

# Empresas

## Metodología de Calificación

Índice	Página
Introducción	1
Tipos de Calificación	1
Aplicación de los Procedimientos de Calificación de Empresas	1
Fuentes de Información y Limitaciones	2
<b>I. Calificación del Emisor</b>	3
1. Factores Cualitativos	3
1.1. Riesgo del Sector	3
1.2. Posición Competitiva	3
1.3. Administración y Calidad de los Accionistas	4
2. Factores Cuantitativos	4
2.1. Rentabilidad	4
2.2. Flujo de Fondos	5
2.3. Endeudamiento y Estructura de Capital	5
2.3.a. Indicadores de deuda	5
2.3.b. Indicadores de cobertura	5
2.4. Fondeo y Flexibilidad Financiera	5
3. Evaluación	6
<b>II. Calificación del Instrumento</b>	7
1. Instrumentos Garantizados	7
2. Instrumentos No Garantizados	7
3. Instrumentos Subordinados y Convertibles	7
<b>III. Metodología de Calificación de Acciones</b>	8
2. Capacidad de Generación de Fondos	8
3. Liquidez	8
<b>IV. Metodología de Calificación de Proyectos</b>	10
<b>V. Anexos</b>	11
Anexo I: Categorías de Calificación Nacional	11
Anexo II: Informe de Calificación y anexos	15
Anexo III: Listado Básico de Información Empresas	16
Anexo IV: Listado Básico de Información Proyectos	17

## Introducción

El presente manual de procedimientos detalla la metodología utilizada por FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (antes denominada Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A., cuyo cambio de denominación se encuentra en trámite de inscripción ante la Inspección General de Justicia) (en adelante FIX o la calificadora) para la asignación de calificaciones crediticias a entidades no financieras. El mismo comprende deuda, acciones y proyectos de inversión, así como calificaciones de largo y corto plazo. Es probable que no todos los factores de calificación incluidos en este informe apliquen a cada calificación o acción de calificación. Cada comentario de acción de calificación o informe de calificación específico abordará aquellos factores más relevantes para la acción de calificación particular.

El proceso de calificación de riesgo de empresas, de acuerdo a la presente Metodología, consta de dos Capítulos Generales: "Calificación del Emisor" y "Calificación del Instrumento". La Calificación del Emisor determina la capacidad de la entidad de hacer frente a sus obligaciones teniendo en cuenta sus antecedentes, situación actual y perspectivas futuras. Una vez obtenida la Calificación del Emisor se otorga, si corresponde, la Calificación del Instrumento de acuerdo a las condiciones específicas del mismo. Esta Metodología también contempla la asignación de Calificaciones de Corto Plazo y Calificaciones de Largo Plazo, según corresponda, tanto al Emisor como al Instrumento.

Como resultado del análisis realizado se determina el puntaje correspondiente a los principales capítulos de análisis, con el fin de obtener mediante su promedio ponderado la Calificación del Emisor. La Calificación del Instrumento luego es determinada en función de la Calificación del Emisor y las Condiciones de la Emisión.

## Tipos de Calificación

	Calificación del Emisor (o calificación genérica)	Calificación del Instrumento (o de la Emisión)
<b>Calificación de Largo Plazo</b>	Corresponde a la calificación de la capacidad de pago de los compromisos asumidos por el emisor a más de un año de plazo.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Títulos de deuda públicos o privados, con o sin oferta pública.</li> <li>- Deuda Preferida</li> <li>- Deuda Convertible</li> <li>- Deuda Garantizada</li> </ul>
<b>Calificación de Corto Plazo</b>	Corresponde a la calificación de la capacidad de pago de los compromisos asumidos por el emisor de plazo inferior al año.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Deuda con Condiciones Especiales de Emisión</li> <li>- Deuda Subordinada</li> <li>- Préstamos Bancarios</li> </ul>

## Aplicación de los Procedimientos de Calificación de Empresas

Los procedimientos descriptos en la presente metodología se aplican para la calificación de instrumentos con oferta pública (en trámite o autorizada), y para emisores y emisiones fuera del ámbito de la oferta pública.

## Fuentes de Información y Limitaciones

Las calificaciones se basan principalmente en una revisión de la información pública además del criterio y las proyecciones de FIX. En muchos casos, FIX se reunirá con la gerencia y recibirá información que no es de dominio público. Cuando existe interacción con la gerencia, la información obtenida puede o no influenciar la calificación, basándose en el criterio de FIX con respecto a la relevancia de esta información. En algunos casos específicos, la visión del futuro que tiene FIX con respecto a la exposición, al riesgo o las expectativas de evolución, puede predominar en una conclusión de calificación, y estas opiniones prospectivas pueden ser altamente subjetivas.

