

## Capex S.A. (CAPEX)

### Informe de Actualización

#### Calificaciones

Emisor	A(arg)
ON Clase 2 por hasta USD 250 MM (ampliable hasta USD 300 MM)	A(arg)

#### Perspectiva

Estable

#### Resumen Financiero

(\$ miles)	31/01/18 9 Meses	30/04/17 12 Meses
Total Activos	13.976.656	9.230.781
Deuda Total	6.381.401	3.413.422
Ventas Netas	2.982.443	2.895.651
EBITDA Operativo	1.877.735	1.792.208
Margen EBITDA (%)	63,0	61,9
Deuda Neta/EBITDA	0,9	1,1
Deuda Total/FGO	2,2	1,7
EBITDA/Intereses	5,1	4,3
FGO/Intereses	5,8	4,7

#### Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores](#)

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

#### Analistas

##### Analista Principal

Pablo Cianni  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8146  
[pablo.cianni@fixscr.com](mailto:pablo.cianni@fixscr.com)

##### Analista Secundario

Gabriela Curutchet  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

##### Responsable Sector

Cecilia Minguillón  
 Director Senior  
 +54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Menor riesgo regulatorio mejora perspectiva sectorial:** En opinión de Fix, el nuevo esquema remunerativo le confiere mayor previsibilidad al sector de generación eléctrica, y favorece la generación de fondos operativos de la empresa. En tal sentido, la Res.19/2017 dispuso el aumento y la dolarización de la remuneración que reciben los generadores privados que participan en el mercado de contado, además de premiar los compromisos de disponibilidad de potencia y la mayor eficiencia en el uso de combustibles. Además se percibe el total de la remuneración, eliminándose los componentes *non cash*.

**Integración vertical y eficiencia operativa:** CAPEX es un productor integrado de energía eléctrica que posee una planta con 672 MW de capacidad nominal total de generación, la cual incluye un ciclo abierto y un ciclo combinado (55% y 45% de capacidad, respectivamente). La compañía presenta ventajas competitivas sobre otros participantes de la industria al contar con reservas de gas natural propias que utiliza para abastecer su planta, además de un posicionamiento favorable entre los productores locales de gas y gas licuado de petróleo (GLP) dada su buena capacidad de extracción en el contexto deficitario que atraviesa el sector energético del país.

**Rentabilidad favorecida por dinámica de precios:** En años recientes, la variación positiva de los precios en los segmentos de energía e hidrocarburos redundó en una mejora del margen de EBITDA de CAPEX, el cual se mantuvo por encima del 60% durante los últimos 3 años. Fix considera que los ingresos en el segmento de energía se benefician por la suba de precios establecida por la Res.19/2017, mientras que los programas de estímulo a la producción de gas no convencional a partir de 2018 junto al aumento del precio de venta del gas de la empresa para la central térmica desde abril 2016 le permiten mejorar la rentabilidad de dicho segmento a la vez que compensa parcialmente la merma de ingresos por la reducción del orden de 15% sufrida por los precios del crudo local en los últimos dos años.

**Inversiones apoyan la integración vertical:** El plan de inversiones de largo plazo es vital para la estrategia de integración vertical de la compañía, y en ese sentido se enmarca la adquisición no controlante a Chevron, por unos USD 25 millones, de las concesiones en las áreas de Loma Negra (37,5%) y La Yesera (18,75%) en la provincia de Río Negro, las cuales vencen en dic'24 y jun'27 respectivamente. Las áreas concesionadas cuentan con una producción estimada de 160m3/día de petróleo y 250.000 m3/día de gas. En el último año fiscal, las reservas desarrolladas de gas natural se redujeron levemente. Estimamos que las mismas son suficientes para abastecer las necesidades actuales de la planta de energía durante los próximos 6 años.

**Mayor previsibilidad del flujo de fondos mitiga riesgo de descalce de monedas:** Si bien el negocio de CAPEX está expuesto en gran medida al cambiante marco regulatorio argentino, la Res.SE 19-E/2017 otorga mayor previsibilidad a los ingresos de la compañía. Asimismo, dado que la nueva remuneración de la energía está denominada en dólares, se mitiga el riesgo de descalce monetario por tener la mayor parte de la deuda financiera en moneda dura.

#### Sensibilidad de la Calificación

FIX prevé que en el futuro CAPEX pueda mantener una relación entre endeudamiento total y flujo generado por las operaciones (FGO) por debajo de 3,0x y coberturas de intereses con FGO superiores a 3,5x. Un significativo incremento del endeudamiento que resulte en un deterioro de las métricas crediticias, podría derivar en una acción de calificación negativa. Asimismo, una caída sostenida del nivel de reservas de gas que dificulte el abastecimiento eficiente de la central o cambios en el entorno regulatorio que afecten la dinámica de precios del sector y, en consecuencia, la generación de fondos de la empresa, podrían llevarnos a bajar las calificaciones.

#### Liquidez y Estructura de Capital

Al 31/01/2018, la compañía detentaba una buena liquidez, con caja e inversiones corrientes del orden de \$4.104 millones. Tras la emisión de la ON Clase II por US\$ 300 millones con vencimiento en mayo 2024, la deuda de corto plazo quedó en \$437 millones.

