

Plaza Logística S.R.L. (PL)

Informe Integral

Calificaciones

ON Clase 2 hasta el equivalente en UVA hasta U\$S 30 MM **A(arg)**

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ MM)	Sep'17 9m	2016 12m
Total Activos	3.593	2.658
Total Deuda	502.4	326.5
Ingresos	198.6	221.2
EBITDA	111.7	134.9
Margen de EBITDA (%)	56.3	61.0
Margen de EBITDA por Locación (%)	72%	77%
Deuda/EBITDA	3.4	2.4
EBITDA/intereses	3.6	2.9

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Informes relacionados

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

Analista Principal

Gabriela Curutchet
Director-Asociado
5235 8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario

Martin Frugone
Analista
5235 8137
martin.frugone@fixscr.com

Responsable del sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Robusto modelo de negocio: Asumiendo la fusión de Plaza Logística SRL (en adelante PL) con Plaza Logística Tortugas SRL y otras compañías del grupo (ver cuadro de Estructura Organizacional Pág. 2) a efectivizarse el 1^{ro} de enero de 2018, el emisor posee 143.000 m² de espacio logístico rentable con contratos a largo plazo (6 años promedio, vencimiento escalonado entre 3 y 10 años) en ubicaciones estratégicas de Gran Buenos Aires con ajustes periódicos que consideran la variación de inflación, costos logísticos, variación del dólar y variación del precio de la construcción. Si bien existe concentración de contrapartes, las mismas son multinacionales de adecuada calidad crediticia en un mercado sub ofertado, lo cual se refleja en un nivel acotado de vacancia.

Moderado riesgo de ejecución: La industria y el grupo se encuentran en etapa de expansión. La estrategia actual contempla duplicar los metros cuadrados existentes hasta alcanzar en 2 años aproximadamente 330.000 m² rentables. El mercado de espacios logísticos esta subdesarrollado y el potencial de crecimiento del mismo es elevado, el riesgo de construcción y de ejecución de la estrategia se considera moderado. El ratio de deuda /EBITDA durante el periodo de construcción se estima en 9.0x y los ratios de cobertura en 1.8x.

Flujo libre negativo: De acuerdo al Caso Base de Fix la construcción de 187.486 m² (incluyendo potenciales obras en parque Ciudad) junto con los 143.290 m² actuales le permitirá a la compañía contar con 330.776 m² rentables obteniendo ingresos anuales por locación a partir de la finalización de las obras (2019) de aproximadamente U\$S 30 MM y un EBITDA de por lo menos U\$S 24 MM. Con una inversión estimada en más de U\$S 100 MM en el periodo 2017-2018, el flujo libre negativo será financiado en un 76% con deuda adicional. El financiamiento con deuda rondará el 50% considerando la estructura de capital pro forma.

Riesgo de refinanciación manejable: una vez realizados los nuevos desembolsos de deuda (ON y préstamo sindicado), la deuda incremental será de U\$S 60 MM. El 66% del endeudamiento corresponderá al préstamo sindicado garantizado con cesión de flujo provenientes de los contratos e hipotecas de los inmuebles. Las obligaciones negociables (33%) se emitirán sin garantías pero tendrán menor plazo de vencimiento, restando al vencimiento de las mismas un saldo correspondiente al 60% del préstamo sindicado (U\$S 40 millones). El valor de los activos respecto de la deuda es considerado alto, siendo la valuación estimada de los inmuebles a junio'2017 (sin considerar las obras en construcción) en U\$S 203.4 MM. No obstante, el elevado nivel de apalancamiento post emisión de deuda (U\$S 90 MM) expone a la compañía a diversos riesgos de mercado y de contexto macroeconómico local.

Sensibilidad de la Calificación

Subas de calificación: los factores que podrían derivar en subas de la calificación en forma conjunta o individual incluyen la diversificación geográfica de activos y de locatarios y la expansión del negocio que demuestre una consolidación de la compañía con una generación de flujo estable y predecible.

Bajas de calificación: Cualquier evento o factor que no ocurra según lo anticipado e implique un deterioro en el perfil del flujo generado por las operaciones, cambios significativos en la oferta y demanda o macroeconómicos que afecten el repago estimado, mayor agresividad en los planes de expansión o menores niveles de liquidez a los estimados.