Una limitación para la calificación de FIX incluye el riesgo de evento. Riesgo de evento es el riesgo de ocurrencia de un evento generalmente imprevisto que se excluye de las calificaciones existentes hasta que se haya hecho explícito y definido, como por ejemplo fraude u otras circunstancias imprevisibles. Los riesgos de evento pueden ser impulsados de manera externa o bien de manera interna a la entidad. Cuando se produce un evento, la revisión de la calificación efectuada por FIX incluirá la evaluación del impacto del evento en el perfil crediticio de la compañía y FIX podrá a su criterio revisar la calificación. Por lo general, esta revisión no incluirá una evaluación exhaustiva de todos los componentes de la presente metodología, sino de sólo los componentes afectados por el evento.

## I. Calificación del Emisor

El análisis de calificación a realizar por FIX comprende dos etapas: la primera de ellas se orienta al análisis cualitativo y la segunda al análisis cuantitativo. A continuación se hará una breve descripción de ambas etapas y se detallan algunos de los puntos sobre los cuales se basará el análisis.

### 1. FACTORES CUALITATIVOS

#### 1.1. Riesgo del Sector

El primer paso al analizar una compañía es determinar las características del sector económico en el cual participa. Generalmente el grado de riesgo del sector en el que participa la empresa determina el límite máximo al cual puede aspirar cualquier empresa dentro del sector. Por ejemplo, sectores altamente competitivos, de capital intensivo, cíclicos o volátiles son más riesgosos que industrias con ingresos estables, altas barreras de entrada y niveles de demanda predecibles.

Para ello se considerarán algunos de los siguientes aspectos:

- Participación del sector en el contexto nacional.
- Naturaleza de la industria: se analizará si es de capital intensivo, de servicios, de consumo etc.
- Madurez de la industria: en crecimiento, estable o decreciente.
- Perspectivas de crecimiento.
- Características propias de la industria: existencia de barreras de entrada y salida, regulaciones especiales, rapidez de incorporación de cambios tecnológicos en los procesos productivos.
- Competencia nacional e internacional: monopolio, oligopolio, fragmentación de la industria.
- Regulaciones.
- Factores cíclicos característicos de la demanda y oferta, volatilidad de precios.
- Estructura de costos e ingresos, susceptibilidad a las políticas gubernamentales.
- Proveedores de la industria: características de la oferta de materias primas e insumos respecto de su disponibilidad, volatilidad de la oferta, probabilidad que la industria se vea expuesta a prácticas monopólicas de proveedores.

#### 1.2. Posición Competitiva

Se busca determinar cómo se inserta la compañía dentro de su sector específico y su desempeño dentro del mismo. Según la relevancia para cada tipo de industria o compañía algunos de los factores a analizar podrían ser:

- Posición de la empresa dentro del sector, tamaño, participación de mercado
- Habilidad de la empresa para mantener adecuados niveles de rentabilidad ante el ingreso de nuevos competidores o en períodos de recesión

- Diversificación geográfica de las ventas y de producción (diversificación de ingresos en diferentes países)
- Diversificación de negocios: al analizar este aspecto se deberá tener en cuenta la participación de cada uno de los negocios dentro de la actividad de la compañía
- Integración de negocios
- Principales clientes: concentración de ingresos
- Poder de negociación con los proveedores
- Canales de distribución

En el informe de calificación se incluirán los aspectos más relevantes del análisis efectuado.

### 1.3. Administración y Calidad de los Accionistas

Se evalúa la estructura del paquete accionario, la calidad de los principales accionistas, y la posibilidad de soporte de los mismos en caso de requerimiento de fondos. Respecto de la administración, se considerará la estructura de los planos directivos, determinando la participación de los accionistas en la elaboración de políticas y en la administración directa de la compañía. A su vez se evaluará la estrategia de la Compañía, para lo cual se tendrá en cuenta la tolerancia al riesgo y las políticas de financiamiento. El objetivo es determinar si la administración tiene una política agresiva priorizando el crecimiento rápido a fin de maximizar las ganancias de la empresa en el corto plazo a costa del desempeño futuro o si tiene un estilo conservador el cual apunte a optimizar el flujo de fondos a lo largo del tiempo.

Si bien la evaluación de la administración depende principalmente de factores subjetivos, el desempeño financiero a lo largo del tiempo otorga una medición más objetiva. FIX evaluará la trayectoria y desempeño de la administración en términos de crear un mix de negocios sanos, manteniendo eficiencias operativas y una fuerte posición de mercado.

## 2. FACTORES CUANTITATIVOS

Los aspectos cuantitativos que se tienen en cuenta en el proceso de calificación se focalizan en las políticas de la compañía en relación a su estrategia operativa, adquisiciones y desinversiones, objetivos de endeudamiento, políticas de dividendos y metas financieras. Se analiza la habilidad de la compañía para generar flujo de fondos, el cual se verá reflejado en los ratios que miden rentabilidad y cobertura en base al flujo de fondos. Estos indicadores son evaluados a lo largo de los períodos analizados, determinando la fortaleza de la compañía en sus operaciones, su posición competitiva, y su capacidad financiera.

