

Perspectivas Crediticias 2021-22: Finanzas Corporativas

Perspectiva Sectorial Estable

La perspectiva para las empresas argentinas en los próximos 18 meses es estable, no se espera un deterioro significativo tras el golpe que significó la pandemia en todos los sectores durante 2020. FIX (afiliada de Fitch) - en adelante FIX- estima un crecimiento del PBI de 5.4% para 2021 y 2% para 2022 luego de una contracción del 9.9% durante 2020. Los efectos de la pandemia todavía requieren un monitoreo ante el eventual rebrote y decisión gubernamental de endurecer los cierres/restricciones de circulación aun cuando las autoridades están tratando de evitar toda medida que pueda tener impacto sobre la economía.

Perspectiva de Calificación Estable

El retroceso económico causado por la primera ola de la pandemia y una cuarentena de nueve meses generó 30 bajas de calificación dentro del portafolio de 72 empresas en Argentina. El balance de perspectiva también se ha deteriorado durante el 2020 con 22% del portafolio en Perspectiva Negativa y 41% en Perspectiva Estable a fines de 2020. A esa fecha, el 32% de las calificaciones se hallaba en Rating Watch Negativo (RWN) con motivo de la comunicación A 7106 del BCRA que impuso restricciones de acceso al Mercado Único Libre de Cambios (MULC) para las empresas para el repago de deuda denominada y pagadera en moneda extranjera. Los sectores Petróleo y Gas Y Retail se destacan como los más afectados considerando el portafolio calificado.

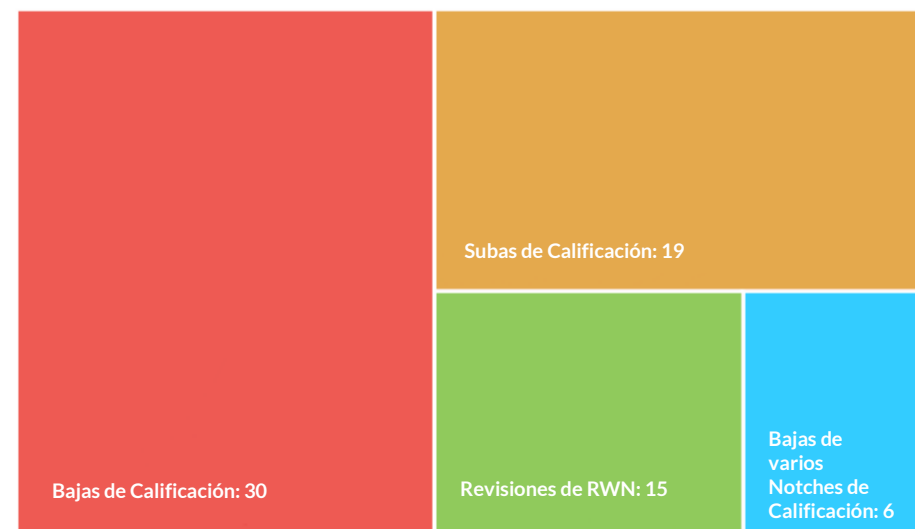
Una mejora en las calificaciones es posible dependiendo de la recuperación intrínseca y sectorial, aun cuando FIX vislumbra aun la continuidad de diversos desafíos relacionados con la segunda ola y con factores macro tales como la disponibilidad de fuentes de financiamiento e inflación.

Controles Cambiarios y Refinanciación de Deuda

Durante el último trimestre de 2020 y primer trimestre de 2021 el monto de deuda financiera en dólares que fue objeto a refinanciación en los términos requeridos por la normativa cambiaria ascendió a aproximadamente USD 845 millones. La normativa posterior a la Com. A 7106 favorece el acceso al MULC para emisores con Canjes realizados durante el 2020 incluyendo los canjes de ON previos a la citada normativa tales como Telecom, AA 2000, CGC, entre otros. Entre el segundo y cuarto trimestre de 2021, FIX estima vencimientos por USD 1300 millones correspondientes a 22 compañías calificadas, de los cuales la mayoría debería acceder al mercado cambiario de acuerdo a la normativa vigente. En todos los casos se trata de emisores calificados en grado de inversión en escala nacional.

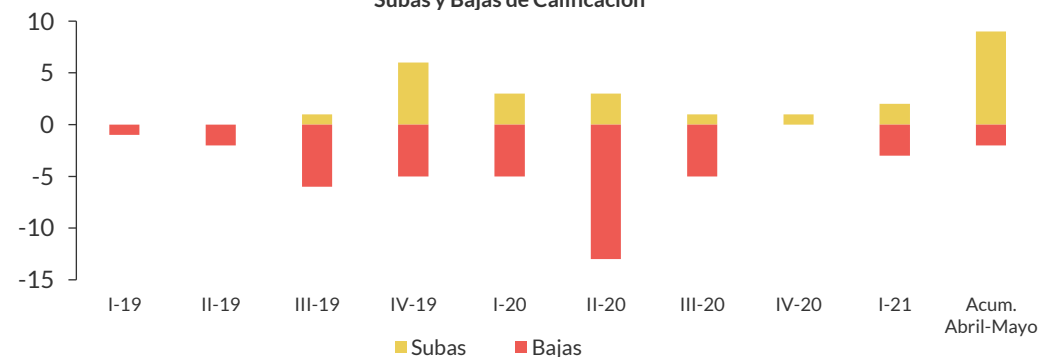
La elevada posición de liquidez generalizada denota el mayor riesgo sistémico y la prioridad de mantener altos niveles de caja ante la ocurrencia de factores disruptivos. El 5 de Octubre de 2020