Liquidez y Estructura de Capital

Liquidez satisfactoria: La calificación contempla la importante posición de activos de la compañía, localizadas en zonas estratégicas. A junio'17 de acuerdo a Cushman & Wakefield Argentina el valor de activos del grupo era de U\$S 203.4 MM. Para fines de 2018 una vez finalizadas las actuales inversiones se espera que el valor de los activos ascienda a aproximadamente U\$S 358 MM y la deuda a U\$S 90 MM de U\$S 30 MM.

Perfil del Negocio

Plaza Logística S.R.L. (PL) desarrolla y opera parques logísticos AAA en Argentina, actualmente focalizada en la zona norte del Gran Buenos Aires con 143.000 m² rentables, 187.000 m² en construcción o a construir en los próximos años.

La estructura organizacional del grupo se encuentra en proceso de simplificación a través de la fusión por absorción de Plaza Logística SRL con Plaza Logística Tortugas SRL y PL Tigre SRL que se efectivizará el 1 de enero 2018. Actualmente el grupo opera de forma conjunta y la fusión no tendrá impacto operacional. Fix ha realizado su análisis de forma consolidada considerando que durante los meses previos a la fusión PL Tigre y Plaza Logística Tortugas serán solidariamente responsables por el nuevo endeudamiento emitido por la compañía absorbente.

Teniendo en cuenta la expansión en marcha con inversiones por más de U\$S 100 MM, al finalizar el plan de obras en 2019 los ingresos por locación serán de aproximadamente U\$S 30 millones, considerando una vacancia promedio del 4.2% y un precio promedio de U\$S 7.67 m² y el EBITDA superior a U\$S 24.0 MM. La compañía (consolidada) opera tres parques por un total de 143.000 m² rentables en ubicaciones geográficas estratégicas con cercanía a los principales polos de demanda de Buenos Aires y centros productivos del Gran Buenos Aires: Pilar, Pacheco y Tortugas con un EBITDA a diciembre'2016 de U\$S 9 MM, una vacancia inferior al promedio de 2%. De acuerdo a Cushman & Wakefield Argentina el valor de los activos consolidado al 30 de junio 2017 (sin tener en cuenta las obras en construcción) era de U\$S 203.4 MM.

Agresivo plan de expansión: El plan de expansión en marcha incluye incorporar 187 mil m² adicionales con una inversión total entre 2017 y 2018 años superior a U\$S 100 MM. Adicionalmente, posee un potencial constructivo incremental de 307 mil m² que le permitiría contar con una superficie rentable total cercana a 638 mil m². PL utilizará nuevo endeudamiento de largo plazo por U\$S 90 MM junto aportes de capital (comprometidos en los contratos de deuda) por un total de U\$S 21.3 MM para financiar las inversiones estipuladas en esta etapa de crecimiento y refinanciar la deuda vigente (*ver Liquidez y estructura de capital*).

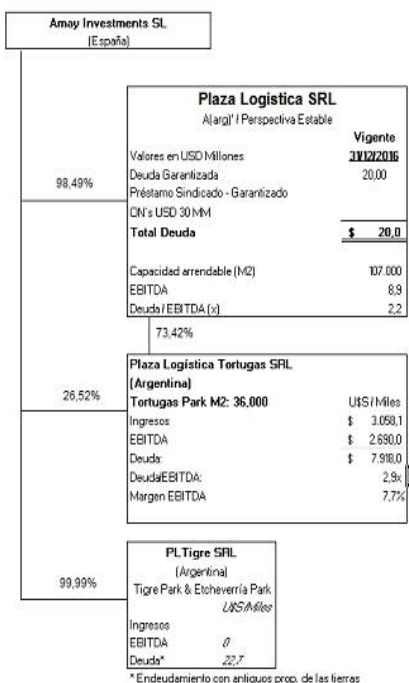
Riesgo construcción: Existen contratos llave en mano a precio fijo. La construcción se considera en un nivel de complejidad medio. A la fecha existen obras en curso en tres parques: Tortugas 42.000 m², Pilar 35.000 m² y Echeverría 70.000 m². Las obras se estiman que finalizarán entre principios y fin del próximo año.

