

Ángel Estrada y Compañía S.A. (AES A)

Informe integral

Calificaciones

| | |
|-------------------------------------|----------|
| ON Clase 2 por hasta \$110 MM (*) | BBB(arg) |
| ON Clase 3 por hasta U\$S1,5 MM (*) | BBB(arg) |
| ON Clase 4 por hasta \$60 MM (*) | BBB(arg) |

* Ampliable en conjunto o en forma individual hasta \$200 MM.

Perspectiva

Estable

Factores relevantes de la calificación

Negocio maduro y fuerte participación de mercado: Ángel Estrada y Compañía S.A. (AES A) presenta una generación de fondos estable, sustentada por un fuerte reconocimiento de marca, una participación de mercado de 40% en una industria caracterizada por altas barreras de entrada, y por desarrollar sus actividades en un sector con crecimiento acotado y correlacionado con la evolución de la demografía poblacional y la matrícula escolar.

Actividad marcada por fuerte estacionalidad: AES A concentra aproximadamente el 50% de las ventas entre diciembre y marzo, generando necesidades de capital de trabajo y financiamiento estacionales con el consecuente impacto sobre la generación de fondos. En el primer semestre del ejercicio fiscal 2018, la empresa vendió 7.740 toneladas, que representa niveles similares al mismo periodo del año anterior.

Estructura de capital con un alto componente de deuda de corto plazo: A dic'17, el 98% de la deuda de AES A se encontraba concentrada en el corto plazo, alcanzando una suma de \$ 352 MM. La compañía planea emitir obligaciones negociables de largo plazo con el propósito de refinanciar deuda financiera, financiar capital de trabajo, comprar bienes de uso y construir las instalaciones del nuevo depósito. Fix espera que dichas emisiones mejoren el perfil de vencimiento de la compañía.

Recuperación en los márgenes de rentabilidad: A dic'17, AES A mostró una mejora en el EBITDA alcanzando los \$ 85,4 MM con un crecimiento en los márgenes de rentabilidad que alcanzaron un 20,4%. (vs. EBITDA de \$40,1 MM y márgenes de 11,6% en dic'16). En términos comparativos, esto se debe a una eficiencia en los costos que aumentaron sólo un 18% nominalmente, mientras que la inflación interanual fue de 26,1%. Hacia adelante, Fix espera que los márgenes se ubiquen principalmente entre 13 y 15%.

Sensibilidad de la Calificación

En determinados periodos, los indicadores de apalancamiento en relación a EBITDA y la cobertura de intereses pueden presentar oscilaciones debido a la estacionalidad del negocio. Un incremento de los niveles de endeudamiento producto de una política agresiva de inversiones, la implementación de nuevas líneas de negocios o un inadecuado manejo del capital de trabajo podrían presionar la calificación a la baja.

Liquidez y Estructura de Capital

Apalancamiento cíclico y refinanciación de pasivos: A fines de marzo 2018, la compañía planea emitir Obligaciones Negociables Clase 2, 3 y 4 ampliable en forma conjunta o individual por hasta \$ 200 MM, para refinanciar pasivos financieros, financiar capital de trabajo, comprar bienes de uso y construir las instalaciones del nuevo depósito. A dic'17, la deuda ascendía a \$ 357 MM, de los cuales \$ 352 MM son deuda corriente. Hacia adelante, Fix espera una relación de Deuda a EBITDA en torno a 2.0x, dada la estacionalidad de la compañía. Fix continuará monitoreando de cerca la evolución de los márgenes y de los niveles de endeudamiento.

Liquidez adecuada: Fix considera que AES A presenta una adecuada posición de liquidez, ya que, si bien a dic'17 la posición de caja y equivalentes alcanzaba los \$ 60 MM mientras que la deuda corriente era de \$ 352 MM, la existencia de créditos comerciales corrientes cercanos a \$ 348 MM mitigan esta situación. Teniendo en cuenta la caja y equivalentes, los créditos y las deudas comerciales, en promedio, la compañía cubre la totalidad de la deuda financiera de corto plazo.

