

Ángel Estrada y Compañía S.A. (AES A)

Informe integral

Calificaciones

VCP VII por hasta \$250 MM(*)	A2(arg)
VCP VIII por hasta \$250 MM(*)	A2(arg)

* Ampliable en conjunto por hasta \$360 MM.

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 aproximadamente el 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. A marzo 2018, las ventas de la compañía fueron de \$825 MM y el EBITDA fue de \$173 MM, lo que generó márgenes del 21%, que comparan positivamente con los observados en marzo 2017 del 17,3% producto de una política eficiente en costos. No obstante, FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings) –en adelante FIX- espera que al cierre de los próximos dos ejercicios los márgenes se ubiquen en torno al 13% por una combinación de demanda deprimida, elevadas tasas de interés y la dificultad de trasladar el incremento de los costos a los precios.

Exposición a precios de materias primas y concentración de proveedores: A diferencia de otros competidores de la industria, Ángel Estrada no posee un esquema de integración vertical, por lo que se encuentra expuesta a las variaciones en los precios de su materia prima principal, el papel. Asimismo, la compañía se encuentra expuesta a una elevada concentración de proveedores ya que, en promedio, Celulosa le provee alrededor del 90% de la materia prima.

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 marzo 2018, la deuda ascendía a \$341 MM, de los cuales \$338 MM correspondían a deuda de corto plazo. En abril 2018, la compañía emitió obligaciones negociables de largo plazo por \$100,5 MM la ON Clase 2, U\$S1,7 MM la ON Clase 3 y por \$50 MM la ON Clase 4 para refinanciar deuda de corto plazo, capital de trabajo e inversiones en el centro de logística Carlos Spegazzini. La compañía planea la emisión de dos VCP ampliables en forma conjunta por hasta \$360 MM, para financiar capital de trabajo, y para el giro habitual del negocio. FIX estima que la mayor parte de dicha deuda será incremental no obstante, esto se encuentra contemplado en la calificación con niveles de endeudamiento en torno a 2.5x-3.0x EBITDA y coberturas de intereses por debajo de 2.0x.

Liquidez adecuada: FIX considera que AES A presenta una liquidez adecuada aunque estacional, con una posición de caja y equivalentes de \$132 MM a marzo 2018 que cubría la totalidad de la deuda a corto plazo post emisión.

Resumen Financiero

(\$ miles)	31/03/2018	30/06/2017
	9 Meses	12 Meses
Total Activos	1.163.634	1.077.209
Deuda Total	341.769	390.194
Ventas Netas	825.396	835.425
EBITDA Operativo	173.078	85.475
Margen EBITDA (%)	21,0	10,2
Deuda/EBITDA	1,5	4,6
Deuda Neta/EBITDA	0,9	1,4
EBITDA/Intereses	2,4	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.

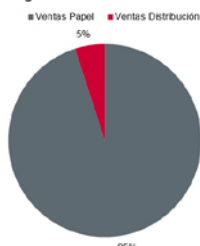
Analistas

Analista Principal
 Natalia Burcez
 Analista
 +54 11 5235-8133
natalia.burcez@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

Ventas por segmento



Fuente: FIX Scr, en base a información de gestión.

Perfil del negocio

AESA 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.

Asimismo, actualmente brinda el servicio de logística a 3 clientes desde el centro de distribución en Esteban Echeverría, que a mayo 2018 representaba entre el 4% y 5% de la facturación de AESA. FIX espera que este segmento incremente su participación paulatinamente en los próximos años a medida que la compañía logre captar nuevos clientes.

Operaciones

Papelería escolar y comercial (95% de ventas)

AESA tiene una trayectoria cercana a los 150 años en los segmentos de papelería escolar y comercial bajo un portafolio diverso de marcas como Rivadavia, Laprida, Arte y América, entre otras. La compañía destina la gran mayoría de su producción al mercado interno y por lo tanto se encuentra expuesta a la evolución de la demanda total.