Concentración de contrapartes: En la actualidad la compañía posee contratos de locación con 9 clientes, de los cuales 7 ya están operando y 2 comenzarán a operar en el primer semestre de 2018, una vez finalizadas las obras. Actualmente el contrato con SC Johnson & Son Argentina concentra el 38% de los ingresos y Natura Cosméticos S.A. el 19%. Una vez finalizado el plan de inversión SC Johnson & Son Argentina representará menos del 20% de los ingresos.

Contratos de largo plazo: Todos los contratos se acuerdan sobre una base "triple net", es decir que los locatarios son responsables del pago del alquiler, de las expensas ordinarias y de los impuestos. Además, deben contar con las pólizas de seguro contra incendio y de seguro de responsabilidad civil de terceros. Cada locatario es responsable de tramitar la habilitación municipal con relación a la actividad relacionada dentro del espacio alquilado.

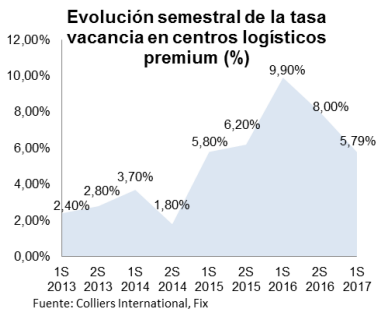
Cobertura ante inflación, ajustes tipo de cambio: Los precios de los contratos están mayormente denominados en pesos ajustables por formulas polinómicas utilizando las variaciones por tipo de cambio, inflación, costo construcción y costos logísticos. Los precios medidos en dólares han demostrado cierta estabilidad ante variaciones graduales de inflación y tipo de cambio. En diciembre'15, luego de la fuerte devaluación, los precios medidos en dólares se redujeron inicialmente entre un 20% y 25% pero se lograron recuperar en los siguientes 3 - 5 meses.

Estructura del Grupo Plaza Logística a diciembre'2016



Cuadro organizacional Proforma FIX a diciembre 2019





Riesgo del sector

La evolución del sector depende de las tarifas logísticas y de la vacancia que a su vez dependen de los metros cuadrados rentables en el mercado y la evolución de la economía. Existen pocos espacios disponibles de gran tamaño cercanos a las zonas industriales o cerca de la capital federal.

Los gráficos a la izquierda muestran la evolución de precios y vacancias históricas de centros logísticos AAA según Colliers International.

Posición competitiva

El mercado se encuentra en una etapa incipiente de desarrollo, con 3 operadores fuertes en zonas estratégicas del Gran Buenos Aires. En el mediano plazo la dinámica de la oferta supeditada a las variaciones de la demanda podrían generar volatilidad de precio y vacancia que produzcan variaciones en los márgenes operativos de los operadores logísticos.

Actualmente Plaza Logística es el principal proveedor de parques logísticos AAA con un 19% de participación de mercado. La compañía (consolidada) cuenta con aproximadamente 330 mil m² de espacio de almacenamiento multicliente AAA (entre los m² construidos y en construcción), sobre un total de mercado de aproximadamente 1.5 millón de m² de espacio AAA. Los principales competidores del Grupo Plaza Logística son Grupo Posadas, Invertrust y Boguer.

Administración y Calidad de Accionistas

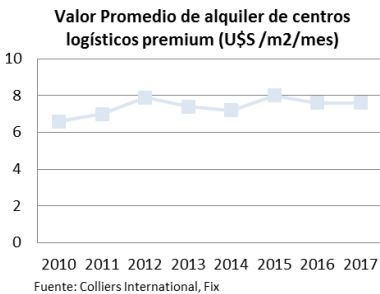
Plaza Logística comenzó su actividad de logística en el país en 2009 y en la actualidad cuentan con más de 143.290 m² AAA rentables y 187.486 m² en construcción o por desarrollarse. Los accionistas principales de la compañía son:

Point State Capital LP (Delaware, EEUU): fondos de capitales privados de servicios de inversiones. Actualmente, Point State Capital posee, a través de Point Argentum Fund Ltd participación en Plaza Logística Argentina LLC y en TGLT S.A. y Genneia S.A..

