

Havanna Holding S.A. (HAVA)

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor	A(arg)
Acciones	3

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ millones)	30/09/16 9 Meses	31/12/15 12 Meses
Total Activos	516.736	489.949
Deuda Total	79.966	162.587
Ventas Netas	714.685	843.395
EBITDA Operativo	83.906	138.007
Margen de EBITDA (%)	11,7	16,4
Deuda/EBITDA	0,7	1,2
EBITDA/Intereses Brutos	4,1	4,8

Informes Relacionados

Metodología de Calificación de Empresas
 registrado ante la Comisión Nacional de Valores

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE
 RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) - Reg. CNV N° 9

Analistas

Analista Principal
 Gabriela Catri
 Director
 +54 11 5235-8129
gabriela.catri@fixscr.com

Analista Secundario
 Patricio Bayona
 Director Asociado
 +54 11 5235-8124
patricio.bayona@fixscr.com

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

Factores Relevantes de la Calificación

Compañía holding sin generación propia: El principal activo de Havanna Holding S.A. es la tenencia del 95,45% de las acciones de Havanna S.A., compañía dedicada a la producción y comercialización a través de cafeterías especializadas de alfajores y productos derivados. Havanna S.A., cuenta con los activos relevantes, la capacidad de generación de fondos y toda la deuda consolidada. La disponibilidad de fondos del Holding depende exclusivamente de la distribución de dividendos por parte de su única subsidiaria. Fix no espera que Havanna Holding contraiga deuda en ningún momento.

Sólida capacidad de generación de fondos operativos: A nivel consolidado, la compañía muestra una generación de flujo de caja operativo (FCO) positivo y estable. A sep'16 el FCO alcanzó \$ 97 millones. La compañía opera a través de locales propios (37% del EBITDA sin gastos de estructura en 2015) y franquicias (44% del EBITDA sin gastos de estructura en 2015). Estas últimas no requieren inversiones ni el financiamiento de capital de trabajo por parte de la empresa. El flujo de fondos libre fue negativo en \$ 17 millones, principalmente por una agresiva política de dividendos y las inversiones de capital. Esperamos que el flujo de fondos libre continúe siendo negativo en los próximos 2 años, hasta tanto se normalice el nivel de inversiones.

Alto nivel de competencia: Havanna opera en un sector con un alto nivel de competencia, por lo que la empresa debe realizar nuevas aperturas constantemente para sostener su posición de mercado y mantener la presencia de la marca. En este sentido, la posibilidad de flexibilizar las inversiones orientadas a nuevos locales es limitada.

Se asume baja liquidez de las acciones: La compañía llevó a cabo la apertura de su capital mediante la oferta pública de acciones representativas del 10% de su capital, las cuales fueron adjudicadas en su totalidad. La Categoría 3 refleja la buena capacidad de generación de fondos del emisor y la baja liquidez estimada de las acciones. Fix asume que la liquidez será baja, ante la falta de antecedentes y dado que no es posible prever la evolución de la presencia, rotación y participación de la acción en el mercado secundario formal. A medida que transcurra el tiempo, se monitoreará la evolución de la acción en el mercado.

Sensibilidad de la Calificación

Se prevé que la compañía mantenga una conservadora estructura de capital, con deuda a EBITDA en torno a 1,5x y holgadas coberturas de intereses, y deuda concentrada en la compañía operativa. Cambios en el perfil operativo producto de un mayor nivel de competencia a la prevista, y factores macroeconómicos con significativo impacto en el nivel de demanda que redunden en un menor nivel de rentabilidad, podrían constituir un escenario de baja en la calificación.

La calificación de acciones podría subir en la medida en que se observe una sostenida liquidez de la acción en el mercado.

Liquidez y Estructura de Capital

Conservadora estructura de capital y fuertes métricas crediticias: A nivel consolidado, la empresa detenta una estructura de capital conservadora; el ratio de apalancamiento medido contra EBITDA alcanzó 0,7x a sep'16 y la cobertura de intereses con EBITDA, 4,1x. La deuda total alcanzaba \$ 79,9 millones, compuesta en su totalidad por préstamos bancarios denominados en pesos. Fix prevé que el nivel de apalancamiento se mantenga por debajo de 1,5x en los ejercicios 2016 y 2017.

Liquidez y flexibilidad financiera: Actualmente la empresa opera con un alto nivel de liquidez. A sep'16 contaba con una posición de caja y equivalentes de \$ 27,3 millones que alcanzaba a cubrir el 53% de su deuda de corto plazo, por lo que la compañía no se encuentra expuesta al riesgo de refinanciación.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de enero de 2012, y en forma comparativa con el ejercicio anterior, Havana Holding (antes Desarrollo Alpha S.A.) ha adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Los indicadores correspondientes a los Estados Contables cerrados a Sep'16 se han estimado anualizando los resultados de los 9 meses.