Acciones de calificación y Perspectiva durante la Pandemia



Fuente: FIX SCR.

Subas y Bajas de Calificación



Fuente: FIX SCR.

FIX evaluó el impacto derivado de dicha comunicación sobre 23 compañías que poseían obligaciones de pago afectadas por dicha resolución (ver Informes Relacionados).

Distribución de calificaciones

La resiliencia de los emisores argentinos a la crisis es notable con 87% del portafolio de calificaciones que permanece en grado de inversión. Los Defaults prevalecieron en el sector Petróleo & Gas como en Consumo Masivo.

Diversos factores macroeconómicos y específicos del sector han presionado las calificaciones llevándolas hacia el rango inferior de grado de inversión a lo largo del 2020. FIX considera que el riesgo de liquidez escaló en el cuarto trimestre de 2020 tras la imposición de restricciones de acceso al MULC. Con bajas de calificaciones totales acumuladas durante el 2020 de 32 compañías. Actualmente la mayoría de las empresas han superado los obstáculos impuestos por la normativa y con el alivio de vencimientos importantes de deuda, FIX espera una mejora en los perfiles crediticios vis-a-vis la recuperación económica.

Apalancamiento en retroceso

Los sectores afectados por la Pandemia, que han terminado el 2020 con un pico histórico de deuda se focalizarán en reducir su apalancamiento vis-a-vis la recuperación gradual de la actividad. La mayoría de los sectores no volverán a niveles de actividad pre-pandemia hasta 2022. Continuamos esperando una recuperación gradual. A pesar de la relativa estabilidad de nuestras proyecciones, permanece un nivel de incertidumbre mayor al normal.

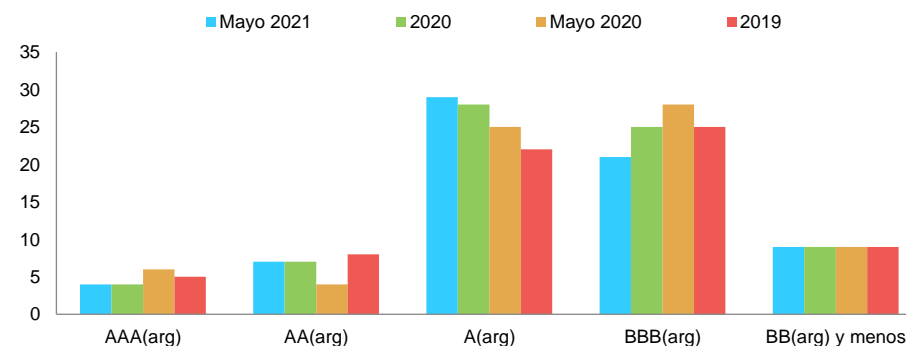
Durante el 2021-22 el endeudamiento de la mediana del portafolio calificado podría disminuir levemente ante la recuperación esperada y escasos planes de inversión. Durante 2020 la necesidad de refinanciar los vencimientos en dólares por la exigencia de refinanciación de la normativa cambiaria, los mayores niveles de liquidez deseados y el mayor nivel de financiación requerido por ciertos negocios generaron una suba de apalancamiento neto a 3.4x desde 1.9x a fines de 2019.

Modesta recuperación tras fuerte caída

FIX considera que los sectores relacionados a los commodities que han sido fuertemente afectados durante el 2020 serán los que muestren la mayor recuperación en 2021 limitados por la disponibilidad de financiamiento.

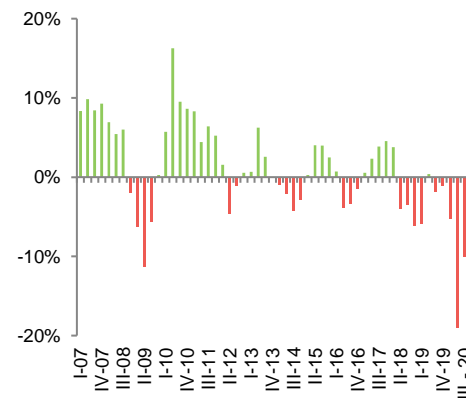
En tanto, los sectores relacionados a entretenimiento, hoteles y restaurantes, así como ciertos segmentos de consumo masivo como el textil, serán de los sectores que más tarden en recuperar los niveles de actividad pre-pandemia producto de las actuales restricciones y los menores niveles de movilidad.