Blue Water Worldwide LLC (Delaware, EEUU): es el controlante indirecto de PL, siendo un vehículo de inversión fundado por Benjamin H. Griswold III, ex accionistas de Alex Brown & Sons Inc. (el primer banco de inversión de EEUU). La estrategia del fondo consiste, en la adquisición de activos reales con valor tangible, duradero en el tiempo y con potencial de apreciación. Actualmente, Blue Water Worldwide LLC participa además de Plaza Logística SRL en Electro Dunas S.A. A. (compañía de distribución y comercialización de energía eléctrica en la región centro de Perú) y Bluegrass Materials Co. (fabricación de materiales para la construcción en EEUU).

Factores de Riesgo

- Mercado de espacios logísticos en etapa de crecimiento. Evolución de oferta y demanda tendrán impacto variable en el corto y mediano plazo sobre los precios y niveles de vacancia.
- Fuerte expansión de Plaza Logística con picos de apalancamiento elevados. Mitigan parcialmente este riesgo el valor de activos que supera 3 veces el nivel de deuda esperado al momento de completarse la expansión. Al ser un mercado incipiente, la evolución de oferta y demanda podrían tener un impacto significativo sobre ciertas variables críticas del negocio.
- Concentración de contrapartes. Si bien el perfil crediticio de las contrapartes es bueno, cualquier baja o cambio podría tener un impacto significativo en vacancia y EBITDA. Este riesgo se encuentra mitigado por las cláusulas de rescisión, anticipos o garantía estipuladas en los contratos.
- Riesgo de demanda. Sensibilidad a PBI industrial y coyuntura sectorial y macroeconómica.



Perfil Financiero

Rentabilidad

En los últimos años, PL mostró un crecimiento de ventas y EBITDA que refleja la etapa de crecimiento que atraviesa el negocio y se espera continúe en los próximos años. Los ingresos tienen una naturaleza estable, basados en contratos en pesos ajustables por diversas variables, con vencimientos escalonados entre 2019 y 2028.

Los niveles de vacancia históricos de PL fueron inferiores al promedio de mercado, situándose cercano al 2% en comparación a 3%-9% del mercado. La evolución de la vacancia y los niveles de precio se verán afectados por la dinámica de la oferta para los diferentes segmentos de negocio. El horizonte de rentabilidad considerando los contratos actuales sobre 143.000 m² de depósito y una vacancia del 2.1% medida sobre los m² rentables es de U\$S 9.0 MM de EBITDA. Cada salto de 20.000 m² asumiendo los actuales precios y vacancia aporta una rentabilidad adicional de U\$S 1.3 MM. A partir de 2019 un 1% de incremento en la vacancia implica una baja de U\$S 0.3 MM en el EBITDA y una reducción del 10% en los actuales precios implica una baja de U\$S 1.4 MM.

La incorporación de 187.486 m² rentables a partir de 2019, le permitirán a la compañía obtener ingresos de por lo menos U\$S 30 MM con un EBITDA de por lo menos U\$S 24.0 MM.

Flujo de fondos

Durante los últimos años la compañía obtuvo un flujo de fondos libre neutro o negativo producto de la inversión en el parque logístico de Tortugas. FIX espera que el flujo de fondos continúe siendo negativo en 2017 y 2018 dada las elevadas inversiones en los parques. A partir de 2019, bajo el actual plan de inversión, se espera que la compañía logre un flujo de fondos libre cercano al U\$S 10 MM.

Liquidez y estructura de capital

A diciembre'16 Plaza Logística tenía un Patrimonio Neto de \$ 1.597 MM y deuda bancaria financiera por \$326 MM. La misma corresponde a un préstamo sindicado local, dos préstamos otorgados por OPIC (Overseas Private Investment Corporation), un préstamo del BID y descuento de cheques.