Resumen Financiero

| (\$ miles) | 31/12/2017 | 30/06/2017 |
|-------------------|------------|------------|
| | 6 Meses | 12 Meses |
| Total Activos | 1.164.413 | 1.077.209 |
| Deuda Total | 357.031 | 390.194 |
| Ventas Netas | 418.253 | 800.377 |
| EBITDA Operativo | 85.368 | 85.475 |
| Margen EBITDA (%) | 20,4 | 10,7 |
| Deuda/EBITDA | 2,1 | 4,6 |
| Deuda Neta/EBITDA | 1,7 | 1,4 |
| EBITDA/Intereses | 1,8 | 1,1 |

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

Informes Relacionados

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

Analistas

Analista Principal

Pablo Cianni
 Director Asociado
 +54 11 5235-8146
 pablo.cianni@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso
 Director Asociado
 +54 11 5235-8121
 pablo.artusso@fixscr.com

Responsable Sector

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

Perfil del negocio

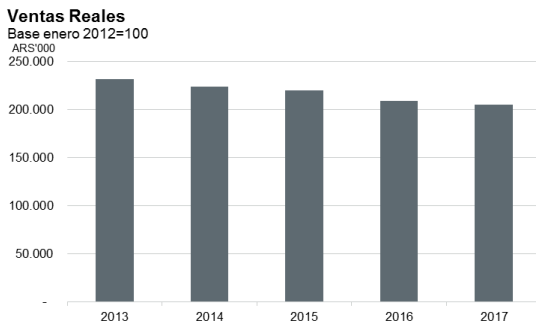
Ángel Estrada y Compañía S.A. posee como actividad principal la conversión de papel para los segmentos de papelería comercial y escolar. En la actualidad, la compañía comercializa sus productos a través de más de 10 marcas propias y licencias.

Ángel Estrada desarrolla sus actividades de producción en una planta ubicada en el Parque Industrial de La Rioja, con una superficie total de 72 mil m² y capacidad de producción de 1500 toneladas por mes.

Operaciones

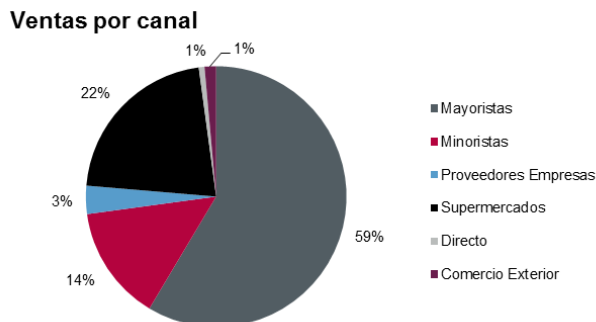
Ángel Estrada tiene una trayectoria cercana a los 150 años en los segmentos de papelería escolar y comercial bajo un portafolio diverso de marcas como Rivadavia, Arte y América, entre otras. Si bien la compañía destina parte de su producción al mercado externo, actualmente no representa más del 2% de las ventas, por lo que no es significativo.

Dada la estacionalidad de las ventas, con una concentración del 50% entre diciembre y marzo, la compañía presenta picos de producción hacia la segunda mitad del año.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

Ángel Estrada distribuye sus productos principalmente entre mayoristas (59%) y cadenas de supermercados (22%), sin una concentración significativa de clientes: los primeros 10 clientes representan alrededor de un 30% de las ventas sobre un total de más de 500. Dentro del segmento de exportación, los principales destinos son EE.UU., Uruguay y México.