Los factores cuantitativos se analizan teniendo en cuenta la evolución de la Compañía a lo largo de los períodos analizados, la situación presente, las proyecciones de la misma y sus respectivas sensibilizaciones.

### 2.1. Rentabilidad

En este punto corresponde analizar la estructura de resultados de la empresa y los indicadores de rentabilidad. Se hace un seguimiento de la evolución de los resultados anuales durante el período bajo análisis y de los resultados trimestrales correspondientes al presente ejercicio anual. El análisis de la composición de los resultados se concentra sobre alguno de los siguientes puntos:

- Determinar la consistencia de los resultados y tendencias de los mismos. Capacidad de generación de utilidades.

- Ingresos por ventas: se analiza la composición de los ingresos por tipo de actividad y distribución geográfica. Consistencia de dichos ingresos y tendencia de los mismos.
- Estructura de costos: se determina la evolución de los mismos y la participación relativa de sus principales erogaciones respecto del total de costos. Asimismo se calcula la evolución de ciertos indicadores de eficiencia, entre ellos margen bruto sobre ventas, margen operativo sobre ventas y flujo de fondos sobre ventas.
- Resultados Financieros: Se discrimina los generados por pasivos y por activos para determinar la carga financiera.
- Ganancias extraordinarias y no recurrentes, se toman en forma separada a fin de distinguir la ganancia proveniente de la operatoria principal (“core bussiness”) de la empresa.

Los indicadores de rentabilidad más utilizados son los márgenes sobre utilidad operativa.

## 2.2. Flujo de Fondos

El análisis del flujo de fondos consiste en observar la volatilidad de los flujos de fondos a través del tiempo. Se podrían considerar los niveles históricos y proyectados de fondos requeridos para mantener la capacidad operativa del negocio, niveles de capital de trabajo y reemplazo de activos fijos.

Asimismo se analiza la relación entre el flujo de fondos y el flujo de fondos libre respecto de los niveles de deuda y los compromisos de pago, para determinar los años de repago de la deuda.

## 2.3. Endeudamiento y Estructura de Capital

Se analiza la estructura de endeudamiento histórica y proyectada, donde se considera la composición de la deuda, sus vencimientos, tasas pactadas y compromisos asumidos. Se evalúan alguno de los siguientes indicadores:

### 2.3.a. Indicadores de Deuda

- Deuda Financiera Total y Deuda Financiera Neta: entendiéndose por Deuda Financiera total a la deuda bruta, mientras que la Deuda Financiera Neta se representará como la deuda total menos caja y bancos e inversiones de corto plazo.
- Deuda financiera total y neta sobre flujo de fondos menos inversiones de capital (Capex) y dividendos.

Se tiene en cuenta también la composición del Patrimonio de la Compañía y la política de dividendos históricos y proyectados.

### 2.3.b. Indicadores de Cobertura

- Flujo de Fondos /Intereses: mide la capacidad del emisor de cumplir con sus pagos de intereses con la generación de fondos proveniente de la operatoria de la compañía.

## 2.4. Fondeo y Flexibilidad Financiera

En este punto se analizan las necesidades y planes de inversión y las alternativas de financiamiento de la empresa, al tiempo que se mide la habilidad y capacidad para llevar a cabo el plan establecido, sin afectar su grado de riesgo crediticio. Asimismo, se analiza la accesibilidad a líneas de crédito y colocación de bonos o capital en los mercados de capitales.

FIX realiza un análisis de la capacidad de repago proyectada del emisor sensibilizando distintas variables que puedan afectar a la misma. Ejemplos de las variables a sensibilizar pueden ser: tasa de interés, ingresos, estructura de costos etc.

### 3. EVALUACION

La calificación de Emisor se desprende de la evaluación de los factores previamente considerados:

Calificación del Emisor	Puntaje (1)	Ponderación Parcial (2)	Ponderación Total (3)	Puntaje (1)*(2)*(3)
<b>Factores Cualitativos</b>	Aplica Tabla 1		<b>50%</b>	
Riesgo del Sector		45%		
Posición Competitiva		35%		
Administración y calidad de los Accionistas		20%		
<b>FACTORES Cuantitativos</b>	Aplica Tabla 1		<b>50%</b>	
Rentabilidad		20%		
Flujo de Fondos		30%		
Endeudamiento y Estructura de Capital		30%		
Fondeo y Flexibilidad Financiera		20%		
<b>Calificación del Emisor</b>				Tabla 2 o Tabla 3
Largo Plazo o Corto Plazo según corresponda				

Luego de analizados los puntos descritos en el capítulo II. Calificación del Emisor, se procederá a asignar un puntaje a cada uno de ellos. El puntaje para cada punto en particular será de 1 a 10, siendo 1 la peor puntuación posible y 10 la mejor.