En noviembre la compañía firmó un préstamo sindicado por U\$S 60 MM, a ser desembolsado en varios tramos entre 2017 y 2018. El primer tramo de \$ 530.1 MM (U\$S 30 MM) ya fue desembolsado y se utilizó para cancelar el endeudamiento con OPIC y el préstamo de sindicado que se encontraba en cabeza de Plaza Logística Tortugas. El resto del préstamo sindicado (U\$S 30 MM) junto con la emisión de ON por el equivalente a U\$S 30 MM serán utilizados para financiar las inversiones en los parques de Pilar 2, Tortugas 2, Echeverría 1 y 2 y Ciudad. El préstamo sindicado se encuentra garantizado con la cesión en garantía de derechos de cobro de ciertos contratos actuales y/o futuros y con hipoteca en primer gado de los predios Pilar, Pacheco, Tortugas y Echeverría. La garantía representa el 66% de la deuda y el 66% de los ingresos. Las Obligaciones Negociables serán emitidas sin garantías pero su plazo de vencimiento será menor al del préstamo sindicado; al vencimiento de las ON restará cancelar el 60% del préstamo.

FIX espera que desde la emisión de las ON hasta el inicio del arrendamiento de los nuevos depósitos (durante 2018), la compañía presente ratios de endeudamiento elevados con Deuda neta/EBITDA cercana a 9x. A partir de 2019 el Deuda neta /EBITDA anualizado se estimará por debajo de 3.5x.

Capitalización

U\$S 000

dic-16		%
Deuda de Corto Plazo	5.994	5,0%
Deuda de Largo Plazo	14.199	11,9%
Deuda Fuera de Balance	-	0,0%
Deuda Total Ajustada	-	0,00%
Total Patrimonio	98.808	83%
Total Capital Ajustado	19.000	100,00%

Elaboración: Información de la empresa

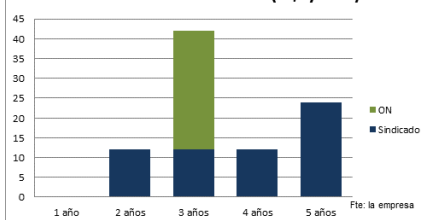
Capitalización

U\$S 000

dic-18		%
Deuda de Corto Plazo	12.000	5,7%
Deuda de Largo Plazo	78.000	37,1%
Deuda Fuera de Balance	-	0,0%
Deuda Total Ajustada	-	0,00%
Total Patrimonio	120.108	57%
Total Capital Ajustado	210.108	100,00%

Elaboración: Información de la empresa

Vencimiento de deuda (U\$S/MM)



Fondeo y flexibilidad financiera

Plaza Logística han demostrado lograr un buen acceso al financiamiento bancario local y con organismos multilaterales de crédito. Recibió sucesivos préstamos de OPIC “The Overseas Private Investment Corporation por un total de U\$S 14.0 MM y un préstamo del BID (Banco Interamericano de Desarrollo) por U\$S 20.0 MM. Además en 2015 el grupo a través de Plaza Logística Tortugas obtuvo un préstamo sindicado por \$ 150 MM correspondiente a la “línea de crédito para inversiones productivas” otorgado por seis bancos en la plaza local. El acceso al mercado de capitales le otorgará una nueva fuente de financiamiento pudiendo acceder a condiciones más flexibles. En el día de la fecha se emitirán las ON Clase 1 por U\$S 27 MM.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a septiembre'17 han sido estimados anualizando las cifras de nueve meses.