Distribución de calificaciones - Empresas



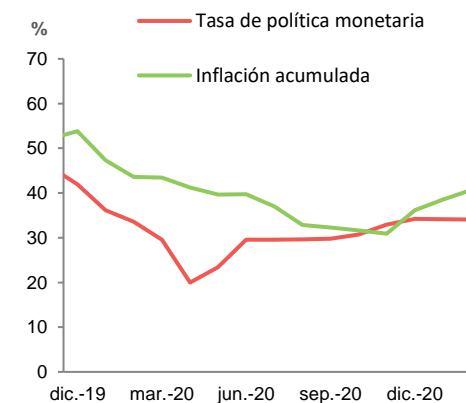
Fuente: FIX SCR.

Evolución Producto Bruto Interno
Variación interanual



Fuente: FIX SCR, INDEC.

Inflación y tasas



Fuente: FIX SCR, BCRA, INDEC.

Fundamentos Sectoriales

Petróleo y Gas

A nivel mundial la industria está en camino de recuperación aun cuando ésta se espera que sea moderada. Los países productores siguen monitoreando la situación para gestionar la oferta y evitar desequilibrios importantes en el mercado, lo cual debería reducir la volatilidad del precio del petróleo internacional durante 2021.

La evolución de la demanda local de productos refinados evolucionará favorablemente esperando una recuperación total no antes de 2022. En tanto los precios reales de nafta y gasoil permanecerán rezagados ante la expectativa de continuidad de un nivel elevado de inflación. Las empresas integradas están en mejor posición de balancear los resultados fortaleciendo su rentabilidad y flujo de caja a la vez que mantienen altos niveles de liquidez.

Por su parte, la producción local de gas se espera muestre un repunte importante tras los mínimos alcanzados en el primer trimestre de 2021 impulsado por el Plan Gas.Ar definido en dic-20 con niveles de precios promedio que saltarían a 3.0 USD/MMBTU desde valores piso de USD 2.2 USD/MMBTU en 2020. Las compañías concentradas en dicho segmento se favorecerán durante cuatro años de un escenario de precios predecible con el objetivo de incentivar las inversiones y aumentar la producción.

Metales y Minería

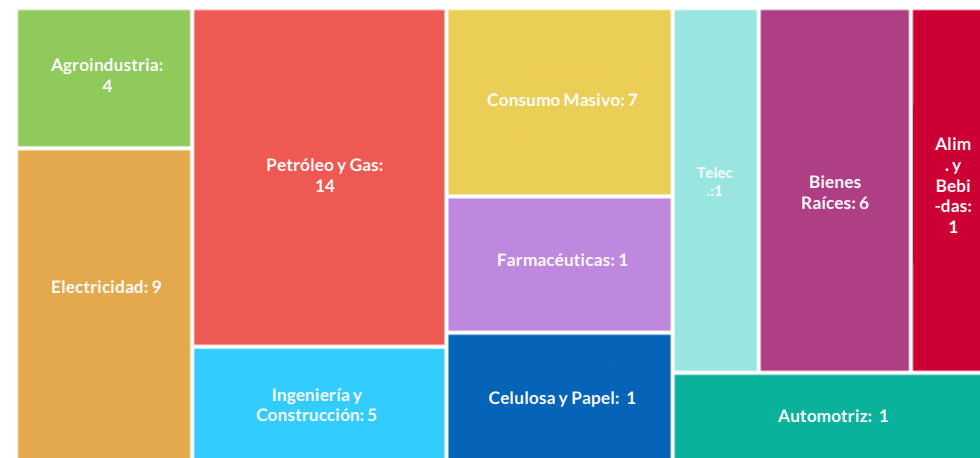
La demanda de aluminio mundial continuará recuperándose en 2021 empujada por el sector automotriz, solar y de construcción. El perfil crediticio de Aluar, sin considerar cuestiones operativas relacionadas al COVID-19 que afectan sus niveles de producción, mejorará relacionado mayormente con la recuperación de las exportaciones, dado el mayor precio del aluminio y el spread con la alumina. Hacia adelante, se espera que luego de la reciente suba del aluminio, la presión alcista disminuya una vez satisfecha la demanda acumulada, ya que se estima superávit de producción fuera de China. No obstante, los precios se recuperarían a largo plazo debido a un mayor crecimiento de la demanda.

Construcción y Real Estate

El sector de construcción y Real Estate es el único sector con perspectivas desfavorables para los próximos 12/18 meses. La pandemia agravó la tendencia de bajo volumen de obras de infraestructura licitadas por parte del Gobierno nacional y provinciales que desde 2018 en adelante enfrentaron diversos obstáculos. Dichas obras por su propio ciclo de estudio, licitación, adjudicación e inicio no pueden ser incorporadas en el horizonte de calificación y por tanto los backlog existentes en el portafolio de empresas calificadas estarían llegando a una relación Backlog/Ventas de 1,7x lo cual compara positivamente con respecto al 1,4x mostrado en 2020, el cual fue el nivel más bajo los últimos 4 años, aunque sin llegar al promedio histórico cercano al 3.5x.