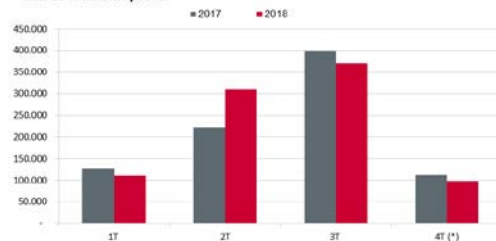
Debido a la estacionalidad de las ventas, con una concentración del 50% entre diciembre y marzo, la compañía presenta picos de producción hacia la segunda mitad del año.

Toneladas vendidas



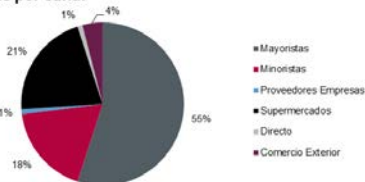
(*) En 2018 toneladas acumuladas a mayo.
 Fuente: FIX Scr, información de gestión

Total de ventas en pesos



(*) En 2018 ventas acumuladas a mayo.
 Fuente: FIX Scr, información de gestión

Ventas por canal



Fuente: Información enviada por la compañía

AESA distribuye sus productos principalmente entre mayoristas y cadenas de supermercados, sin una concentración significativa de clientes ya que los primeros 10 clientes representan alrededor de un 35% de las ventas sobre un total de más de 500. Dentro del segmento de exportación, los principales destinos son EE.UU., Uruguay y México.

Los principales proveedores de la compañía son Celulosa Argentina (papel), calificada por FIX en BBB+(arg) Perspectiva Negativa. Papelera Tucumán (papel), Gráfica Offset (impresión y gráfica), Cifiva (cartón) y Smurfit (cajas de cartón).

La relación con el proveedor principal, Celulosa, es de largo plazo, lo que facilita la negociación de las condiciones de pago, obteniendo descuentos por cantidad y pago anticipado.

Unidad de Negocio de Distribución (4% de ventas)

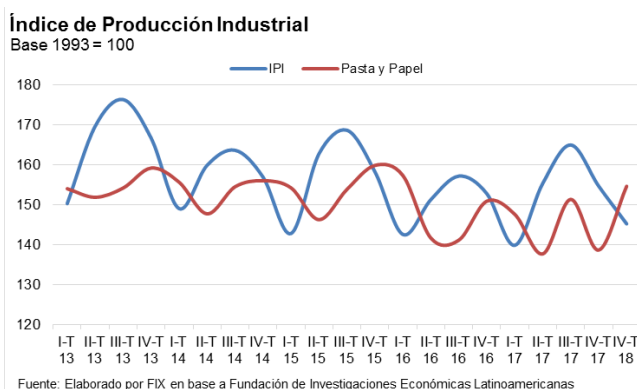
El 4% de las ventas totales corresponden a la distribución a terceros que realiza la compañía desde el depósito alquilado en Esteban Echeverría de 12.000 m² a 3 clientes: Muresco, Pelikan y Riverside, además de ser utilizado para toda la mercadería de la compañía.

AESA ya ha finalizado la reconstrucción del depósito en Carlos Spegazzini, luego del incendio ocurrido en octubre 2015. Actualmente se encuentra realizando las obras de equipamiento e infraestructura para lo cual emitió la ON Clase 4 por \$50 MM, de los cuales ya utilizó \$10 MM, tiene comprometidos otros \$10 MM y el resto planea utilizarlos cuando ingresen nuevos clientes. Ambos centros de distribución estarán operativos simultáneamente, por lo tanto, el

nuevo, se destinará a la captación de nuevos clientes. Hacia adelante FIX espera que este segmento continúe creciendo y en próximos año represente más del 10% de las ventas totales.

Riesgo del sector

El consumo masivo se caracteriza por ser inherentemente discrecional, por lo que el entorno macroeconómico y por ende el ingreso disponible de los consumidores son variables relevantes que determinan los niveles de actividad del sector. Debido a esto las expectativas de demanda deprimida tienden a que el consumo se retraiga. No obstante, el sector de conversión de papel, no se encuentra directamente afectado por estas dinámicas ya que su demanda se encuentra asociada a la matrícula escolar y crecimiento de la población.