**Tabla 1**

Excelente	10 – 9.0
Muy bueno	8.9 – 8.0
Bueno	7.9 – 7.0
Adecuado	6.9 – 6.0
Vulnerable	5.9 – 5.0
Muy vulnerable	4.9 – 4.0
Altamente riesgoso	3.9 – 0

Para determinar la **Calificación de Largo Plazo del Emisor** se relacionan rangos de puntajes con las categorías según se presenta en la siguiente tabla.

**Tabla 2**

AAA	10 – 9.0
AA	8.9 – 7.5
A	7.4 – 6.5
BBB	6.4 – 5.5
BB	5.4 – 4
B	3.9 – 3.0
CCC	2.9 - 2.0
CC	1.9 – 1.0
C	0.9 – 0
D	Default

Para la determinación de la **Calificación de Corto Plazo** del Emisor se aplicarán los mismos criterios de análisis descritos bajo Calificación de Largo Plazo, pero se aplicará una tabla de puntajes diferente, la cual se expone a continuación.

**Tabla 3**

A1+	10 – 7
A1	8 – 6.5
A2	7 – 6
A3	6.4 – 5.5
B	5.4 – 3
C	2.9 – 0
D	Default

La tabla de puntajes que determina la calificación será utilizada por el Consejo de Calificación como guía. La calificación final no necesariamente deberá coincidir con la que indique la tabla de puntajes, debiendo el Consejo de Calificación fundamentar los motivos de la decisión final. Los signos “+” y “-”, los cuales indican una mayor o menor importancia dentro de la correspondiente categoría, pero no alteran la definición de la misma, serán determinados por el Consejo de Calificación.

## II. Calificación del Instrumento

La calificación del Instrumento o de la Emisión se obtiene a partir de la calificación asignada al Emisor. Adicionalmente se considerarán las condiciones de emisión, con el objetivo de determinar si el valor de recupero o repago del instrumento es similar, mayor o menor que la del emisor. El análisis de las condiciones de emisión incluye la evaluación de las garantías con las que cuenta el instrumento (en caso de ser aplicable). Según se trate de emisiones de largo o corto plazo, la calificación de Emisor utilizada será la de largo o corto plazo respectivamente.

El Instrumento sujeto de calificación se puede clasificar en tres categorías principales de acuerdo a las condiciones de emisión y garantías con que cuente, a saber: instrumentos que cuentan con garantías especiales (avales, hipotecas, etc), instrumentos que no cuentan con garantías especiales (la única garantía es el patrimonio del deudor) e instrumentos de deuda subordinados o convertibles (en caso de liquidación de la entidad el acreedor se sitúa luego de los acreedores quirografarios).

### 1. Instrumentos Garantizados

A partir de la calificación del Emisor, y en base a las mejoras crediticias que pueda suponer la garantía presentada, el consejo de calificación, con opinión debidamente fundamentada, establecerá en cuanto mejora la calificación en función de:

- a) garantías que otorgan al inversor una protección respecto a su pago que lo hacen prácticamente independiente de la solvencia del emisor.
- b) garantías, avales o condiciones especiales de emisión que otorgan al inversor una protección respecto de su pago mayor de la que podría derivar de la calificación del Emisor, pero no aseguran el 100 % del monto invertido.

### 2. Instrumentos No Garantizados (Deuda Senior Unsecured)

Se trata de aquellos instrumentos que poseen características que otorgan al inversionista una protección respecto de su pago equivalente a la Calificación del Emisor. En esta clasificación se encuentran los títulos emitidos sin garantías especiales y que convierten a los inversionistas en acreedores quirografarios.

### 3. Instrumentos Subordinados o Convertibles

Se trata de instrumentos que otorgan al inversor una protección respecto de su pago inferior a la del resto de los instrumentos de deuda de ese emisor, colocándolo por debajo de los acreedores quirografarios del emisor. En este caso se encuentran comprendidas las emisiones de deuda subordinadas. En el caso de las emisiones convertibles en acciones se determinará si se consideran subordinadas en función de las condiciones de conversión de los títulos de deuda en acciones. El consejo de calificación, mediante opinión debidamente fundamentada y partiendo de la calificación del emisor, determinará si corresponde aplicar una disminución a la calificación del instrumento.

## III. Metodología de Calificación de Acciones

El propósito de la calificación de acciones es proporcionar una estimación del riesgo de liquidez que asume un inversor al adquirir un determinado título accionario con la intención de medir en un periodo de tiempo razonable que tan fácil o difícil será vender dichos instrumentos cuando así lo decida. El análisis comprende la evaluación del comportamiento bursátil histórico de la acción en términos de presencia, rotación y participación de dicha acción en el mercado; así como considera la interrelación de dichos movimientos derivados de la condición financiera intrínseca del emisor y de la industria en donde opera.