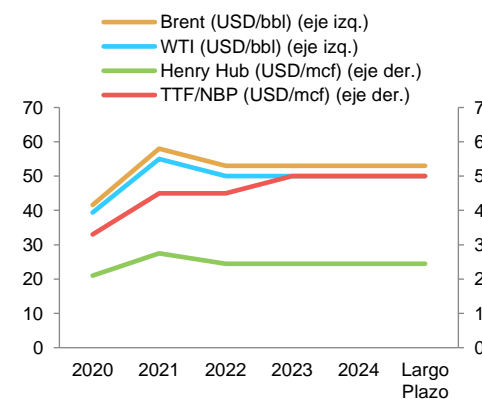
Acciones de calificación por sector durante la Pandemia

Comparación Mayo 2020 vs. Mayo 2021



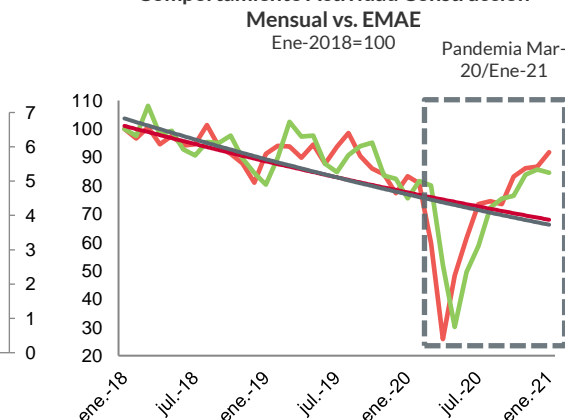
Fuente: FIX SCR.

Proyecciones precios Petróleo y Gas



Fuente: Fitch Ratings, FIX SCR.

Comportamiento Actividad Construcción



Fuente: FIX SCR, INDEC.

A pesar de lo mencionado desde el segundo semestre de 2020 se observó una mejora en los días de pago de los principales comitentes dependiente del sector público nacional, luego de concretarse la

transición de autoridades con la nueva administración nacional y con el objetivo de poner al día deudas acumuladas desde oct-19 lo que permitió la reactivación de obras y reconocimiento de ajuste por predeterminaciones de las obras en curso.

Utilities y Generadores de Electricidad

La perspectiva sectorial es estable. El portafolio calificado posee una alta proporción de contratos de largo plazo en relación a su capacidad disponible y por tanto la mayor parte de los ingresos permanecen independientes de la demanda. La demanda de electricidad podría alcanzar niveles pre pandemia en 2022 vis a vis la gradual recuperación esperada en el nivel de actividad industrial. El acceso al gas y la evolución del precio no posee impacto en la performance de las compañías ya que es mayormente provisto por CMMESA. Las ventas al mercado spot se espera que continúen siendo el segmento más afectado por el rezago que tienen los ajustes respecto a la inflación esperada.

La mayoría de las compañías finalizaron en 2020 importantes planes de expansión iniciados en 2017 con impacto pleno en el flujo operacional a partir de 2021, lo cual permitirá reducir gradualmente sus niveles de apalancamiento. El contexto macroeconómico adverso y la vulnerabilidad del sector ante cambios regulatorios continúan siendo los limitantes de las calificaciones.

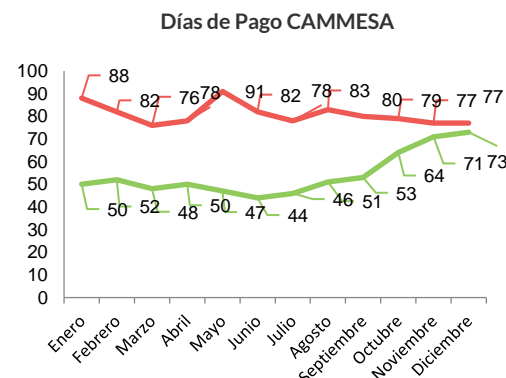
Las compañías de servicios públicos como las distribuidoras de gas y electricidad están entre las más afectadas por la pandemia con una expectativa de continuar empeorando debido a la continua presión de mayores costos y pérdida de rentabilidad ante una expectativa de escenario de ajustes tarifarios por debajo de la inflación.

Farmacéuticas

La perspectiva es estable para el sector farmacéutico reflejando la naturaleza no cíclica de la industria y las características favorables de la demanda. La aplicación cautelosa por parte de las empresas calificadas de los fondos disponibles durante la pandemia, incluyendo retornos extraordinarios, implica que las calificaciones están confortables dentro del portafolio calificado. FIX no incorpora en el corto plazo ningún beneficio inmediato en la rentabilidad derivado de los tratamientos del COVID 19 y las vacunas.

