

## Agrometal S.A.I.

### Informe Integral

#### Calificaciones

Emisor	BBB+(arg)
ON Clase I por \$ 100 MM	BBB+(arg)

#### Perspectiva

Estable

#### Resumen Financiero

##### Cifras consolidadas

	12 meses 31/12/17	12 meses 31/12/16
Total Activos (\$ miles)	590.256	361.868
Total Deuda Financiera (\$ miles)	223.426	67.984
Ingresos (\$ miles)	813.278	589.816
EBITDA (\$ miles)	127.116	104.034
EBITDA (%)	15,6	17,6
Deuda/ EBITDA	2,5	1,4
EBITDA/ intereses	3,0	3,4

#### 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

Mirley Jové  
 Analista  
 +54 11 5235-8119  
[mirley.jove@fixscr.com](mailto:mirley.jove@fixscr.com)

##### Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8121  
[pablo.artusso@fixscr.com](mailto:pablo.artusso@fixscr.com)

##### Responsable del sector

Cecilia Minguillon  
 Director Senior  
 +54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

### Factores relevantes de la calificación

**Sólida posición competitiva:** La industria de maquinaria agrícola presenta una demanda muy volátil y depende fundamentalmente de la decisión de inversión de medianos, pequeños productores y contratistas, quienes a su vez se encuentran condicionados por la rentabilidad del negocio agropecuario y el entorno macroeconómico. En el caso de las sembradoras el 99% son de producción nacional y Agrometal detenta una posición de liderazgo con una participación de mercado sostenida a lo largo de su historia del 20%.

**Marcada estacionalidad:** La mayor cantidad de unidades vendidas se concentran en el tercer trimestre exponiendo a la compañía a una menor flexibilidad operativa y a una concentración de necesidades de capital de trabajo. La estrategia financiera de Agrometal consiste en desestacionalizar dichas necesidades, haciendo uso de diversas fuentes de financiamiento para adelantar producción y desvincularla de la demanda.

**Expectativa de Flujo de Fondos libres negativo:** Agrometal ha demostrado históricamente una sólida generación de Flujo Generado por las Operaciones (FGO). Al último cierre anual (dic'17), el Flujo de Fondos Libres (FFL) fue negativo por las elevadas necesidades de capital de trabajo. Hacia adelante, FIX espera que la compañía continúe con una sólida generación interna de FGO a pesar de la debilitada demanda esperada para el próximo ejercicio 2018. Se espera que el FFL sea negativo para los próximos dos años por las necesidades de financiar capital de trabajo y principalmente por las inversiones que se realizarán para la ampliación de la planta por \$ 70 MM.

### Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada a la baja ante cambios en la demanda o en el ambiente competitivo que por el contexto macroeconómico o cuestiones regulatorias deriven sostenidamente en una menor generación de fondos, exponiendo a la compañía a un incrementado riesgo de liquidez y mayores niveles de endeudamiento. No vislumbramos una suba de calificación en el mediano plazo.

### Liquidez y estructura de capital

**Estructura de capital y liquidez adecuada:** Agrometal exhibe una estructura de capital adecuada. Los indicadores crediticios a diciembre'17 exhiben una relación deuda total ajustada a EBITDA de 2.5x y una cobertura de intereses de 3.0x. Del total de deuda financiera, el 68% corresponde a préstamos bancarios y el 32% corresponde a las Obligaciones Negociables Clase I. Hacia el cierre del ejercicio 2018, FIX estima que el ratio deuda / EBITDA se encontrará por encima de los niveles de los últimos dos años, consecuencia del debilitamiento cíclico en la generación de EBITDA. A diciembre'17, la caja y equivalentes cubren el 28% de las deudas corrientes. La operatoria habitual de la compañía se realiza con un nivel de caja bajo y ante un déficit de liquidez la compañía cuenta con distintas alternativas de financiamiento.

## Perfil del negocio

Agrometal S.A.I. (en adelante Agrometal) se especializa en la fabricación de maquinarias agrícolas de siembra de precisión, de granos finos o de chorrillos y de granos gruesos o de precisión. Las mismas se comercializan a través de una red de concesionarios que cubren toda el área agrícola del país y se exportan a naciones limítrofes, Uruguay y Bolivia.