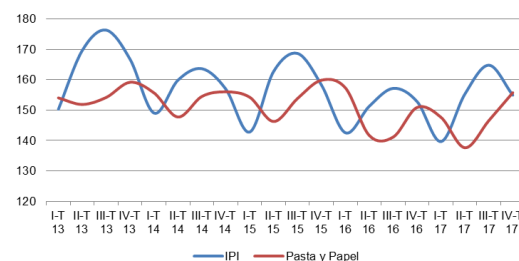
Fuente: Información enviada por la compañía

Riesgo del sector

El consumo masivo se caracteriza por ser inherentemente discrecional, por lo que el entorno macroeconómico y el ingreso disponible de los consumidores son variables relevantes que determinan los niveles de actividad del sector. Así, durante los últimos dos años, la actividad de este sector se ha visto limitada en un contexto recesivo y de elevada inflación.

No obstante, el sector de conversión de papel se encuentra directamente asociado con la matrícula escolar y crecimiento de la población, especialmente en el segmento de papelería escolar. En este sentido, dichas variables han sido estables en los últimos años, por lo que la demanda no se ha visto mayormente perjudicada.

Índice de Producción Industrial
 Base 1993 = 100



De todos modos, si bien la demanda es relativamente estable, los niveles de producción y los costos de la industria pueden verse afectados por la disponibilidad y precios internacionales de las materias primas. En el caso de Argentina, además, los productores de papel cuentan con el apoyo de medidas proteccionistas, lo que dificulta el acceso de los conversores de papel a materias primas extranjeras a menores costos.

Posición competitiva

Ángel Estrada, junto con su competidora Ledesma controlan aproximadamente el 80% del mercado, seguidas por múltiples compañías con una menor participación de mercado. El reconocimiento de marca del portafolio de marcas de la compañía actúa como barrera de entrada para competidores extranjeros, especialmente en lo referente a papelería escolar.

Administración y calidad de los accionistas

Ángel Estrada es una compañía familiar, cuyo accionista principal es Zsolt T.J. Agardy posee el 95,05% del paquete accionario.

Factores de riesgo

Estacionalidad de ventas: Ángel Estrada concentra el 50% de las ventas entre diciembre y marzo en relación con el ciclo escolar, generando necesidades de capital de trabajo y financiamiento estacionales, con el consecuente impacto en la generación de fondos.

Exposición a precios de materias primas: A diferencia de otros competidores del sector, Ángel Estrada no posee un esquema de integración vertical, por lo que se encuentra expuesto a las variaciones en los precios de su materia prima principal, el papel.

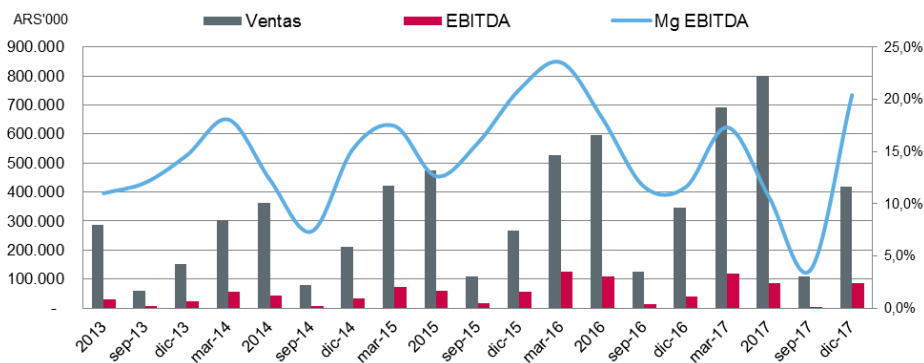
Estructura de capital con un alto componente de deuda de corto plazo: A dic'17, el 98% de la deuda de AESA se encontraba concentrada en el corto plazo, alcanzando una suma de \$ 352 MM. La compañía planea emitir obligaciones negociables de largo plazo con el propósito de refinanciar deuda financiera, financiar capital de trabajo y comprar bienes de uso. Fix espera que dichas emisiones mejoren el perfil de vencimiento de la compañía.