Agroindustria

Respecto al sector agroindustrial, la campaña 20/21 comenzó en el marco de bajas precipitaciones dando como resultado una disminución del área cosechada, y rindes en comparación a la campaña 19/20, aunque compensadas por el alza en los precios internacionales. Los precios de la soja y los principales granos se vieron impulsados por mayores compras de China, restricciones en la oferta dada por la escasez de lluvias en varias regiones de Sudamérica y menores stocks en EEUU.

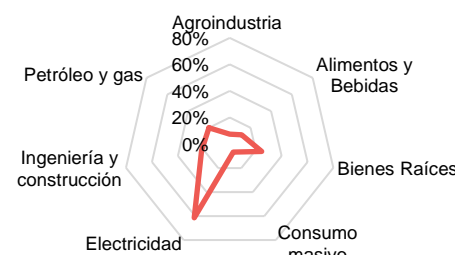


Fuente: FIX SCR, CMMESA.

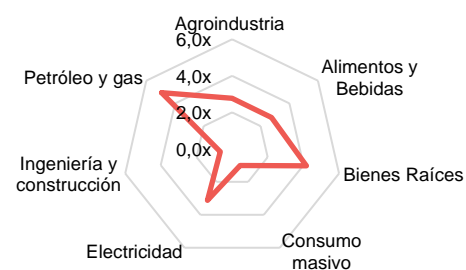


Fuente: FIX SCR

Margen de EBITDA por sector, 2020

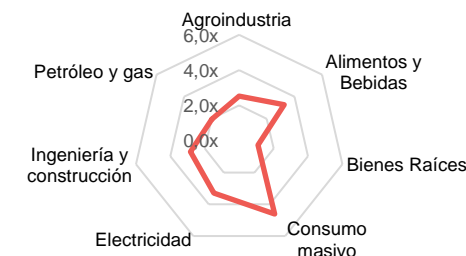


Deuda Neta/EBITDA por sector, 2020

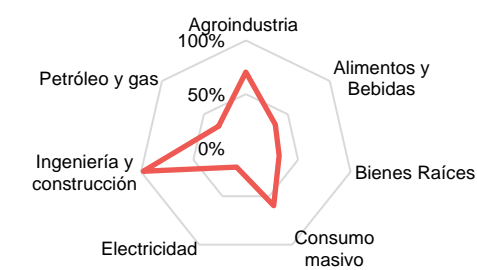


Fuente: FIX SCR.

EBITDA/Intereses por sector, 2020



Deuda Corto Plazo/Deuda Total



Fuente: FIX SCR.

La perspectiva de las compañías del sector es estable. FIX espera para la campaña 21/22 una mejora en las métricas crediticias del sector debido a un pronóstico climático favorable, y la continuidad de elevados precios internacionales que redundará en mayores niveles de ingresos, EBITDA y márgenes de rentabilidad.

Retail y Consumo Masivo

En el sector de retail se espera una gradual recuperación a lo largo de 2021, aunque el desempeño continuaría en 2021 por debajo de los niveles pre pandemia. El consumo más discrecional de sub sectores como zapatos y vestimenta es probable se mantenga débil en un contexto operacional con pérdida significativa de ingreso disponible, cierres parciales y baja circulación relacionados con pandemia.

Adicionalmente, la pandemia aceleró la tendencia del comercio electrónico (e-commerce) en detrimento de las tiendas físicas, en cuyo caso varias compañías en los últimos años debieron reestructurarse tanto en forma operativa, disminuyendo los costos fijos e incrementando las ventas por m2, como financieramente.

Por su parte, el sector de Alimentos y Bebidas fue uno de los sectores de mejor comportamiento relativo durante la Pandemia, con incremento en volúmenes ante la mayor demanda principalmente de alimentos y de aquellos productos de consumo en el hogar en detrimento de aquellos "de impulso". El año 2021 debería ser un año estable en términos de demanda con menores márgenes ante la leve recuperación del salario real y aumento -de precios de los insumos/commodities, pero aun mantendrían márgenes saludables dado el fuerte ajuste general en todo el sector retail de gastos durante los años 2019 y 2020. Aquellos modelos de negocio relacionados con estructuras de costos livianas y flexibles con fuerte posicionamiento en diferencial de precio estarán en un buen momento y se beneficiaran de la menor confianza del consumidor. Un elemento a monitorear es la creciente intervención gubernamental, con controles de precios, especialmente en aquellos productos de primera necesidad, ante la débil situación social y la elevada inflación. En contraposición, se destaca la conformación del fideicomiso aceitero que mejora los márgenes en el segmento de aceites.

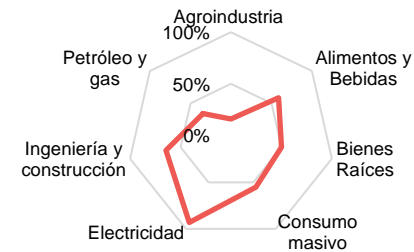
Planes de expansión contenidos

La mediana de inversión llegó a 4% de las ventas en 2020 y no se esperan fuertes inversiones durante 2021 ante la incertidumbre y prudencia financiera -relacionados con los efectos indirectos de la pandemia y factores macro y sectoriales específicos de Argentina.