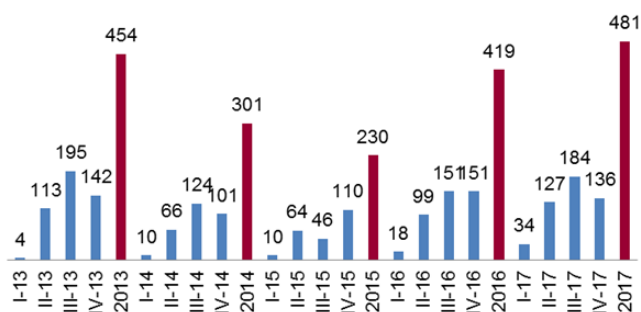
La compañía cuenta con una planta fabril ubicada en la pampa húmeda Argentina (Monte Maíz, Córdoba). La misma posee 25.730 m<sup>2</sup> de superficie cubierta en un terreno de 19,2 hectáreas. La capacidad instalada actual es de 60 sembradoras mensuales y su grado de utilización se encuentra en el 75%.

La compañía obtiene sus ingresos ordinarios de la producción y venta de máquinas e implementos agrícolas y sus repuestos. La mayor proporción (90%) corresponde a sembradoras. El 98% de los ingresos son ventas en el mercado local.

Las ventas se realizan a través de una red de 60 concesionarios, distribuidos en el total de la región agrícola productiva de nuestro país.

La estacionalidad del negocio se encuentra en el tercer trimestre del año donde se concentran la mayor cantidad de unidades vendidas. El total de unidades vendidas en el año 2017 fue de 481 unidades, evidenciando un incremento del 15% con respecto al año precedente. Para el ejercicio 2018, la expectativa de venta es de aproximadamente 400 unidades.

**Cantidad de sembradoras vendidas por trimestre**



Fuente: Información de la compañía

## Estrategia

La estrategia de la compañía para el ejercicio 2018 es completar la inversión en la planta productiva que les va a permitir aumentar la capacidad de producción, desarrollar nuevos modelos, avanzar en la internalización del proceso productivo y mejorar la calidad de las maquinarias. Se estima que esta inversión será de \$ 70 MM y esté finalizada a principios de 2019.

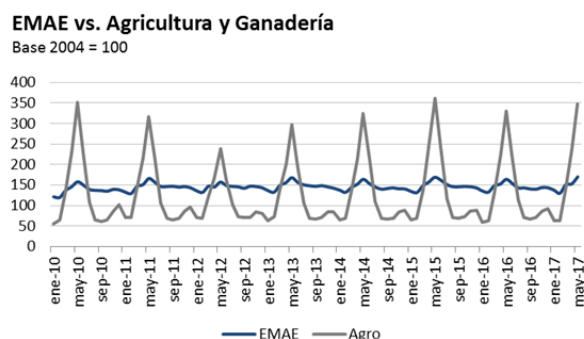
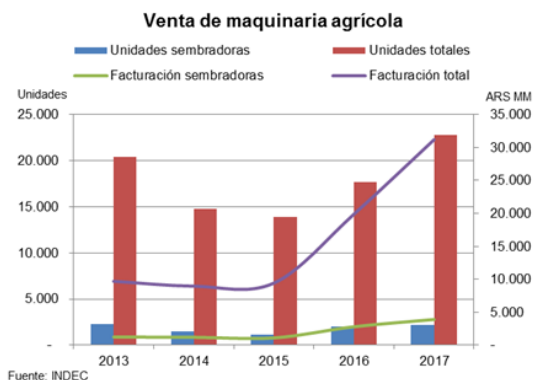
La estrategia financiera de la compañía consiste en desestacionalizar sus necesidades de capital de trabajo, haciendo uso de diversas fuentes de financiamiento para adelantar producción y separarla de la demanda, que es por naturaleza muy estacional en el tercer trimestre del año. La compañía continuará financiándose con préstamos bancarios y el Mercado de Capitales.

## Riesgo del sector

La industria de maquinaria agrícola es uno de los principales segmentos de la industria de bienes de capital. La demanda del sector es muy volátil y depende fundamentalmente de la decisión de inversión de medianos y pequeños productores y contratistas; quienes a su vez se encuentran condicionados por la rentabilidad del negocio agropecuario y el entorno macroeconómico.

En Argentina este sector se ve fuertemente influenciado por las retenciones a exportaciones, el tipo de cambio y los costos internos, factores climáticos que pueden afectar los rindes y los precios internacionales de los principales granos.