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 (aranceles sobre el precio), lo que dificulta el acceso de los conversores de papel a materias primas extranjeras a menores costos.

Posición competitiva

La participación de mercado de AESA se encuentra entre el 38% y el 40%, detrás del líder Ledesma que tiene entre el 40% y el 42%. El resto del mercado es ocupado por múltiples compañías con baja participación. El reconocimiento 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

AESA es una compañía familiar, cuyo accionista principal es Zsolt T.J. Agardy que posee el 95,05% del paquete accionario. La compañía presenta sus Estados Contables en Normas NIIF y su auditor es Becher y Asociados S.R.L.

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.

Concentración de Proveedores de pasta de papel: El sector y, en particular AESA, se encuentran expuestos a una elevada concentración de proveedores ya que, en promedio, Celulosa le provee alrededor del 90% de la materia prima.

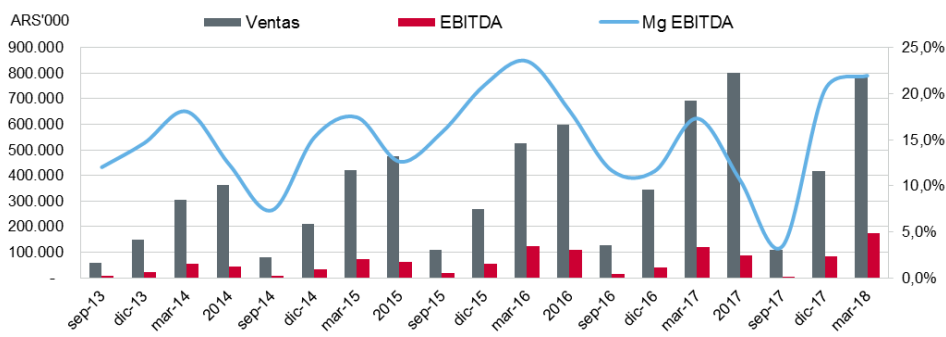
Perfil financiero

Rentabilidad

AESA 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 relativamente estable ya que se encuentra influenciada por el crecimiento poblacional y la matrícula escolar. A mayo 2018, las ventas en toneladas acumuladas, incluyendo las resmas que se venden en consignación, decrecieron un 2% en relación a las del mismo período del año anterior, mientras que las ventas facturadas tuvieron un incremento del 16%.

A marzo 2018, las ventas de la compañía fueron de \$788 MM y el EBITDA fue de \$173 MM, lo que generó márgenes del 21%, que comparan positivamente con los observados en marzo 2017 del 17,3% producto de una política eficiente en costos. No obstante, FIX espera que al cierre de los próximos dos ejercicios los márgenes se ubiquen en torno al 13% por una combinación de demanda deprimida, elevadas tasas de interés y la dificultad de trasladar el incremento de los costos a los precios.

Evolución Trimestral Ventas-EBITDA

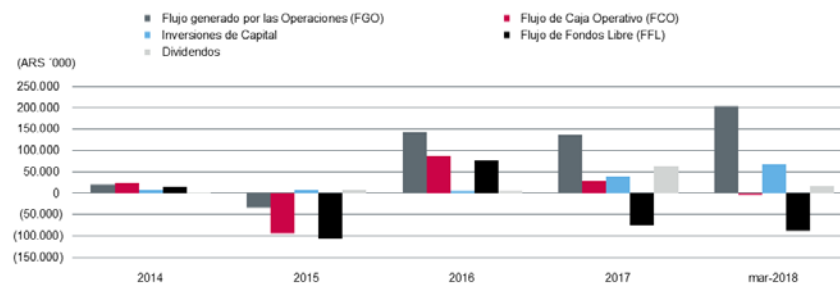


Fuente: FIX Scr

Flujo de Fondos

AESA 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. Por esto mismo, el flujo de caja operativo suele ser negativo en los primeros dos trimestres del ejercicio fiscal. De la misma forma, el endeudamiento presenta estacionalidad con un incremento en el segundo trimestre debido a que en dicho período se concentra gran parte de las actividades de producción.

Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

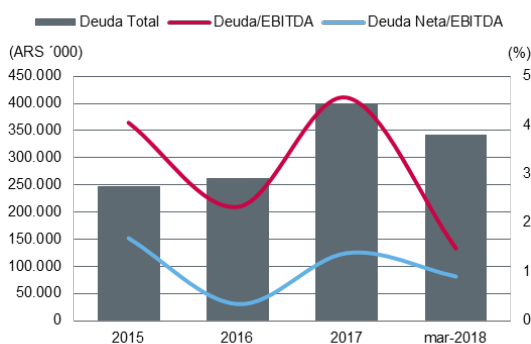
En los 9 meses transcurridos del ejercicio 2018 la compañía distribuyó \$17 MM en conceptos de dividendos. No obstante, AESA no cuenta con una política formal de distribución de dividendos.

Estructura de capital

La compañía presenta métricas crediticias estacionales. A marzo 2018, la cobertura de intereses con EBITDA fue de 2.4x y la relación de deuda con EBITDA fue de 1.5x que compara positivamente con 2,0x y 2.1x respectivamente a marzo 2017. Hacia adelante, FIX espera que la compañía mantenga ajustadas coberturas de intereses levemente superiores a 1.0x EBITDA.

Si bien a marzo 2018 AESA concentraba casi en su totalidad la deuda en el corto plazo, en abril emitió tres obligaciones negociables por un monto total de \$150 MM y USD1,7 MM con vencimientos en abril 2020 y abril 2023, lo que mejoró su perfil de vencimientos. Con el monto de dichas emisiones, la compañía canceló el 50% restante del VCP V por \$125 MM, invirtió \$20 MM en el desarrollo del depósito, mientras que el resto se destina a financiar capital de trabajo.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización marzo 2018

'000 ARS	% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	39,8
Deuda de Largo Plazo	0,4
Otros	—
Deuda Total Ajustada	40,3
Total Patrimonio	59,7
Total Capital Ajustado	100,0

Fuente: Información de la empresa

La compañía planea la emisión de dos VCP ampliables en forma conjunta por hasta \$360 MM, para financiar capital de trabajo, y para el giro habitual del negocio. FIX estima que la mayor parte de dicha deuda será incremental no obstante, esto se encuentra contemplado en la calificación con niveles de endeudamiento en torno a 2.5x-3.0x EBITDA y coberturas de intereses por debajo de 2.0x.

Liquidez

FIX considera que AESA presenta una liquidez adecuada aunque estacional, con una posición de caja y equivalentes de \$132 MM a marzo 2018 que cubría la totalidad de la deuda a corto plazo post emisión

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX considera que AESA posee una moderada flexibilidad financiera con acceso a préstamos de entidades bancarias, incluyendo préstamos sindicados como 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 Nº 562/09 y 576/10.

Resumen Financiero - Ángel Estrada S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Junio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Periodo	20,14	16,60	14,92	9,09	8,13
Tipo de Cambio Promedio	18,19	15,45	12,01	8,61	6,80
Periodo	mar-18	2017	2016	2015	2014

Rentabilidad

EBITDA Operativo	173.078	85.475	108.278	60.090	44.491
EBITDAR Operativo	184.405	98.569	112.174	63.347	44.491
Margen de EBITDA	21,0	10,2	17,5	12,3	12,1
Margen de EBITDAR	22,3	11,8	18,1	13,0	12,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	33,9	28,9	48,1	3,9	26,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	(10,7)	(9,0)	12,3	(22,1)	4,1
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	22,2	26,0	27,4	15,9	12,0

Coberturas

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

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,9	1,7	1,2	16,3	0,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	4,6	2,3	4,1	0,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,9	1,4	0,3	1,7	(0,1)
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	1,5	4,6	2,3	4,1	0,9
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDA Operativo	0,9	1,4	0,3	1,7	(0,1)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	26,7	24,9	29,0	31,8	56,5
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	98,9	87,7	99,8	98,2	91,6

