico Mayorista que administra CAMMESA debido a que EPEC en su doble rol de generador y distribuidor, vende a CAMMESA toda la energía generada y compra toda la energía que va a distribuir, transacción que genera la posición final que EPEC debe abonar, dado que distribuye más de lo que genera. Existe un defasaje financiero ya que CAMMESA factura a EPEC a los 45 días del consumo y EPEC factura a los usuarios a más de 60 días.

Liquidez y estructura de capital

A diciembre 2016 la deuda de EPEC ascendía a \$ 7.299 millones, incluyendo los préstamos otorgados por la provincia de Córdoba. El 68.8% se encuentra denominada en dólares y el 31.2% en pesos.

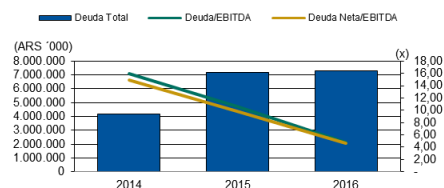
Capitalización

ARS 000

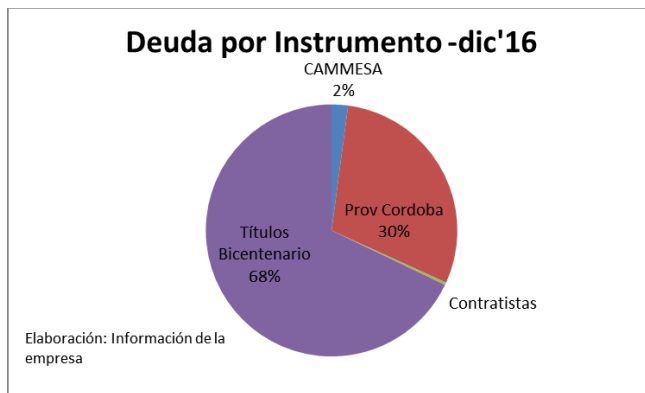
dic-16		%
Deuda de Corto Plazo	1.872.345	7,93%
Deuda de Largo Plazo	5.426.172	22,98%
Deuda Fuera de Balance	0	0,00%
Deuda Total Ajustada	7.298.517	30,91%
Total Patrimonio	859.778	0,04%
Total Capital Ajustado	8.158.295	34,55%

Elaboración: Información de la empresa

Deuda Total y Endeudamiento



Elaboración: Información de la empresa



Titulos de Deuda Bicentenario: (representa el 68% de la deuda financiera – dic'16).

Monto: 565 millones

Moneda: dólares

Vencimiento: enero 2020 (ocho años desde la fecha de emisión).

Amortización: el capital se amortizará mensualmente utilizando el sistema de amortización francés. La primera fecha de pago será a los 120 días transcurrida la habilitación comercial del ciclo combinado o el 19 de febrero de 2012, lo que ocurra primero.

Intereses: semestrales devengando una tasa fija del 12.5%

Garantías: bajo la cesión fiduciaria en garantía de los Fondos Coparticipables Cedidos y derecho a cobro de Cargo fijo por potencia del Ciclo Combinado.

Aval: Banco de Córdoba por U\$S 20 millones

Condiciones: La asamblea de tenedores de los títulos aprobó la dispensa a la limitación de nuevo endeudamiento sin posibilitar la opción de canje de los actuales títulos. Se estipuló una compensación del 0.25% del valor residual de los títulos.

Deuda Provincia de Córdoba

Dicha deuda corresponde a préstamos realizados por la provincia por los pagos de los Títulos de Deuda Bicentenario. La misma no genera interés ni tiene vencimiento. Los préstamos son compensados con los pagos de factura de energía de la provincia y la facturación por la tarifa solidaria.

Deudas CMMESA

Corresponden al endeudamiento generado para la reparación y mantenimientos de ciertas centrales.

La compañía opera con una liquidez limitada, que es compensada por la fuerte garantía de pago de la Provincia de Córdoba y la cesión de derechos de cobro del CARFIJGEN.

Fondeo y flexibilidad financiera

En los últimos años la compañía se ha fondeado principalmente en el mercado de capitales mediante los Títulos de Deuda Bicentenario, con los préstamos otorgados por la Provincia de Córdoba actuando como garante de dichos títulos y con los préstamos provistos por CMMESA para la reparación y mantenimientos de las centrales. La emisión de una nueva serie de obligaciones negociables le permitirá a la compañía cancelar el endeudamiento con CMMESA y/o cubrir las necesidades crecientes de capital de trabajo.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero- EPEC