FIX no realiza estimaciones propias sobre el precio de cotización de dichas acciones ni utiliza el precio actual o futuro en la determinación del riesgo de liquidez.

Se aplicará en cada caso la combinación de liquidez y capacidad de generación de fondos que corresponda.

LIQUIDEZ	CAPACIDAD DE GENERACION DE FONDOS			
	Muy Buena	Buena	Regular	Baja
Alta	1	1	2	3
Media	1	2	3	4
Baja	2	3	4	4

### 1. Capacidad de Generación de Fondos

A los efectos de evaluar la capacidad de generación de fondos de una compañía, se seguirán los procedimientos descritos en el Punto I del Manual de Calificación de Empresas vigente, sección 3, Evaluación, reemplazando la tabla 2 por la siguiente:

Capacidad de Generación de Fondos	Muy Buena	Buena	Regular	Baja
Puntaje final	$\geq 7.5$	$5.5 \leq \text{Buena} < 7.5$	$3 \leq \text{Regular} < 5.5$	$< 3$

### 2. Liquidez

En este rubro se analizarán los aspectos e indicadores que FIX considere apropiados a fin de evaluar el grado de liquidez accionaria. Se tomará como indicador relevante de la liquidez accionaria, la presencia de los títulos durante los últimos doce meses. A fin de considerar un instrumento como de alta liquidez, será condición necesaria pero no suficiente que su presencia en el mercado sea superior o igual al 70%.

Asimismo se considerarán otros factores a fin de complementar lo anterior, incluyendo los indicadores de Rotación y Participación, sujeto a las particularidades de la acción analizada.

Liquidez	Presencia	Rotación	Participación
Alta	Nivel 1	Nivel 1 - 2	Nivel 1 – 2
Media	Nivel 2	Nivel 1	Nivel 1 – 2
	Nivel 2	Nivel 2	Nivel 1 – 2
Baja	Nivel 3	Nivel 1 - 2	Nivel 1 – 2



## Indicador de Presencia

Es la relación resultante de dividir el número de días en que se transó el instrumento en el mercado secundario formal durante los últimos doce meses, por el número de días hábiles de transacción en dicho mercado durante el período mencionado.

Si se tratará de acciones que no tuviesen aun doce meses de presencia en el mercado secundario formal, se adecuará el análisis al período de tiempo que hubiese transcurrido desde su introducción en el mismo.

Presencia	
Nivel 1	Presencia $\geq$ 70%
Nivel 2	20% $\leq$ Presencia < 70%
Nivel 3	Presencia < 20%

## Indicador de Rotación

Es la relación resultante de dividir la sumatoria de la cantidad de instrumentos de una Compañía negociados en el mercado secundario formal en los últimos doce meses, por el monto total de dichos instrumentos que cotizan en el mercado.

Si se tratará de acciones que no tuviesen aun doce meses de presencia en el mercado secundario formal, se adecuará el análisis al período de tiempo que hubiese transcurrido desde su introducción en el mismo.

Rotación	
Nivel 1	Rotación Anual $\geq$ 0.5
Nivel 2	Rotación Anual < 0.5

## Indicador de Participación (Volumen Negociado)

Corresponde a la determinación del grado de participación que las acciones de la emisora tengan respecto al total de transacciones realizadas en el mercado secundario formal durante los últimos doce meses. La determinación de este indicador resulta de dividir el volumen negociado de la acción objeto de calificación, durante los últimos doce meses, por el Volumen negociado del Merval en igual período.

Si se tratará de acciones que no tuviesen aun doce meses de presencia en el mercado secundario formal, se adecuará el análisis al período de tiempo que hubiese transcurrido desde su introducción en el mismo.

PARTICIPACIÓN	
Nivel 1	Participación $\geq$ 1%
Nivel 2	Participación < 1%

## IV. Metodología de Calificación de Proyectos

El enfoque de calificación para los instrumentos de deuda de infraestructura y financiamiento de proyectos de inversión o empresas nuevas aplica cuando el repago depende de los flujos de caja provenientes de la construcción, operación y, en algunos casos, la entrega de un proyecto independiente (que puede incluir varios activos ubicados en diferentes lugares). Adicionalmente, para que estos criterios se puedan aplicar, los activos y la operación del proyecto deben formar parte de un vehículo exclusivo para el proyecto, o alcanzar una separación equivalente de flujos de caja.

Las categorías de calificación son las mismas detalladas en el Anexo I: Categorías de Calificación Nacional de Largo Plazo y Corto Plazo.

Al calificar proyectos o empresas nuevas se considera en primera instancia, el potencial de un proyecto para generar un flujo de caja estable, basado en su marco legal y fundamentos económicos, junto con cualquier riesgo político o macroeconómico. Posteriormente, la calificadora considera la estructura financiera con el fin de formarse una opinión respecto a la capacidad que tienen esos flujos de caja para servir los compromisos de deuda de acuerdo con los términos establecidos.