Perfil financiero

Rentabilidad

Ángel Estrada presenta una rentabilidad estacional, con márgenes que suelen incrementarse progresivamente en los primeros tres trimestres del ejercicio para luego normalizarse en el cuarto trimestre. Las ventas reales, por su parte, se concentran principalmente en el segundo y tercer trimestre del ejercicio fiscal y no suelen tener cambios bruscos debido a que la demanda es estable y se encuentra influenciada por el crecimiento poblacional. En 2017, las ventas del año crecieron un 34% respecto al anterior.

Evolución Trimestral Ventas-EBITDA



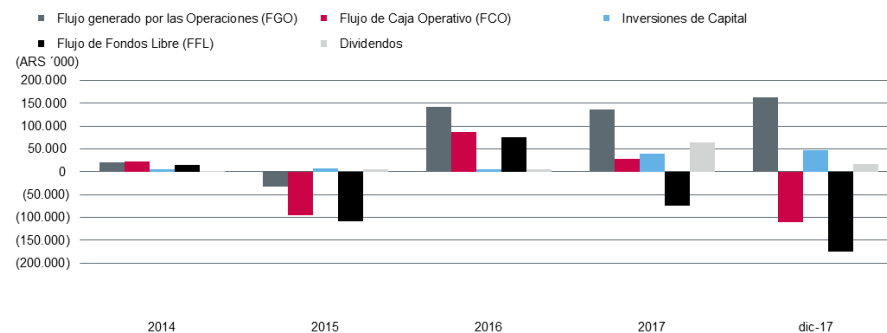
Debido a la presión inflacionaria sobre los costos y los gastos, se observó un descenso de márgenes en 2017 en comparación con 2016. En el primer semestre del ejercicio fiscal 2018, los márgenes alcanzaron un 20,4%, explicado principalmente por una eficiencia en costos que aumentaron un 18%, menos que la inflación interanual (26,1%). Fix espera que hacia adelante los márgenes se ubiquen principalmente entre 13% y 15%.

Flujo de Fondos

Ángel Estrada concentra el 50% de sus ventas entre los meses de diciembre y marzo, por lo que los flujos de fondos y las necesidades de capital de trabajo se ven afectados por una importante estacionalidad. En lo referente al flujo de caja operativo, el mismo suele ser negativo en los primeros dos trimestres del ejercicio fiscal dadas las necesidades de capital de trabajo. Por otro lado, el endeudamiento, sufre un incremento en el segundo trimestre (sept-dic) ya que en ese momento se concentra gran parte de las actividades de producción.

Por su parte el capital de trabajo suele incrementarse en el segundo y tercer trimestre dada la concentración de ventas en estos periodos.

Flujo de fondos



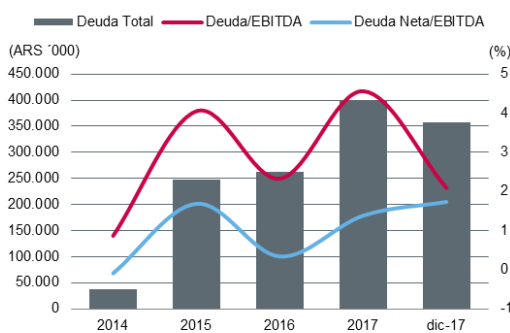
Fuente: Información de la empresa

En el ejercicio fiscal 2017, AESA distribuyó dividendos por \$ 63,9 MM ya que la compañía no distribuía dividendos desde oct'15 y se liquidaron las sumas adeudadas del siniestro ocurrido en octubre de 2015. En los 6 meses transcurridos del ejercicio 2018, la compañía distribuyó \$ 17 MM en dividendos.