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Normas Contables

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	2016	2015	2014	2013
Meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad				
EBITDA Operativo	1.510.895	677.462	261.156	3.270.611
EBITDAR Operativo	1.510.895	677.462	261.156	3.270.611
Margen de EBITDA	10,9	8,9	4,5	76,5
Margen de EBITDAR	10,9	8,9	4,5	76,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	8,2	5,3	883,6	38,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(2,6)	3,5	768,9	(18,2)
Coberturas				
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,7	0,6	88,1	3,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,2	1,3	0,5	7,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,2	1,3	0,5	7,8
EBITDA / Servicio de Deuda	0,7	0,4	0,2	3,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,7	0,4	0,2	3,3
FGO / Cargos Fijos	0,7	0,6	88,1	3,8
FFL / Servicio de Deuda	0,1	0,4	34,8	(0,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,3	0,7	35,0	(0,1)
FCO / Inversiones de Capital	(0,3)	2,3	643,1	0,7
Estructura de Capital y Endeudamiento				
Deuda Total Ajustada / FGO	(28,5)	(28,9)	0,1	3,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,4	7,9	16,0	1,1
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,2	7,1	14,9	1,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,4	7,9	16,0	1,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,2	7,1	14,9	1,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	13,0	10,7	12,4	11,7
Deuda Garantizada / Deuda Total	0	0	0	0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,3	0,2	0,2	0,2
Balance				
Total Activos	14.725.604	12.365.860	9.602.759	7.146.945
Caja e Inversiones Corrientes	356.650	536.280	294.544	253.380
Deuda Corto Plazo	1.542.695	1.290.318	795.106	563.295
Deuda Largo Plazo	3.589.240	4.076.237	3.381.801	3.046.937
Deuda Total	5.131.935	5.366.555	4.176.908	3.610.232
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.131.935	5.366.555	4.176.908	3.610.232
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.131.935	5.366.555	4.176.908	3.610.232
Total Patrimonio	859.778	777.723	968.290	516.979
Total Capital	5.991.714	6.144.278	5.145.197	4.127.210
Flujo de Caja				
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(180.234)	(185.405)	44.948.951	1.173.261
Variación del Capital de Trabajo	97.141	656.132	231.057	370.269
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(83.093)	470.727	45.180.009	1.543.529
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(1)	0	0	0
Inversiones de Capital	(281.570)	(205.447)	(70.257)	(2.322.969)
Dividendos	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(364.665)	265.280	45.109.752	(779.439)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(87.471)	(107.478)	(58.324)	(152.183)
Otras Inversiones, Neto	(729.778)	(556.719)	(200.358)	(211.235)
Variación Neta de Deuda	807.797	560.094	874.395	1.184.157
Variación Neta del Capital	194.485	80.559	67.582	(105.263)
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0
Variación de Caja	(179.631)	241.735	45.793.046	(63.963)
Estado de Resultados				
Ventas Netas	13.869.514	7.654.601	5.866.711	4.276.255
Variación de Ventas (%)		30,5		
EBIT Operativo	1.022.490	307.475	(156.120)	11.324
Intereses Financieros Brutos	674.535	512.778	515.863	421.580
Alquileres	0	0	0	0
Resultado Neto	(70.747)	(280.961)	395.627	(76.797)

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- 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
- Fix: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)

Anexo III. Características del Instrumento

Títulos de Deuda Públicos Garantizados por hasta U\$S 100 millones

EPEC emitirá los títulos de deuda Públicos garantizados bajo los siguientes términos y condiciones.

Monto: Hasta 100 millones

Moneda: dólares

Vencimiento: 5 años contados a partir de la fecha de emisión.

Amortización: la amortización contará con un período de gracia de 12 meses, de acuerdo al mecanismo de formación de libro o "book building". El capital amortizará en forma semestral en 8 cuotas iguales y consecutivas equivalentes a 12.5% del capital.

Intereses: se pagarán semestralmente devengando una tasa de interés fija a determinar.

Garantías: Los Títulos de Deuda estarán garantizados mediante la cesión fiduciaria en garantía, de los recursos que la Provincia de Córdoba tiene derecho a percibir del Gobierno Nacional a través del Banco de la Nación Argentina (en su carácter de agente de recaudación y pago) en concepto de coparticipación federal de impuestos. La garantía es pasiva y se activará ante un supuesto del incumplimiento de pago. Ante un evento de incumplimiento el Fiduciario efectuará el pago de los servicios de capital y/o intereses adeudados bajo los Títulos de Deuda que hubieran dado lugar al Incumplimiento de Pago correspondiente, con los fondos depositados en el Fondo de Reserva. En caso que dichos fondos resultaran insuficientes, el Fiduciario notificará al Agente de Pago de la Coparticipación indicando al Agente de Pago de la Coparticipación el monto de Fondos Coparticipables Cedidos que este deberá transferir a la Cuenta de Recaudación en Pesos para hacer frente al pago de capital y/o intereses de los Títulos de Deuda adeudados. El Fiduciario procederá a cursar la notificación al Agente de Pago de la Coparticipación a fin de que éste transfiera periódicamente al Fiduciario Fondos Coparticipables Cedidos a la Cuenta de Recaudación en Pesos, a efectos de que el Fiduciario efectúe los pagos de capital e intereses de los Títulos de Deuda en cada Fecha de Pago hasta su total cancelación. Ante un incumplimiento se considerará un período de cura de 30 días, en el caso que el Fiduciario hubiere sido notificado acerca de que el Emisor no hubiere pagado las sumas de los servicios de interés y/o capital que fueran debidas en cada Fecha de Pago (denominado "Supuesto de Activación de la Coparticipación"), le indicará al Agente de Pago de la Coparticipación el monto de Fondos Coparticipables Cedidos que éste deberá transferir a la Cuenta de Recaudación en Pesos para hacer frente al pago de capital y/o intereses de los Títulos de Deuda vencidos y adeudados. La cuenta de Reserva será el equivalente del al menos medio servicio de intereses.

Condiciones: No se estipularon condiciones financieras a cumplir.

Cláusula de incumplimiento cruzado (Cross Default): se declara el incumplimiento de los títulos de deuda ante un incumplimiento de cualquier pago de deuda financiera a realizar por EPEC a partir de U\$S 25 millones.

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, reunido el 11 de julio de 2017, asignó en la Categoría AA-(arg) a la calificación del emisor de Empresa Provincial de Energía de Córdoba y a los Títulos de Deuda Públicos Garantizados por hasta U\$S 100 millones a ser emitidos por la compañía.

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.

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)”.

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 altera la definición de la categoría correspondiente a la cual se los añade.

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.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

Fuentes

La calificación se determinó en base a la siguiente información

- Balances hasta 31/06/2016 provistos por la compañía.
- Preliminar de Suplemento de Precio de Títulos de Deuda Públicos Garantizados provisto por la compañía el 16 de junio 2017.

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 LÍDER 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.