La mediana de inversiones sobre ingresos en los últimos años fue cercana al 6%, siendo los sectores de Petróleo y Gas, Telecomunicaciones y Electricidad, los de mayor inversión relativa. FIX no incorpora en las calificaciones planes de expansión significativos en ninguno de los sectores cubiertos.

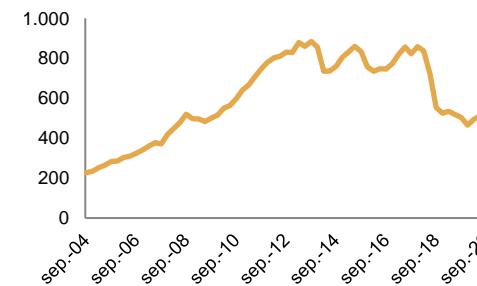
Rentabilidad continuaría presionada

Caja/Deuda Corto Plazo por sector, 2020



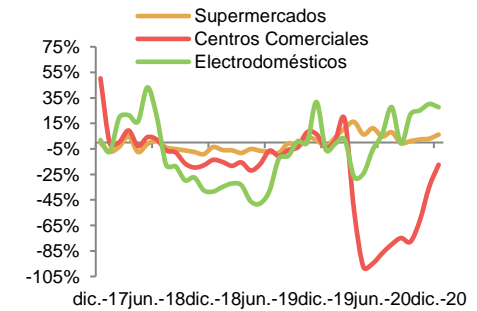
Fuente: FIX SCR.

Evolución del poder de compra del salario formal (en términos de dólar)



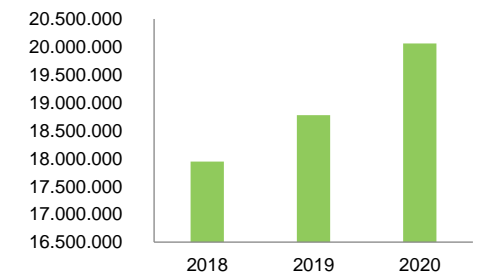
Fuente: FIX SCR, Ministerio de Trabajo.

Ventas reales en Supermercados – Centros Comerciales - Electrodomésticos (Variación i.a.)



Fuente: FIX SCR, INDEC.

Evolución de clientes E-commerce



Fuente: FIX SCR, Cámara Argentina de Comercio Electrónico.

La rentabilidad que en su mayor parte se vio afectada en 2020 por menor demanda o baja de precios de transables, permanecerá presionada por un probable recupero del salario real y aumento del precio de los insumos. La mayoría de las compañías han tomado diversas iniciativas de recorte de gastos durante 2018 – 2020 y se verán métricas elevadas en el primer trimestre 2020 para luego

normalizarse hacia fines de 2020. Aun así, hacia fines de 2021 y principios 2022 es esperable una depreciación del peso, lo cual mejora notablemente la rentabilidad de los exportadores.

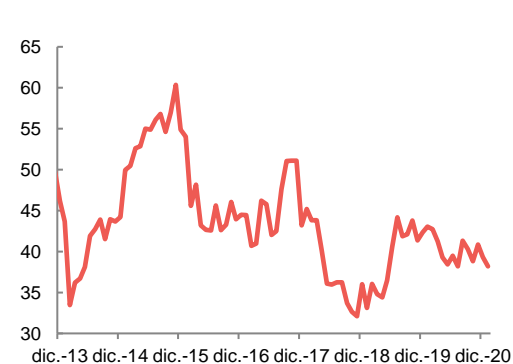
Mercado de capitales Doméstico

Las emisiones de Obligaciones Negociables repuntaron fuertemente durante 2020 superando los niveles previos con pico en 2017. Las empresas argentinas han emitido el equivalente a más de USD 4.800 millones de USD durante 2020. La competencia por el financiamiento escaso disponible durante 2021, competirá con las necesidades del gobierno nacional (crowding out). También las empresas han utilizado los Fideicomisos Financieros durante 2020, especialmente los emisores del sector agropecuario. Los mercados internacionales de capitales continúan cerrados o fuertemente limitados, lo cual constituye una preocupación aun cuando los vencimientos importantes de bonos en el mercado internacional comienzan en su mayoría a partir de 2023, salvo excepciones, fundamentalmente en los sectores de Petróleo & Gas, Alimentos y Bebidas, Real Estate y Telecomunicaciones.

En cuanto al descalce de moneda y considerando los vencimientos en dólares anteriormente expuestos, FIX considera que los emisores argentinos mantienen una disciplina en términos de exposición al tipo de cambio, con emisores de perfil exportador o con una base contractual implícita en dólares.