Estructura de capital

La compañía presenta métricas crediticias debilitadas respecto al año anterior. A 2017, La cobertura de intereses fue de 1.1x a EBITDA y la relación deuda con EBITDA fue de 4.6x. Dadas las actividades de la compañía, los niveles de endeudamiento son estacionales, variando a lo largo de los trimestres dependiendo de la etapa del proceso productivo.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización dic'2017

| '000 ARS | | % Total Capital |
|------------------------|---------|-----------------|
| Deuda de Corto Plazo | 352.667 | 42,9 |
| Deuda de Largo Plazo | 4.364 | 0,5 |
| Otros | — | — |
| Deuda Total Ajustada | 357.031 | 43,4 |
| Total Patrimonio | 464.932 | 56,6 |
| Total Capital Ajustado | 821.962 | 100,0 |

Fuente: Información de la empresa

Para fines de marzo de 2018, la compañía planea la emisión de los Obligaciones Negociables Clase 2, Clase 3 y Clase 4, con el objetivo cancelar pasivos, financiar capital de trabajo, comprar bienes de uso y construir las instalaciones del nuevo depósito.

Para los próximos ejercicios, no se espera un incremento de los niveles de endeudamiento. Fix estima una cobertura de intereses superior a 1.5x y una relación deuda con EBITDA con un máximo de 2.5x.

Liquidez

Ángel Estrada presenta una posición de liquidez adecuada, con una posición de caja y equivalentes que sólo cubre el 17% de la deuda de corto plazo. No obstante esta situación se encuentra mitigada con los créditos comerciales corrientes. Teniendo en cuenta caja y equivalentes, créditos y deudas comerciales corrientes, en promedio, la compañía cubre la totalidad de la deuda financiera de corto plazo.

Luego de la emisión, la posición de liquidez se estima que seguirá siendo adecuada. Estimamos que la compañía utilizará la posición de caja para financiar capital de trabajo y parte de sus pasivos.

Fondeo y flexibilidad financiera

AESA ha demostrado hasta el momento un acceso apropiado a préstamos de entidades bancarias, incluyendo préstamos sindicados y al mercado de capitales desde hace aproximadamente 15 años.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de Julio de 2012, Ángel Estrada y Compañía ha adoptado las normas internacionales de información financiera, en línea con la Resolución General N° 562/09 y 576/10.

Ángel Estrada y Compañía S.A.

(miles de ARS\$, año fiscal finalizado en junio)

Cifras consolidadas

Normas Contables N I I F
Período dic-17 2017 2016 2015 2014

| Rentabilidad | | | | | |
|---|--------|--------|---------|--------|--------|
| EBITDA Operativo | 85.368 | 85.475 | 108.278 | 60.090 | 44.491 |
| EBITDAR Operativo | 92.667 | 98.569 | 112.174 | 63.347 | 44.491 |
| Margen de EBITDA | 20,4 | 10,7 | 18,1 | 12,6 | 12,3 |
| Margen de EBITDAR | 22,2 | 12,3 | 18,8 | 13,3 | 12,3 |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 53,1 | 28,5 | 47,0 | 3,9 | 26,0 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre | (41,7) | (9,4) | 12,8 | (22,7) | 4,1 |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio | 23,3 | 26,0 | 27,4 | 15,9 | 12,0 |

| Coberturas | | | | | |
|---|-------|-----|------|--------|-----|
| FGO / Intereses Financieros Brutos | 4,4 | 2,7 | 3,0 | 0,3 | 2,0 |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos | 18 | 1,1 | 15 | 1,3 | 2,0 |
| EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres) | 1,7 | 1,1 | 1,5 | 1,3 | 2,0 |
| EBITDA / Servicio de Deuda | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,8 |
| EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda | 0,4 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | 0,8 |
| FGO / Cargos Fijos | 4,0 | 2,5 | 2,9 | 0,3 | 2,0 |
| FFL / Servicio de Deuda | (0,6) | 0,0 | 0,5 | (0,2) | 0,6 |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | (0,4) | 0,7 | 1,1 | 0,3 | 1,4 |
| FCO / Inversiones de Capital | (2,3) | 0,7 | 15,6 | (13,8) | 3,7 |