Los factores a ser evaluados son los siguientes:

1. Análisis de los fundamentos del proyecto y factibilidad económica
2. Accionistas, socios o patrocinadores: Experiencia, motivaciones e importancia estratégica del proyecto
3. Estructura legal y soporte de terceros, garantías y seguros
4. Análisis del entorno operacional y regulatorio
5. Análisis del riesgo de finalización, incluyendo análisis de construcción, contratista y riesgo tecnológico
6. Análisis del riesgo operacional, incluyendo experiencia del operador, contrato de mantenimiento
7. Análisis de la demanda: competencia en la industria, contratos de venta, contrapartes
8. Análisis financiero: Estructura de deuda, análisis de liquidez y coberturas de intereses y del servicio de la deuda.

Cuando se realiza el análisis crediticio de un proyecto o empresa nueva, se consideran como factores relevantes todos o algunos de los mencionados anteriormente en los puntos 1 a 8 y se identifican los riesgos para evaluar su potencial impacto sobre el vehículo de inversión o empresa bajo análisis.

Una vez realizada la evaluación crediticia del proyecto o empresa nueva, se analizan las características del Instrumento de acuerdo a las condiciones específicas del mismo para determinar si existen mejoras respecto del análisis previo. Para ello se considera su grado de prioridad de pago en la estructura de deuda, al análisis de las garantías, si existieran, y los términos y condiciones específicos.

Como resultado del análisis realizado se determina el puntaje correspondiente a los principales factores de análisis, con el fin de obtener mediante su promedio ponderado la Calificación del Proyecto. (Se utiliza la misma tabla que aplica para la calificación de emisor, detallada en el Punto I del Manual de Calificación de Empresas vigente, sección 3, bajo el nombre Evaluación). La Calificación del Instrumento luego es determinada en función de la Calificación del Emisor y las Condiciones de la Emisión.

La tabla de puntajes que determina la calificación será utilizada por el Consejo de Calificación como guía. La calificación final no necesariamente deberá coincidir con la que indique la tabla de puntajes, debiendo el Consejo de Calificación fundamentar los motivos de la decisión final. Los signos “+” y “-”, los cuales indican una mayor o menor importancia dentro de la correspondiente categoría, pero no alteran la definición de la misma, serán determinados por el Consejo de Calificación.

## Anexo I. Categorías de Calificación

### Calificación Nacional de Largo Plazo

La escala de calificaciones nacionales provee una medida relativa de la calidad crediticia de emisores o instrumentos dentro de un país determinado. Bajo esta escala en caso de identificar la existencia de la calificación nacional de largo plazo 'AAA', la misma se asignaría al mejor riesgo relativo dentro del país. Es importante destacar que no necesariamente debe haber calificaciones 'AAA', dado que se puede determinar que los riesgos sistémicos no permiten la asignación de la máxima calificación dentro de un sector determinado.

La escala nacional de calificaciones es un ranking de los grados de riesgo percibidos relativamente respecto del mejor riesgo identificado en ese país. Las calificaciones nacionales excluyen los efectos del soberano, del riesgo de transferencia y de la posibilidad de que los inversores no puedan repatriar los montos pagados de intereses y capital. Las calificaciones nacionales no son comparables internacionalmente y son identificadas con el agregado de un identificador especial para cada país, como ser "AAA(arg)" para las calificaciones nacionales dentro de Argentina.

#### **AAA(arg)**

"AAA" nacional implica la máxima calificación asignada por FIX en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones del país.

#### **AA(arg)**

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

#### **A(arg)**

"A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

#### **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.

#### **BB(arg)**

"BB" nacional implica un riesgo crediticio relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago en tiempo y forma es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.

#### **B(arg)**

"B" nacional implica un riesgo crediticio significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago en tiempo y forma depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

#### **CCC (arg)**

"CCC" nacional implica un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.

## **CC (arg)**

“CC” nacional implica un riesgo crediticio extremadamente vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. Existe alta probabilidad de incumplimiento y la capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible del entorno económico y de negocios.

## **C (arg)**

“C” nacional implica un riesgo crediticio extremadamente vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. Es inminente el incumplimiento a menos que el entorno económico y de negocios se desarrolle en forma favorable y sostenida.

## **D(arg)**

“D” nacional se asigna a emisores o emisiones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento.

## **Calificación Nacional de Corto Plazo**

### **A1(arg)**

Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo “+” a la 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.

### **A3(arg)**

Indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados con categorías superiores.

### **B(arg)**

Indica una capacidad incierta de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Dicha capacidad es altamente susceptible a cambios adversos en el corto plazo de las condiciones económicas y financieras.

### **C(arg)**

Indica una alta incertidumbre en cuanto a la capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones dentro del mismo país. La capacidad para cumplir con los compromisos financieros depende del desarrollo favorable y sostenido del ambiente económico y operativo.