Si bien el mercado doméstico de capitales es pequeño en relación a las necesidades financieras de los emisores argentinos, el mismo se ha mantenido dinámico cubriendo las necesidades de refinanciación. El mismo es una importante fuente de financiación incluyendo compañías de menor escala que permite diversificar las fuentes de financiamiento. Esto hace menos sensible a la financiación bancaria aun cuando la mayoría de los corporativos argentinos mantiene sus relaciones bancarias considerando las escasas fuentes de financiamiento disponible.

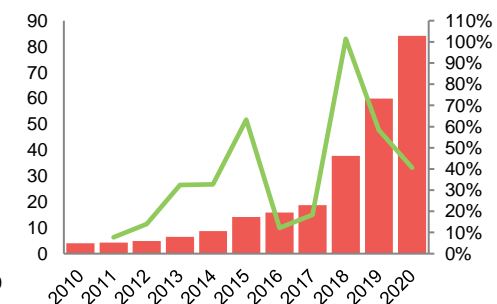
Índice de Confianza del Consumidor Nacional



Fuente: FIX SCR, UTDT.

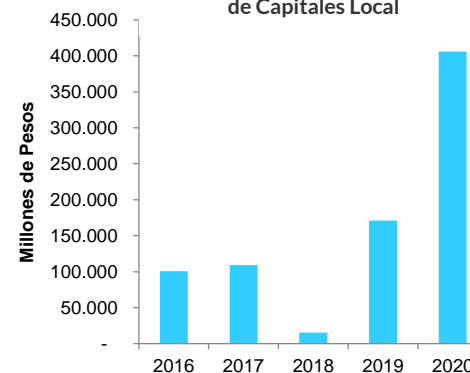
Tipo de Cambio

Evolución y variación interanual



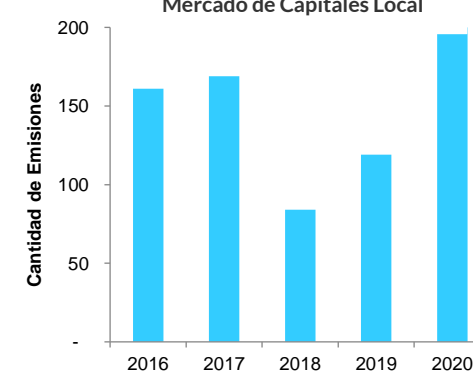
Fuente: FIX SCR, BCRA.

Monto Emisiones en el Mercado de Capitales Local



Fuente: FIX SCR, CNV.

Cantidad Emisiones en el Mercado de Capitales Local



Fuente: FIX SCR, CNV.

Nombre de la Compañía	Sector	Largo Plazo	Perspectiva / Rating Watch
Aeropuertos Argentina 2000	Aeropuertos	A(arg)	Negativa
Agrofina S.A.	Agroindustria	BBB+(arg)	RWN
Alianza Semillas S.A.	Agroindustria	BBB-(arg)	Estable
Aluar Aluminio Argentino S.A.I.C.	Aluminio	AA+(arg)	Negativa
Ángel Estrada y Compañía S.A.	Consumo Masivo	BBB+(arg)	Estable
Arcor S.A.I.C.	Alimentos y Bebidas	AAA(arg)	Estable
Asociados Don Mario S.A.	Agroindustria	A+(arg)	Estable
Atanor S.A.	Productos Químicos	A-(arg)	Estable
Bertotto Boglione S.A.	Bienes de Capital	BBB+(arg)	Estable
Capetrol S.A.	Petróleo y Gas	BBB-(arg)	Estable
Capex S.A.	Electricidad	A(arg)	Negativa
Carsa S.A.	Consumo Masivo	D(arg)	
Cladan S.A.	Alimentos y Bebidas	BBB (arg)	Estable
Celulosa Argentina S.A.	Celulosa y Papel	BB(arg)	Estable
Central Puerto S.A.	Electricidad	A+(arg)	Negativa
Central Térmica Roca S.A.	Electricidad	BBB+(arg)	Estable
CLISA - Compañía Latinoamericana de Infraestructura y Servicios S.A.	Servicios Diversificados	BBB-(arg)	Negativa
Compañía General de Combustibles S.A.	Petróleo y Gas	A(arg)	Estable
Construir S.A.	Bienes Raíces	BBB (arg)	Estable
Consultatio S.A.	Bienes Raíces	AA(arg)	Estable
Creaurban S.A.	Bienes Raíces	BBB+(arg)	Negativa
Cresud S.A.C.I.F. y A.	Bienes Raíces	A(arg)	RWN
Crown Point Energía S.A.	Petróleo y Gas	BBB-(arg)	Estable
Disal S.A.	Consumo Masivo	A-(arg)	Negativa