| Estructura de Capital y Endeudamiento | | | | | |
|--|------|------|------|------|-------|
| Deuda Total Ajustada / FGO | 0,8 | 1,7 | 1,2 | 16,5 | 0,9 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 2,1 | 4,6 | 2,3 | 4,1 | 0,9 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 1,7 | 1,4 | 0,3 | 1,7 | (0,1) |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo | 19 | 4,1 | 2,3 | 3,9 | 0,9 |
| Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo | 16 | 1,3 | 0,4 | 1,7 | (0,1) |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | 25,6 | 24,9 | 29,0 | 31,8 | 56,5 |
| Deuda Garantizada / Deuda Total | — | — | — | — | — |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total | 1,0 | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 0,9 |

| Balance | | | | | |
|-------------------------------|-----------|-----------|---------|---------|---------|
| Total Activos | 1.164.413 | 1.077.209 | 585.459 | 446.385 | 234.255 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 60.331 | 271.690 | 215.057 | 119.193 | 42.624 |
| Deuda Corto Plazo | 352.667 | 342.033 | 251.876 | 239.283 | 35.437 |
| Deuda Largo Plazo | 4.364 | 48.161 | 465 | 4.268 | 3.251 |
| Deuda Total | 357.031 | 390.194 | 252.341 | 243.551 | 38.688 |
| Total Patrimonio | 464.932 | 407.006 | 200.222 | 137.157 | 125.141 |
| Total Capital Ajustado | 821.962 | 806.742 | 462.608 | 384.708 | 163.829 |

| Flujo de Caja | | | | | |
|--|-----------|-----------|----------|-----------|---------|
| Flujo generado por las Operaciones (FGO) | 163.022 | 136.842 | 141.725 | (33.106) | 20.811 |
| Variación del Capital de Trabajo | (272.569) | (108.992) | (54.701) | (61.462) | 2.555 |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | (109.547) | 27.850 | 87.024 | (94.567) | 23.366 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | — | — | — | — | — |
| Inversiones de Capital | (47.485) | (39.064) | (5.580) | (6.835) | (6.288) |
| Dividendos | (17.330) | (63.911) | (5.326) | (6.391) | (2.130) |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | (174.361) | (75.125) | 76.118 | (107.793) | 14.948 |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | — | — | — | — | — |
| Otras Inversiones, Neto | 178.281 | (41.308) | (1) | — | — |
| Variación Neta de Deuda | (38.342) | 131.307 | 13.16 | 202.514 | (1568) |
| Variación Neta del Capital | — | — | — | — | — |
| Otros (Inversión y Financiación) | — | — | — | — | — |
| Variación de Caja | (34.422) | 14.874 | 77.433 | 94.720 | 13.380 |

| Estado de Resultados | | | | | |
|------------------------------|---------|----------|---------|---------|---------|
| Ventas Netas | 413.253 | 800.377 | 596.852 | 475.787 | 361.839 |
| Variación de Ventas (%) | 20,8 | 34,1 | 25,4 | 31,5 | 26,6 |
| EBIT Operativo | 73.934 | 75.554 | 104.278 | 56.960 | 41.246 |
| Intereses Financieros Brutos | 47.865 | 80.087 | 71.956 | 44.814 | 21.852 |
| Alquileres | 7.299,3 | 13.094,0 | 3.895,9 | 3.256,9 | — |
| Resultado Neto | 50.832 | 78.831 | 46.232 | 20.841 | 13.706 |

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
- NIIF: Normas internacionales de información financiera.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Las obligaciones negociables de largo plazo se emitirán en el marco del *Programa de Obligaciones Negociables Simples (no Convertibles en Acciones)* por un valor nominal de hasta USD 50 millones (o su equivalente en otras monedas), aprobado por la CNV mediante *Resolución N° 18.168* de fecha 4 de agosto de 2016.