Balance

Total Activos	1.163.634	1.077.209	585.459	446.385	234.255
Caja e Inversiones Corrientes	132.251	271.690	215.057	141.913	42.624
Deuda Corto Plazo	338.048	342.033	251.876	239.283	35.437
Deuda Largo Plazo	3.721	48.161	465	4.268	3.251
Deuda Total	341.769	390.194	252.341	243.551	38.688
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	341.769	390.194	252.341	243.551	38.688
Deuda Fuera de Balance	79.293	101.200	37.316	26.799	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	341.769	390.194	252.341	243.551	38.688
Total Patrimonio	507.318	407.006	200.222	137.157	125.141
Total Capital Ajustado	849.087	797.200	452.563	380.707	163.829

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	203.558	136.842	141.725	(33.106)	20.811
Variación del Capital de Trabajo	(207.529)	(108.992)	(54.701)	(61.462)	2.555
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(3.971)	27.850	87.024	(94.567)	23.366
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(66.824)	(39.064)	(5.580)	(6.835)	(6.288)
Dividendos	(17.330)	(63.911)	(5.326)	(6.391)	(2.130)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(88.124)	(75.125)	76.118	(107.793)	14.948
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	88.893	(41.308)	(1)	0	0
Variación Neta de Deuda	(52.988)	131.307	1.316	202.514	(1.568)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(52.219)	14.874	77.433	94.720	13.380

Estado de Resultados

Ventas Netas	825.396	835.425	618.332	488.253	367.406
Variación de Ventas (%)	15,1	35,1	26,6	32,9	26,7
EBIT Operativo	155.506	75.554	104.278	56.960	41.246
Intereses Financieros Brutos	73.347	80.087	71.956	44.814	21.852
Alquileres	11.328	13.094	3.896	3.257	0
Resultado Neto	76.103	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

Valores de Corto Plazo VII

Monto Autorizado:	Por hasta \$250 MM ampliable en conjunto con el VCP VIII por hasta \$360 MM
Monto Emisión:	A emitir
Moneda de Emisión:	Pesos
Fecha de Emisión:	A emitir
Fecha de Vencimiento:	360 días
Amortización de Capital:	50% a los 9 meses de emisión y el resto en la fecha de vencimiento.
Intereses:	BADLAR + Tasa de corte
Cronograma de Pago de Intereses:	Mensualmente
Destino de los fondos:	- Adquisición, mejoras y mantenimiento de bienes de uso. - Financiación de capital de trabajo. - Pago de impuestos nacionales y provinciales y otras obligaciones fiscales. - Pago de remuneraciones y cargas sociales.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	- Rescate por razones impositivas. - Rescate a opción del emisor. - Rescate a opción de los tenedores
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Valores de Corto Plazo VIII

Monto Autorizado:	Por hasta \$250 MM ampliable en conjunto con el VCP VII por hasta \$360 MM
Monto Emisión:	A emitir
Moneda de Emisión:	Pesos
Fecha de Emisión:	A emitir
Fecha de Vencimiento:	360 días
Amortización de Capital:	50% a los 9 meses de emisión y el resto en la fecha de vencimiento.
Intereses:	Tasa fija a licitar
Cronograma de Pago de Intereses:	Mensualmente
Destino de los fondos:	<ul style="list-style-type: none"> - Adquisición, mejoras y mantenimiento de bienes de uso. - Financiación de capital de trabajo. - Pago de impuestos nacionales y provinciales y otras obligaciones fiscales. - Pago de remuneraciones y cargas sociales.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	<ul style="list-style-type: none"> - Rescate por razones impositivas. - Rescate a opción del emisor. - Rescate a opción de los tenedores
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 **19 de julio de 2018**, asignó en la **Categoría A2(arg)** la calificación de los siguientes Valores de Corto Plazo a emitir por la compañía:

- VCP VII por hasta \$250 MM (*)
- VCP VIII por hasta \$250 MM (*)

(*) **Ampliable** en conjunto por hasta \$360 MM.

Categoría A2(arg): Indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

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 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. 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*.

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 31-03-2018 y desde el 30-06-2012 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *BECHER Y ASOCIADOS S.R.L.*).

Información privada enviada por la compañía:

- Prospecto borrador de emisión VCP VII y VIII

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 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 disseminación 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.