La venta de maquinaria agrícola alcanzó en el año 2017 una facturación de \$ 31.192 MM, un incremento de 56,8% respecto al año 2016. La cantidad de sembradoras vendidas en 2017 alcanzó 2217 unidades y registró un aumento un 9,3% con respecto a 2016.



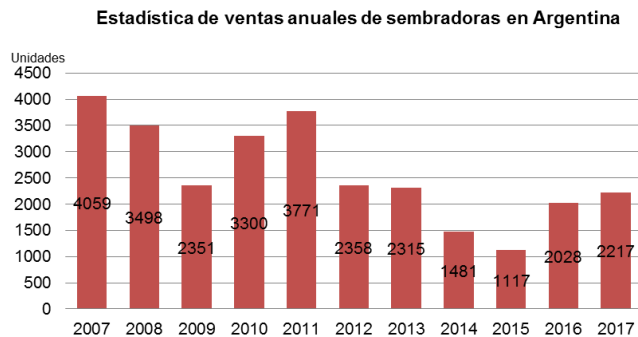
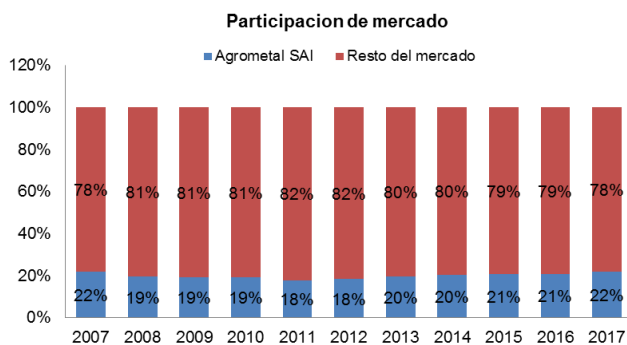
### Posición competitiva

El sector productor de Maquinaria Agrícola en Argentina está conformado principalmente por una amplia gama de pequeñas y medianas industrias fabricantes de un variado conjunto de equipos de uso en la actividad agropecuaria. A esta oferta de fabricación nacional se agrega otra serie de equipos importados, aunque en el caso de las sembradoras el 99% son de producción nacional, ya que por las características del producto deben ser correctamente adaptadas al tipo de suelo siendo estos muy diferentes por regiones geográficas.

En Argentina existen alrededor de 50 empresas productoras de sembradoras, casi todas pymes; aunque aproximadamente el 70% del mercado se encuentra concentrado en 7 empresas: Agrometal, Apache, Ascanelli, Cruccianelli, Erca, Giorgi y Fabimag. La competencia entre las diferentes empresas es en desarrollo. La participación de Agrometal dentro de este grupo es del orden del 21.7%.

La demanda de maquinarias depende principalmente del precio de la soja internacional, del rendimiento de la campaña agrícola y en gran parte de las expectativas de los productores sobre las próximas campañas.

La cantidad de unidades producidas a nivel nacional tiene tendencia a la baja; esto se debe a que la eficiencia de la maquinaria se encuentra en aumentar la cantidad de surcos y no en mejorar la velocidad; por ende a mayor tamaño de maquinarias se necesitan cada vez menos unidades.



## Administración y calidad de los accionistas

El capital social en circulación de la compañía está representado por 75.000.000 de acciones ordinarias escriturales de \$ 1.- por acción y de un voto cada una.

La controladora de Agrometal S.A.I es Amexil S.A., quien posee el 54,8% de participación en el capital la emisora. Es una sociedad domiciliada en Buenos Aires, Argentina y tiene como objeto social las inversiones financieras.

Agrometal S.A.I. ha vendido en junio de 2014 la participación accionaria que poseía en Fankhauser S.A. de Brasil. Por dicha operación la compañía posee un crédito a cobrar por el total de \$ 26 MM con fecha de vencimiento a más de cinco años.

## Factores de riesgo

- Demanda sujeta a rentabilidad de negocio agropecuario.
- Marcada estacionalidad en la demanda.
- Políticas gubernamentales.
- Necesidades de capital de trabajo.