### **D(arg)**

Indica que el incumplimiento es inminente o ya ha ocurrido.

## **Notas:**

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará “(arg)”.

Los **signos "+" o "-"** podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. Estos signos no se utilizarán para la categoría AAA(arg), para categorías por debajo de CCC(arg) o para calificaciones nacionales de corto plazo salvo A1(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. Las perspectivas reflejan tendencias financieras o de otra índole que no se han consolidado aún al nivel de disparar un cambio de calificación, pero que podrían hacerlo si dicha tendencia se mantiene. La mayoría de las perspectivas son estables, situación que es consistente con la tasa de migración histórica de las calificaciones en un período de uno o 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. De surgir una circunstancia que no permita identificar la tendencia fundamental de una calificación, excepcionalmente podrá aplicarse una perspectiva en evolución. La perspectiva no se aplica a la escala de calificaciones de corto plazo y se utilizan selectivamente a calificaciones en las categorías CCC, CC y C.

**Rating Watch:** una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Positivo", indicando una posible suba, "Negativo" en caso de una potencial baja, y "En evolución" cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio, y se indica agregando "▲", "▼" ó "◆" respectivamente a la categoría previamente asignada. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. El disparador del RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo, un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

En las categorías más bajas de grado especulativo ('CCC', 'CC' y 'C') la alta volatilidad de los perfiles crediticios puede implicar que todas las calificaciones lleven un RW. De todas maneras, los RW son aplicados selectivamente en estas categorías, cuando un Consejo decide que eventos particulares o amenazas son mejor comunicadas adhiriendo una designación de RW.

El uso del estatus de "**Rating Watch**" es mutuamente excluyente de la "**Perspectiva**".

**Calificación de préstamos bancarios:** se agregará a la calificación asignada el sufijo 'pb'. Ejemplo Categoría 'BBB(arg)pb'. El informe correspondiente destacará que se trata de un informe de uso exclusivo para la entidad ante la cual se gestiona el préstamo.

## Categorías de Calificación de Acciones

Las categorías correspondientes a la calificación de acciones son el resultado de distintas posibles combinaciones de liquidez del instrumento en el mercado y capacidad de generación de fondos del emisor.

### Categoría 1

Acciones de calidad superior.

- a. Se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una muy buena capacidad de generación de fondos.
- b. Se trata de acciones que cuentan con una liquidez media y cuyos emisores presentan una muy buena capacidad de generación de fondos.
- c. Se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una buena capacidad de generación de fondos.

Se aplicará en cada caso la combinación de liquidez y capacidad de generación de fondos que corresponda.

### Categoría 2

Acciones de buena calidad.

- a. Se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una regular capacidad de generación de fondos.
- b. Se trata de acciones que cuentan con una liquidez media y cuyos emisores presentan una buena capacidad de generación de fondos.
- c. Se trata de acciones que cuentan con una baja liquidez y cuyos emisores presentan una muy buena capacidad de generación de fondos.

Se aplicará en cada caso la combinación de liquidez y capacidad de generación de fondos que corresponda.

### Categoría 3

Acciones de calidad media.

- a. Se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una baja capacidad de generación de fondos.
- b. Se trata de acciones que cuentan con una liquidez media y cuyos emisores presentan una regular capacidad de generación de fondos.
- c. Se trata de acciones que cuentan con una liquidez baja y cuyos emisores presentan una buena capacidad de generación de fondos.

Se aplicará en cada caso la combinación de liquidez y capacidad de generación de fondos que corresponda.

### Categoría 4

Acciones de baja calidad.

- a. Se trata de acciones que cuentan con una media liquidez y cuyos emisores presentan una baja capacidad de generación de fondos.
- b. Se trata de acciones que cuentan con una baja liquidez y cuyos emisores presentan una regular capacidad de generación de fondos.
- c. Se trata de acciones que cuentan con una baja liquidez y cuyos emisores presentan una baja capacidad de generación de fondos.

## Anexo II. Informe de calificación y anexos

Cada informe será precedido por una hoja “resumen ejecutivo”, en el cual se expondrá un breve desarrollo del perfil de la compañía y los fundamentos de la calificación asignada.

Luego se expondrán en forma más detallada las siguientes secciones de “Perfil del Negocio” y “Perfil Financiero”, pudiendo incluirse otras dependiendo del emisor sujeto de calificación.

FIX elaborará al menos una vez al año un informe integral que incluirá los aspectos descriptos en esta metodología. A su vez, de acuerdo a la normativa vigente, FIX emitirá en forma trimestral un informe que podrá omitir la descripción de los aspectos que no hayan sufrido modificaciones relevantes detallando los fundamentos de la calificación asignada y los hechos relevantes acontecidos en el período bajo análisis. Dicho informe resumido será complementario al informe integral que se encontrará disponible en la página web de la Comisión Nacional de Valores y en la página web de FIX (hará referencia a los aspectos que no presenta cambios relevantes desde la última actualización integral).