Obligaciones Negociables Clase 2, 3 y 4

| | |
|----------------------------------|---|
| Monto Autorizado: | ON Clase 2 por hasta \$110 MM (*). ON Clase 3 por hasta U\$S1,5MM (*). ON Clase 4 por hasta \$60MM (*). (* Ampliables en conjunto o en forma individual hasta \$ 200 millones (o su equivalente en otras monedas). |
| Monto Emisión: | A emitir. |
| Moneda de Emisión: | Pesos y U\$S. |
| Fecha de Emisión: | N/A |
| Fecha de Vencimiento: | Clase 2 y 3: 24 meses desde la fecha de emisión y liquidación. Clase 4: 60 meses desde la fecha de emisión y liquidación. |
| Intereses: | Las <i>Obligaciones Negociables Clase 2 y 4</i> devengarán intereses a una tasa variable anual equivalente a la <i>Tasa BADLAR Privada</i> más un margen a ser licitado. Por otro lado, el capital no amortizado de las <i>Obligaciones Negociables Clase 3</i> devengará intereses a una tasa fija que también será licitada. |
| Cronograma de Pago de Intereses: | Los intereses serán pagados trimestralmente en forma vencida. Las <i>Obligaciones Negociables Clase 2</i> pagarán tasa fija para un período a determinar. |
| Destino de los fondos: | Las Obligaciones Negociables Clase 2 y 3 serán utilizados para la refinanciación de pasivos, financiación de capital de trabajo y compra de bienes de uso. En cuanto a los fondos netos obtenidos de la colocación de las Obligaciones Negociables Clase 4, se prevé utilizar los mismos para capital de trabajo e inversión y/o la construcción de las instalaciones para el nuevo depósito. |
| Garantías: | N/A |
| Opción de Rescate: | La Emisora podrá rescatar las Obligaciones Negociables por razones impositivas. |
| Condiciones de Hacer y no Hacer: | N/A |
| Otros: | N/A |

Anexo IV. Dictamen de Calificación

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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de *Fitch Ratings*), en adelante FIX, realizado el **09 de marzo de 2018**, confirmó (*) en **Categoría BBB(arg)** la calificación de las *Obligaciones Negociables de Clase 2* por hasta \$100 millones y *Clase 3* por hasta U\$S1,5 millones (ampliables en conjunto o en forma individual por hasta \$200 millones) a emitir bajo el *Programa de Obligaciones Negociables Simples (no Convertibles en Acciones)* por un valor nominal de hasta USD 50 millones (o su equivalente en otras monedas).

Asimismo, en la misma fecha el citado consejo asignó en la **Categoría BBB(arg)** la calificación de las *Obligaciones Negociables Clase 4* a emitir por hasta \$60 millones (ampliables en conjunto con las *Obligaciones Negociables Clase 2 y 3* o en forma individual por hasta \$200 millones) bajo el *Programa de Obligaciones Negociables Simple (no Convertibles en Acciones)* por un valor nominal de hasta USD 50 millones (o su equivalente en otras monedas).

Las calificaciones de largo plazo cuentan con perspectiva **Estable**.

Categoría BBB(arg): "BBB" en escala 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 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.

La calificación asignada se desprende del análisis de Factores Cuantitativos y Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo 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. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

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

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en www.cnv.gob.ar):

- Estados financieros consolidados hasta el 31-12-2017 y desde el 30-06-2012 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *BECHER Y ASOCIADOS S.R.L.*).
- Prospecto del *Programa de Obligaciones Negociables Simples (no Convertibles en Acciones)* por un valor nominal de hasta USD 50 millones (o su equivalente en otras monedas) de fecha 10 de noviembre de 2017.

Adicionalmente en base a la siguiente información privada enviada por el emisor:

- Suplemento de precio borrador de las *Obligaciones Negociables Clase 2, 3 y 4* ampliables en forma conjunta o individual por hasta \$200 millones.

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 calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

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

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

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

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