## Perfil Financiero

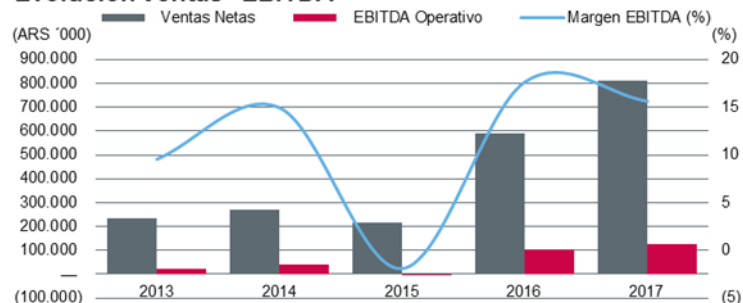
### Rentabilidad

Al cierre anual 2017 las ventas totalizaron \$ 813 MM y el EBITDA fue de \$ 127 MM. Con una inflación interanual para dicho periodo de 24.6%, según el IPC Congreso, el aumento real de las ventas fue del 11%.

Históricamente, las ventas y el margen EBITDA de Agrometal muestra una gran volatilidad asociada en principio a la industria de bienes de capital, donde las decisiones de los productores de realizar inversiones de capital se encuentran fuertemente condicionadas por la política económica relativa al sector agrícola y las expectativas de la campaña agrícola y pueden ser fácilmente suspendidas.

Para el ejercicio 2018, se espera una retracción de la demanda consecuencia de las condiciones climáticas que afectaron las decisiones de los productores de invertir en bienes de capital. Se estima que el total de unidades vendidas sea de aproximadamente 400 sembradoras. En consecuencia, Fix espera para el ejercicio 2018 que las ventas y la generación de EBITDA muestren un leve deterioro.

### Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

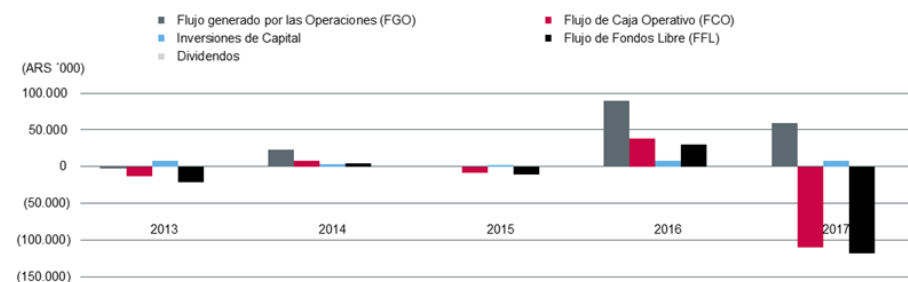
### Flujo de fondos

A excepción de 2015 la empresa ha demostrado una sólida generación interna de fondos, alcanzando a diciembre'17 (12 meses) un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) de \$ 54 MM. El Flujo de Fondos Libres (FFL) ha evidenciado un deterioro a la misma fecha consecuencia de mayores necesidades de capital de trabajo, el mismo fue negativo por \$ 117 MM. Los días de cuentas a pagar se redujeron notablemente dado que la compañía utilizó los fondos de la ON para

mejorar las condiciones de precios con sus proveedores. Por las condiciones climáticas hacia el cierre del ejercicio, las ventas en el último mes del año fueron menores a las esperadas y se produjo una acumulación de inventarios. Las inversiones de capital fueron de \$ 7 MM, en línea con valores históricos y la compañía no distribuyó dividendos.

Hacia adelante, se espera que la compañía continúe con una sólida generación interna de FGO a pesar de la debilitada demanda esperada para el próximo ejercicio 2018. Se espera que el FFL sea negativo para los próximos dos años consecuencia de las necesidades de financiar capital de trabajo y principalmente por las inversiones que se realizarán para la ampliación de la planta. Dicha inversión se espera que totalice aproximadamente \$ 70 MM, que permita fabricar maquinarias más grandes siguiendo las tendencias de la industria y que el total de unidades mensuales pase de 60 unidades a 72. La compañía realizará también inversiones de mantenimiento en torno a valores históricos. No se esperan distribuciones de dividendos en efectivo.

### Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

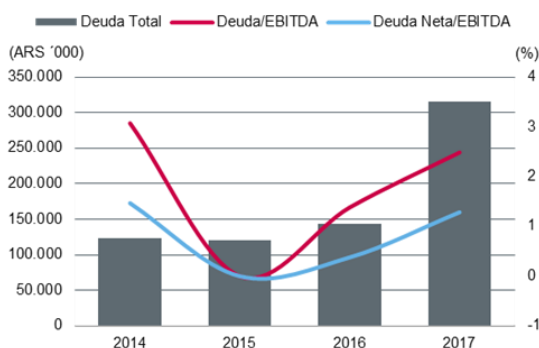
### Liquidez y estructura de capital

Al cierre del último ejercicio, diciembre '17 la compañía presentaba una deuda financiera total de \$ 223 MM, concentrada en un 94% en el corto plazo; también cuenta con deuda fuera de balance por el monto de \$ 92 MM, correspondiente a descuento de cheques. Alcanzando una deuda total ajustada de \$ 316 MM.

Del total de deuda financiera el 68 % corresponde a préstamos bancarios y el 32% corresponde a las Obligaciones Negociables Clase I emitidas por la compañía en mayo 2017.

Agrometal exhibe una estructura de capital adecuada. Los indicadores crediticios a dicha fecha muestran una relación deuda total ajustada a EBITDA de 2.5x y una cobertura de intereses de 3.0x. Hacia el cierre del ejercicio 2018, Fix estima que el ratio deuda / EBITDA se encontrará por encima de los niveles de los últimos dos años consecuencia del debilitamiento la generación de EBITDA. Se espera que la cobertura de intereses se encuentre cercana a 1.5x.

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Capitalización

	'000 ARS	% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	210.730	39,7
Deuda de Largo Plazo	12.696	2,4
Otros	92.737	17,5
Deuda Total Ajustada	316.163	59,5
Total Patrimonio	215.074	40,5
Total Capital Ajustado	531.237	100,0

Fuente: Información de la empresa

La posición de liquidez a diciembre'17 era adecuada. La operatoria habitual de la compañía se realiza con un nivel de caja bajo y ante un déficit de liquidez la compañía cuenta con distintas alternativas de financiamiento, principalmente con entidades bancarias.

La mayor cantidad de vencimientos se encuentra concentrada en un plazo menor a un año, el 50% corresponde a las Obligaciones Negociables Clase I y el resto a préstamos bancarios renovables cuyo principal destino es capital de trabajo.

#### Liquidez - Agrometal S.A.I.

(miles de AR\$; cifras consolidadas)	2017	2016	2015	2014	2013
EBITDA Operativo (LTM)	127.116	61.420	(4.084)	40.120	22.470
Caja e Inversiones Corrientes	59.977	28.914	2.837	257	5.348
Deuda Corto Plazo	210.730	56.368	67.493	31.746	45.438
Deuda Largo Plazo	12.696	7.740	5.036	27.435	23.379
Otras deudas	92.737	75.794	47.952	64.192	40.968

#### Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	0,6	1,1	-0,1	1,3	0,5
LTM EBITDA / Deuda CP + Otras deudas	0,4	0,5	-0,0	0,4	0,3
LTM EBITDA + Caja e Inv. Corrientes / Deuda CP	0,9	1,6	-0,0	1,3	0,6
LTM EBITDA + Caja e Inv. Corrientes / Deuda CP + Otras deuda	0,6	0,7	-0,0	0,4	0,3
Deuda Total / LTM EBITDA	2,5	2,3	-29,5	3,1	4,9

#### Fondeo y flexibilidad financiera

Agrometal cuenta con una buena flexibilidad financiera, posee amplio acceso al crédito bancario y desde el año pasado la posibilidad de financiarse a través del Mercado de Capitales.

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - Agrometal S.A.I.