Balance General - Havana Holding S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Periodo	15,53	13,30	8,56	6,53	4,93	4,31
Cifras no consolidadas	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	2012	2011
Meses	sep-16	2015	2014	2013	12 meses	12 meses
	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	83.906	138.007	105.327	78.313	62.159	64.802
EBITDAR Operativo	131.351	190.699	145.423	109.328	88.052	83.596
Margen de EBITDA	11,7	16,4	16,0	16,6	16,0	19,0
Margen de EBITDAR	18,4	22,6	22,1	23,2	22,7	24,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	17,9	18,9	26,1	17,2	14,4	22,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(2,5)	(7,0)	(2,5)	(1,9)	(7,6)	2,6
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	25,9	61,2	53,2	39,9	57,0	81,0
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,5	4,5	6,2	4,5	3,7	6,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	4,1	4,8	4,9	5,3	4,9	8,4
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,9	2,3	2,4	2,4	2,3	3,2
EBITDA / Servicio de Deuda	1,4	0,9	1,1	0,8	0,9	1,7
FGO / Cargos Fijos	4,5	4,5	6,2	4,5	3,7	6,0
FFL / Servicio de Deuda	0,0	(0,2)	0,1	0,1	(0,2)	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,4	(0,2)	0,2	0,1	(0,1)	0,6
FCO / Inversiones de Capital	2,0	0,8	1,2	2,5	2,4	2,4
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,5	4,3	3,1	4,6	5,4	3,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,7	1,2	1,0	1,1	1,3	0,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,5	1,1	0,9	1,0	1,2	0,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,3	2,9	2,8	2,8	3,0	2,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,1	2,9	2,7	2,7	2,9	2,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	22,6	21,6	22,5	17,9	19,9	15,6
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,6	0,7	0,7	0,9	0,7	0,6
Balance						
Total Activos	516.736	489.949	362.049	250.653	222.689	204.522
Caja e Inversiones Corrientes	27.365	6.947	11.552	4.229	7.077	5.240
Deuda Corto Plazo	51.793	117.668	72.737	79.619	57.657	30.422
Deuda Largo Plazo	28.173	44.919	32.978	5.081	21.537	18.704
Deuda Total	79.966	162.587	105.715	84.700	79.194	49.126
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	79.966	162.587	105.715	84.700	79.194	49.126
Deuda Fuera de Balance	359.700	391.776	302.698	217.105	181.251	131.558
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	439.666	554.363	408.413	301.805	260.445	180.684
Total Patrimonio	253.989	127.454	99.940	77.740	71.347	25.427
Total Capital Ajustado	693.655	681.817	508.353	379.545	331.792	206.111
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	72.426	99.894	111.030	50.639	35.045	38.373
Variación del Capital de Trabajo	25.341	(47.658)	(31.948)	(21.972)	(7.728)	(15.019)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	97.767	52.236	79.082	28.667	27.317	23.354
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(49.473)	(66.186)	(67.117)	(11.387)	(11.621)	(9.924)
Dividendos	(66.171)	(44.856)	(28.149)	(26.378)	(45.108)	(4.546)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(17.877)	(58.806)	(16.184)	(9.098)	(29.413)	8.884
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	2.334	482	3.048	828	535	0
Otras Inversiones, Neto	(583)	15	(269)	(367)	389	(621)
Variación Neta de Deuda	(85.683)	44.925	17.669	(2.333)	18.800	792
Variación Neta del Capital	154.060	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	(1.517)	0	0	(13.474)
Variación de Caja	52.251	(13.384)	2.747	(10.970)	(9.688)	(4.419)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	714.685	843.395	658.713	470.930	387.912	340.680
Variación de Ventas (%)		28,0	39,9	21,4	13,9	32,0
EBIT Operativo	68.249	124.447	95.759	66.132	54.742	56.303
Intereses Financieros Brutos	20.520	28.928	21.406	14.651	12.759	7.688
Alquileres	47.445	52.692	40.096	31.015	25.893	18.794
Resultado Neto	36.989	69.606	47.261	29.707	27.557	19.563

Balance General - Havana S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD a final del Periodo - - - - -