Nombre de la Compañía	Sector	Largo Plazo	Perspectiva / Rating Watch
Empresa Provincial de Energía de Córdoba	Electricidad	A+(arg)	Estable
Generación Mediterránea S.A.	Electricidad	BBB+(arg)	Estable
Genneia S.A.	Electricidad	A-(arg)	Estable
Grimoldi S.A.	Consumo Masivo	B-(arg)	RWN
Havanna Holding S.A.	Alimentos y Bebidas	A(arg)	Negativa
Invap S.E.	Bienes de Capital	A-(arg)	Estable
Inversora Eléctrica de Buenos Aires S.A.	Electricidad	BB+(arg)	Estable
Inversora Juramento S.A.	Agroindustria	A-(arg)	Estable
IRSA Inversiones y Representaciones S.A.	Bienes Raíces	A(arg)	RWN
IRSA Propiedades Comerciales S.A.	Bienes Raíces	A(arg)	RWN
Laboratorios Richmond S.A.C.I.F.	Empresas Farmacéuticas	BBB+(arg)	Estable
Ledesma S.A.A.I.	Agroindustria	A-(arg)	Estable
Liag Argentina S.A.	Agroindustria	A-(arg)	Estable
Longvie S.A.	Consumo Masivo	B(arg)	Estable
Los Grobo Agropecuaria S.A.	Agroindustria	BBB+(arg)	RWN
Medanito S.A.	Petróleo y Gas	D(arg)	
Meranol S.A.C.I.	Productos Químicos	BBB+(arg)	Estable
MercadoLibre S.R.L.	Tecnología	AAA(arg)	Estable
Milicic S.A.	Ingeniería y Construcción	A(arg)	Estable
Molinos Agro S.A.	Agroindustria	AA-(arg)	Estable
Molinos Río de la Plata S.A.	Alimentos y Bebidas	A+(arg)	Positiva
Morixe Hermanos S.A.C.I.	Alimentos y Bebidas	A-(arg)	Estable
MSU Energy S.A.	Electricidad	A(arg)	Estable
MSU S.A	Agroindustria	A-(arg)	Estable
Newsan S.A.	Consumo Masivo	A(arg)	Estable
Pampa Energía S.A.	Electricidad	AA-(arg)	Estable

Nombre de la Compañía	Sector	Largo Plazo	Perspectiva / Rating Watch
Pan American Energy S.L. - Sucursal Argentina	Petróleo y Gas	AAA(arg)	Estable
Petroagro S.A.	Agroindustria	BBB(arg)	Estable
Petrolera Aconcagua Energía S.A.	Petróleo y Gas	BBB(arg)	Estable
Petroquímica Comodoro Rivadavia S.A.	Petróleo y Gas	AA-(arg)	Estable
Plaza Logística S.R.L	Bienes Raíces	AA-(arg)	Estable
Profertil S.A.	Agroindustria	AA-(arg)	Estable
Red Surcos S.A.	Agroindustria	BBB+(arg)	Estable
Refi Pampa S.A.	Petróleo y Gas	BBB(arg)	Negativa
Rizobacter Argentina S.A.	Agroindustria	A-(arg)	Estable
Roch S.A.	Petróleo y Gas	D(arg)	
Rogiro Aceros S.A.	Metales y Minería	BBB+(arg)	Estable
Rovella Carranza S.A	Ingeniería y Construcción	A-(arg)	Negativa
S.A. Importadora y Exportadora de la Patagonia	Consumo Masivo	A(arg)	Negativa
S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F.	Alimentos y Bebidas	A(arg)	Negativa
Santiago Sáenz S.A.	Consumo Masivo	D(arg)	
Savant Pharm S.A.	Empresas Farmacéuticas	A-(arg)	Estable
Tecpetrol S.A.	Petróleo y Gas	AAA(arg)	Estable
Telecom Argentina S.A.	Telecomunicaciones	AA+(arg)	Negativa
TGLT S.A.	Bienes Raíces	B-(arg)	RWN
Transclor S.A.	Productos Químicos	AA-(arg)	Estable
Transener S.A	Electricidad	A+(arg)	Estable
Transportadora de Gas del Norte S.A.	Servicios Públicos	A-(arg)	Negativa
Vista Oil & Gas Argentina S.A.U.	Petróleo y Gas	AA-(arg)	Estable
YPF Energía Eléctrica S.A.	Electricidad	A+(arg)	Estable
YPF S.A.	Petróleo y Gas	A+(arg)	Estable

Informes relacionados

Corporates Argentina: Acciones de Calificación durante COVID-19, Mayo 2020.

FIX (afiliada de Fitch) revisó las calificaciones nacionales de varios Emisores Corporativos No Financieros, Octubre 2020.

Corporates Argentina: Estadísticas Comparativas, Diciembre 2020.

Analistas

Cecilia Minguillon – Senior Director

+54 11 5235-8123

cecilia.minguillon@fixscr.com

Gustavo Avila – Director

+54 11 5235-8142

nombre.apellido@fixscr.com

Candido Perez – Associate Director

+54 11 5235-8119

candido.perez@fixscr.com

Gabriela Curutchet – Associate Director

+54 11 5235-8122

gabriela.curutchet@fixscr.com

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.