Resumen Financiero- Plaza Logística SRL

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas	sep-17	dic-16	dic-15	dic-14
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de cambio al cierre	17,63	16,17	13,295	8,565
Tipo de cambio promedio	16,8148	15,0412	9,26	8,134
Meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad				
EBITDA Operativo	111.737	134.854	72.231	48.851
EBITDAR Operativo	111.737	134.854	72.231	48.851
Margen Ingresos totales / EBITDA	56,26	60,96	57,80	56,54
Margen de EBITDA por Locación	0,72	0,77	0,73	0,74
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	6,93	9,65	5,67	7,34
Margen del Flujo de Fondos Libre	(64,32)	6,95	(61,08)	(5,99)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	24,07	29,13	45,65	50,44
Coberturas				
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,42	4,02	5,49	4,68
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	3,62	2,92	4,91	3,77
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,62	2,92	4,91	3,77
EBITDA / Servicio de Deuda	0,99	0,94	1,16	1,09
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,99	0,94	1,16	1,09
FGO / Cargos Fijos	4,42	4,02	5,49	4,68
FFL / Servicio de Deuda	(0,86)	0,43	(0,99)	0,17
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,61	0,91	(0,65)	0,22
FCO / Inversiones de Capital	0,45	1,15	0,45	0,90
Estructura de Capital y Endeudamiento				
Deuda Total Ajustada / FGO	3,58	2,34	5,03	3,02
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,37	2,42	4,60	2,95
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,89	1,92	4,31	2,91
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,37	2,42	4,60	2,95
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,89	1,92	4,31	2,91
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,14	14,02	6,17	17,98
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,22	0,30	0,14	0,22
Balance				
Total Activos	3.593.295	2.658.077	1.949.771	1.113.510
Caja e Inversiones Corrientes	221.430	68.157	21.311	2.263
Deuda Corto Plazo	109.230	96.924	47.458	32.025
Deuda Largo Plazo	393.154	229.592	285.163	112.186
Deuda Total	502.384	326.516	332.621	144.212
Deuda asimilable al Patrimonio				
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	502.384	326.516	332.621	144.212
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	502.384	326.516	332.621	144.212
Total Patrimonio	2.118.387	1.597.718	1.092.981	683.048
Total Capital	2.620.771	1.924.233	1.425.602	827.260
Flujo de Caja				
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	105.384	139.401	66.091	47.765
Variación del Capital de Trabajo	1.086	(19.949)	(4.337)	(3.384)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	106.470	119.452	61.754	44.381
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(234.219)	(104.077)	(138.081)	(49.559)
Dividendos	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(127.749)	15.374	(76.327)	(5.177)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	773	(2.288)	(26.337)	621
Variación Neta de Deuda	112.747	(97.482)	109.035	(31.727)
Variación Neta del Capital	188.596	127.215	5.230	38.259
Otros (Inversión y Financiación)	(21.965)	0	2.865	0
Variación de Caja	152.403	42.819	14.466	1.975
Estado de Resultados				
Ventas Netas	198.620	221.208	124.964	86.396
Variación de Ventas (%)	N/A	77%	45%	N/A
EBIT Operativo	110.913	134.025	71.861	48.686
Intereses Financieros Brutos	30.839	46.210	14.704	12.962
Alquileres	0	0	0	0
Resultado Neto	335.391	391.861	405.405	172.274

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.

Anexo III. Instrumentos

Plaza Logística S.R.L. emitirá los siguientes instrumentos bajo el marco de su programa global de emisión de obligaciones negociables por un valor nominal de hasta U\$\$130.000.000:

Obligaciones Negociables Clase 2 por el equivalente en UVA hasta U\$S 30 millones

En diciembre 2017 la compañía emitirá las ON Clase 2 bajo las siguientes condiciones:

Monto a emitir: hasta U\$S 30 millones

Denominación: las ON están denominadas en Unidades de Valor Adquisitivo (UVA), actualizables por el Coeficiente de Estabilización de Referencia (CER)

Moneda: las ON serán suscriptas e integradas en pesos al valor inicial de UVA.

Tasa: Fija a determinar.

Intereses: pagaderos por trimestre vencido.

Vencimiento: una sola cuota a los 36 meses desde la fecha de emisión.

Ley Aplicable: República Argentina

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, realizado el **18 de diciembre de 2017** asignó en **Categoría A(arg)** a las Obligaciones Negociables Clase 2 por el equivalente en UVA hasta U\$S 30 millones a ser emitidas por la compañía. 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. Puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de 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.

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el emisor de carácter privado:

- Estados Financieros Consolidados anuales hasta el 31/12/16
- Estados Financieros Consolidados condensados correspondiente a 30/09/2017 (9 meses).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Pistrelli, Henry Martin y Asociados S.R.L.
- Informes de gestión
- Preliminar de Suplemento de Precio de ON Clase 2 provisto por el emisor el 11 de diciembre 2017

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

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE:

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

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleva 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 U\$S 1.000 a U\$S 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 U\$S 1.000 y U\$S 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.