Cifras no consolidadas	sep-16	dic-15	dic-14	dic-13	dic-12	dic-11
Meses	9 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	96.684	147.939	113.268	81.796	64.508	65.185
EBITDAR Operativo	96.684	195.679	147.383	108.395	86.498	83.224
Margen de EBITDA	13,5	17,5	17,2	17,4	16,7	19,1
Margen de EBITDAR						
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	35,5	19,5	27,4	20,4	14,4	16,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(2,1)	(7,2)	(2,5)	0,2	(3,8)	(1,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	25,6	51,1	41,7	37,9	28,7	54,5
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,8	4,5	6,3	5,3	4,3	6,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	4,8	5,1	5,3	5,7	5,9	9,9
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	4,8	2,5	2,7	2,6	2,6	3,4
EBITDA / Servicio de Deuda	1,6	1,0	1,2	0,9	0,9	1,9
FGO / Cargos Fijos	4,8	4,5	6,3	5,3	4,3	6,8
FFL / Servicio de Deuda	0,1	(0,2)	0,1	0,2	(0,1)	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,4	(0,2)	0,2	0,2	0,1	0,2
FCO / Inversiones de Capital	2,1	0,8	1,2	3,5	2,5	2,4
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,8	3,9	2,7	3,5	4,9	3,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	3,5	3,2	3,3	3,6	2,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,4	1,1	0,8	1,0	1,1	0,6
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,1	2,7	2,5	2,5	2,7	2,1
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,8	2,6	2,4	2,4	2,6	2,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	22,0	21,7	22,7	17,8	18,0	14,8
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,6	0,7	0,7	0,9	0,7	0,6
Balance						
Total Activos	514.860	518.128	388.907	275.733	247.404	208.675
Caja e Inversiones Corrientes	27.294	6.870	11.529	4.219	7.042	5.237
Deuda Corto Plazo	51.793	117.668	72.737	77.949	57.657	27.422
Deuda Largo Plazo	28.173	44.919	32.978	5.081	19.906	17.100
Deuda Total	79.966	162.587	105.715	83.030	77.563	44.522
Deuda asimilable al Patrimonio						
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	79.966	162.587	105.715	83.030	77.563	44.522
Deuda Fuera de Balance	26.400	357.113	260.833	186.191	153.933	126.274
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	106.366	519.700	366.548	269.221	231.496	170.796
Total Patrimonio	1254.866	158.706	129.028	106.596	99.691	101.689
Total Capital Ajustado	361.232	678.406	495.576	375.817	331.187	272.485
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	76.282	103.139	114.335	62.191	36.653	38.506
Variación del Capital de Trabajo	25.227	(47.659)	(33.293)	(22.233)	(7.958)	(15.019)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	101.509	55.480	81.042	39.958	28.695	23.487
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(49.473)	(70.865)	(67.822)	(11.387)	(11.622)	(9.924)
Dividendos	(66.863)	(45.457)	(29.734)	(27.452)	(31.667)	(18.184)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(14.827)	(60.842)	(16.514)	1.119	(14.594)	(4.621)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	1.725	482	4.219	828	1	0
Otras Inversiones, Neto	26.428	15	(649)	(4.009)	(461)	(621)
Variación Neta de Deuda	(114.392)	56.872	22.344	5.466	16.671	273
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	124.659	0	0	0	0	0
Variación de Caja	23.593	(3.473)	9.400	3.404	1.617	(4.969)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	714.592	843.147	658.224	470.930	387.313	340.680
Variación de Ventas (%)		28,1	39,8	21,6	13,7	
EBIT Operativo	80.429	133.571	102.835	68.955	55.624	56.693
Intereses Financieros Brutos	20.005	29.091	21.379	14.317	10.992	6.605
Alquileres	0	47.740	34.115	26.599	21.990	18.039
Resultado Neto	39.707	73.541	49.076	39.099	28.898	27.731