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

Normas Contables	NIIF 2017	NIIF 2016	NIIF 2015	NIIF 2014	NIIF 2013
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	127.116	104.034	(4.084)	40.120	22.470
Margen de EBITDA	15,6	17,6	(1,9)	15,0	9,6
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	19,2	40,9	11,4	19,9	5,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	(14,5)	5,1	(5,0)	1,7	(9,2)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	36,1	40,8	(16,7)	(13)	27,4
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,4	4,0	1,0	1,9	0,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,0	3,4	neg	1,6	1,5
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	1,1	neg	0,7	0,4
FGO / Cargos Fijos	2,4	4,0	1,0	1,9	0,8
FFL / Servicio de Deuda	neg	0,7	0,1	0,5	neg
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	neg	1,0	0,2	0,5	neg
FCO / Inversiones de Capital	neg	4,9	neg	2,6	neg
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,1	12	4,8	2,6	8,6
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	1,4	neg	3,1	4,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,3	0,4	neg	1,5	2,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	18,7	22,9	20,1	21,4	15,4
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	94,3	90,3	93,1	53,6	66,0
<b>Balance</b>					
Total Activos	590.256	361.868	234.420	238.936	244.883
Caja e Inversiones Corrientes	59.977	28.491	2.837	257	5.348
Deuda Corto Plazo	210.730	61.408	67.493	31.746	45.438
Deuda Largo Plazo	12.696	6.575	5.036	27.435	23.379
Deuda Total	223.426	67.984	72.530	59.180	68.817
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	223.426	67.984	72.530	59.180	68.817
Deuda Fuera de Balance	92.737	75.856	47.952	64.192	40.968
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	316.163	143.839	120.482	123.373	109.785
Total Patrimonio	216.074	149.387	98.835	117.179	122.153
Total Capital Ajustado	531.237	293.227	219.317	240.552	231.938
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	59.004	89.498	394	22.967	(2.306)
Variación del Capital de Trabajo	(169.401)	(51612)	(8.817)	(15.552)	(11.264)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(110.396)	37.886	(8.423)	7.415	(13.569)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(7.490)	(7.685)	(2.347)	(2.870)	(8.052)
Dividendos	—	—	—	—	—
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(117.887)	30.201	(10.770)	4.545	(21.622)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	—	—	—	—	—
Otras Inversiones, Neto	—	—	—	—	—
Variación Neta de Deuda	149.373	(4.546)	13.349	(9.636)	23.717
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	—	—	—	—	—
Variación de Caja	31.486	25.654	2.580	(5.091)	2.096
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	813.278	589.816	214.470	268.270	235.184
Variación de Ventas (%)	37,9	175,0	(20,1)	14,1	2,7
EBIT Operativo	122.177	100.809	(6.631)	38.067	20.046
Intereses Financieros Brutos	42.959	30.291	24.509	24.913	15.034
Resultado Neto	65.745,5	50.611,1	(18.284,9)	(1575,3)	29.828,3

## 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
- MM: Millones

## Anexo III. Características de los instrumentos

### Obligación Negociable Clase I

Monto Autorizado:	Por un valor nominal de hasta \$ 100 MM
Monto Emisión:	\$ 100,000,000
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	24 de mayo de 2017
Fecha de Vencimiento:	24 de noviembre de 2018
Amortización de Capital:	(i) la primera cuota, será equivalente al 30% del valor nominal de las Obligaciones Negociables Clase I y vencerá el 24 de noviembre de 2017; y la segunda cuota, será equivalente, al 70% del valor nominal de las Obligaciones Negociables Clase I y vencerá en la Fecha de Vencimiento
Intereses:	Tasa BADLAR privada + 4%
Cronograma de Pago de Intereses:	24/08/2018, 24/11/2017, 24/02/2018, 24/05/2018, 24/08/2018 y en la Fecha de Vencimiento
Destino de los fondos:	El Emisor tiene previsto aplicar los fondos netos recibidos principalmente al incremento del capital de trabajo, con el objetivo potenciar las actividades de fabricación a través del aprovechamiento de las posibilidades de producción durante todo el año, rompiendo así la influencia de la fuerte estacionalidad de las ventas sobre la producción, y/o a la refinanciación de pasivos
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate opciones y Rescate por cuestiones impositivas
Condiciones de Hacer y no Hacer:	No permitir que ni la Emisora ni sus vinculadas incurran en Deuda Financiera adicional si: el ratio de Pasivo /Patrimonio Neto es mayor a 2,8x, o la Deuda Financiera /Patrimonio Neto es mayor a 1,5x.
Otros:	NA



## 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 **27 de abril de 2018**, confirmó\* en la **Categoría BBB+(arg)** la calificación de Emisor de Agrometal S.A.I. y del siguiente instrumento emitido por la compañía:

- ON Clase I por hasta \$ 100 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 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 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 siguiente información:

- Balance al 31/12/17 (12 meses), disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)
- Auditor externo a la fecha del último balance: Gustavo G. Moralejo.
- Suplemento de prospecto de fecha 11 de mayo de 2017 disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)
- Información de gestión provista por la compañía

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

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.