### a) PERFIL DEL NEGOCIO

En esta sección se desarrollarán los factores cualitativos, fundamentalmente los puntos 1.1 Riesgo del Sector y 1.2 Posición Competitiva. Se considerará entre otros el sector en el que opera la compañía, las principales líneas de negocios, su participación de mercado etc. Asimismo se podrá incluir diferentes subtítulos dependiendo los negocios en los que participa la compañía. Respecto de la administración y la calidad de los accionistas, no se hará mención directa de este punto ya que el análisis del mismo se refleja en el desempeño de la compañía. Los accionistas serán mencionados con mayor detalle en caso de tener alguna relevancia a la calificación otorgada (por ejemplo si la empresa bajo análisis es subsidiaria de una empresa muy importante que le podría brindar apoyo en caso de necesidad).

### b) PERFIL FINANCIERO (Fundamentos de la Calificación / Liquidez y Estructura de Capital)

El contenido de este punto se basará en el análisis de los factores cuantitativos. Se buscará transmitir al lector la evolución de los resultados de la compañía, de su generación de fondos, la estabilidad o inestabilidad de los mismos. Se considerarán las necesidades de inversiones presentes y futuras y la capacidad de afrontarlas con su flujo de fondos o bien con acceso a líneas de crédito, al mercado de bonos u acciones. Asimismo se analizarán los indicadores de cobertura, los años de repago de la deuda, lo cual brinda al inversor una idea sobre la capacidad de la compañía de cumplir con sus compromisos financieros

### c) ANEXOS

#### Dictamen de calificación

Se detalla el dictamen o conclusión del Consejo de Calificación respecto al Emisor y los instrumentos tratados en el mismo.

#### Resumen Financiero

Se exponen los estados financieros auditados y principales indicadores analizados.

#### Descripción del Instrumento calificado

En este anexo se expondrán los instrumentos calificados detallando los principales términos y condiciones de emisión.

#### Calificación de Acciones

Se expondrá

- Porcentaje que Cotiza en Bolsa
- Liquidez de las Acciones en el Mercado

## Anexo III. Listado Básico de Información para la Calificación de Empresas

El siguiente listado es un primer requerimiento de información que se solicita a la Compañía para iniciar el proceso de calificación. A medida que se avance en el análisis y según el tipo de compañía del que se trate, se podría solicitar información adicional.

- Balance general detallado y auditado, junto con la memoria correspondientes a los últimos tres ejercicios anuales.
- Balances trimestrales o información de gestión posterior al cierre del último ejercicio anual.
- Detalle de la deuda financiera vigente a la última fecha disponible, distinguiendo acreedor, monto, plazo y tasa de interés.
- Detalle de los principales costos y proveedores.
- Detalle de los principales contratos de venta y/o clientes.
- Detalle de garantías otorgadas al cierre del último ejercicio anual.
- Estructura del paquete accionario de la Empresa.
- Detalle del instrumento a calificar.

En base al análisis de esta información, se solicitará información adicional como listados de productos, ventas por cada tipo de producto en unidades y en pesos, etc. Así también se solicitará la realización de reuniones con distintos sectores de la empresa.

*Nota: Los ítems que figuran en el presente listado como requerimiento de información o documentación deben entenderse como una guía, por lo que no necesariamente la compañía ni FIX contará con la totalidad de los puntos listados.*



## Anexo IV. Listado Básico de Información para la Calificación de Proyectos

El siguiente listado es un primer requerimiento de información que se solicita para iniciar el proceso de calificación de Proyectos. A medida que se avance en el análisis y según el tipo de Proyecto del que se trate, se podría solicitar información adicional.

- Descripción detallada del proyecto (monto de la inversión, plazo de construcción, principales costos).
- Información del accionista/ patrocinador del proyecto, incluyendo balances, información financiera, detalles sobre su experiencia.
- Opinión de un ingeniero independiente sobre la factibilidad del proyecto.
- Constructor del proyecto (características del contrato de construcción, información del constructor, garantía de performance, entre otros).
- Costos de operación y mantenimiento.
- Proyecciones económicas - financieras del proyecto. Premisas consideradas.
- Permisos y aprobaciones requeridas.
- Estructura legal, garantías y seguros.

En base al análisis de esta información, se solicitará información adicional. Así también se solicitará la realización de reuniones con distintos sectores de la empresa.

*Nota: Los ítems que figuran en el presente listado como requerimiento de información o documentación deben entenderse como una guía, por lo que no necesariamente el Proyecto ni FIX contará con la totalidad de los puntos listados.*

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.

La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente 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. En última instancia, 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 futuros 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 afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. 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 cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 70.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 150.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. 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.