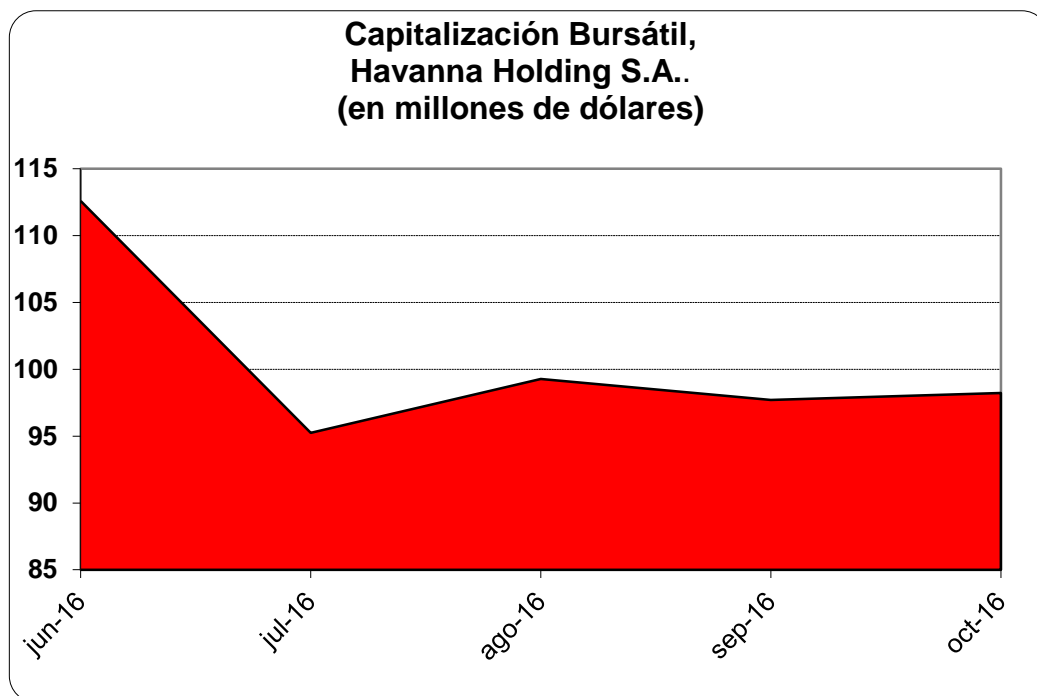
Anexo II. Glosario

- 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
- Capex: Inversiones de capital
- Payout: Dividendos pagados/ Resultado neto del ejercicio anterior

Anexo III. Acciones

Havana Holding S.A. (antes Desarrollo Alpha S.A.) llevó a cabo la oferta pública acciones por un total de 4.270.558 de nuevas acciones Clase B con derecho a 1 voto por acción, las cuales fueron adjudicadas en su totalidad y emitidas el día 9 de junio de 2016. De esta manera, el total de acciones asciende a 46.976.135.

La capitalización bursátil de Havana Holding a octubre de 2016 totalizaba US\$ 98,2 MM. El gráfico a continuación detalla la evolución de la capitalización bursátil de la compañía desde jun'16 (fuente: Economática):



Presencia

En los últimos cinco meses móviles a octubre de 2016, la acción de Havana Holding mantuvo una presencia del 100% sobre el total de ruedas en las que abrió el mercado.

Rotación

Por su parte, al considerar la cantidad de acciones negociadas en el último trimestre, se observa que la acción de Havana Holding registró una rotación del 8% sobre el capital flotante en el mercado.

Participación

En los últimos tres meses, a octubre de 2016, el volumen negociado por Havana Holding fue de \$ 11,4 MM, con una participación sobre el volumen total negociado en el mercado del inferior al 1%.

Debido al corto período de análisis (4 meses) y dado que no es posible prever la evolución de largo plazo de la presencia, rotación y participación de la acción en el mercado secundario formal, Fix asumió que la liquidez será baja. A medida que transcurra el tiempo, monitoreará la evolución de la acción en el mercado.

Pago de dividendos en efectivo

La compañía cuenta con una agresiva política de distribución de dividendos. En 2015 y 2016 la compañía resolvió distribuir dividendos por \$42.524.929 y \$62.677.478 respectivamente.

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) realizado el **17 de noviembre de 2016**, confirmó* la **Categoría A(arg)** a la calificación del emisor de Havana Holding S.A. La perspectiva es **Estable**.

Categoría 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.

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 es 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.

Asimismo, confirmó* en **Categoría 3** las acciones de Havana Holding S.A. en base a la capacidad de generación de fondos de la compañía y el supuesto de baja liquidez.

Categoría 3: Se trata de acciones que cuentan con una liquidez media y cuyos emisores presentan una regular capacidad de generación de fondos.

Las calificaciones asignadas se desprenden de Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondeo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondeo y Flexibilidad Financiera de la Compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y calidad de los Accionistas. Para la calificación de las acciones adicionalmente se consideró su liquidez en el mercado.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **25 de Abril de 2016** disponible en www.fixscr.com, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

Fuentes

- Balances auditados al 30-09-2016 (9 meses) disponible en www.cnv.gob.ar.
Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & CO. S.R.L.
- Prospecto de emisión de acciones de fecha 30/05/2016, disponible en www.cnv.gob.ar.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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

La reproducción o distribución total o parcial de este informe 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 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 se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, 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 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 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, pero no sólo, 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.