CAPEX presenta un apalancamiento moderado, con un ratio Deuda/EBITDA a ene'18 de 2,5x y cobertura de intereses con EBITDA de 5,1x. Se estima que el nivel de apalancamiento neto se mantendrá en torno a 2,5x EBITDA. La emisión ha tenido un impacto positivo sobre el perfil de deuda –estirando el plazo de pago- y sobre el costo de financiamiento.

## Anexo I. Resumen Financiero

La deuda total ajustada incorpora los pasivos financieros de la compañía y otros conceptos como provisiones para juicios y multas. El EBITDA / EBIT operativo fue calculado revirtiendo los resultados no recurrentes.

Los indicadores correspondientes a los Estados Contables cerrados a ene'18 se han estimado anualizando las cifras del período.

### Resumen Financiero - Capex S.A.

(miles de ARS; año fiscal finalizado en abril)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD (Cierre)	19,65	15,43	14,26	8,90	8,00	5,18
Tipo de Cambio ARS/USD (Promedio)	17,39	15,15	11,15	8,46	6,34	4,77
Norma Contable	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>	<b>NIIF</b>
Período	<b>ene-18</b>	<b>2017</b>	<b>2016</b>	<b>2015</b>	<b>2014</b>	<b>2013</b>
	9 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
<b>Rentabilidad</b>						
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>1.877.735</b>	<b>1.792.208</b>	<b>1.112.884</b>	<b>731.125</b>	<b>428.760</b>	<b>285.489</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>63,0</b>	<b>61,9</b>	<b>60,3</b>	<b>58,0</b>	<b>52,5</b>	<b>39,9</b>
Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%)	24,7	28,2	25,4	26,1	21,1	16,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	29,8	27,3	(7,3)	7,1	1,7	(6,9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	12,9	21,2	(18,5)	0,1	(60,1)	(15,6)
<b>Coberturas</b>						
FGO/Intereses Financieros Brutos	5,8	4,7	3,3	3,0	2,1	2,0
EBITDA/Intereses Financieros Brutos	5,1	4,3	2,8	2,6	1,9	1,9
EBITDA/Servicio de Deuda	2,7	0,5	1,7	1,4	1,0	0,8
FGO/Cargos Fijos	5,8	4,7	3,3	3,0	2,1	2,0
FFL/Servicio de Deuda	1,8	0,3	0,4	0,7	0,5	0,3
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda	6,2	0,7	1,7	1,5	0,7	0,4
FCO/Inversiones de Capital	2,6	1,8	0,8	1,3	1,0	0,7
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>						
Deuda Total Ajustada/FGO	2,2	1,7	2,6	2,6	4,2	4,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	2,5	1,9	3,0	3,0	4,4	4,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA	0,9	1,1	2,3	2,5	4,3	4,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	10,1	12,4	14,4	13,6	13,9	12,6
Deuda Corto Plazo/Deuda Total	0,1	1,0	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Balance</b>						
Total Activos	13.976.656	9.230.781	6.594.433	4.017.443	2.455.907	2.120.340
Caja e Inversiones Corrientes	4.103.837	1.450.437	813.226	392.704	51.783	33.813
Deuda Corto Plazo	436.549	3.327.697	238.186	230.389	209.629	191.087
Deuda Largo Plazo	5.944.853	85.725	3.152.593	1.988.233	1.675.878	1.101.956
<b>Deuda Total</b>	<b>6.381.401</b>	<b>3.413.422</b>	<b>3.390.779</b>	<b>2.218.622</b>	<b>1.885.507</b>	<b>1.293.043</b>
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>6.381.401</b>	<b>3.413.422</b>	<b>3.390.779</b>	<b>2.218.622</b>	<b>1.885.507</b>	<b>1.293.043</b>
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	2.730	2.730	3.244	2.367	1.810	3.733
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>6.384.132</b>	<b>3.416.153</b>	<b>3.394.023</b>	<b>2.220.990</b>	<b>1.887.317</b>	<b>1.296.776</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>5.262.532</b>	<b>3.541.442</b>	<b>1.797.299</b>	<b>1.007.229</b>	<b>263.323</b>	<b>487.340</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>11.646.663</b>	<b>6.957.595</b>	<b>5.191.322</b>	<b>3.228.218</b>	<b>2.150.640</b>	<b>1.784.116</b>
<b>Flujo de Caja</b>						
<b>Flujo Generado por las Operaciones (FGO)</b>	<b>1.790.023</b>	<b>1.540.101</b>	<b>916.713</b>	<b>562.111</b>	<b>232.855</b>	<b>151.839</b>
Variación del Capital de Trabajo	(342.387)	226.600	(418.313)	(123.463)	(40.332)	(6.030)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>1.447.635</b>	<b>1.766.700</b>	<b>498.400</b>	<b>438.648</b>	<b>192.523</b>	<b>145.809</b>
Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total	(300)	528	526	1.468	12.996	0
Inversiones de Capital	(558.305)	(976.942)	(633.363)	(349.999)	(191.429)	(194.922)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>889.030</b>	<b>790.287</b>	<b>(134.437)</b>	<b>90.117</b>	<b>14.090</b>	<b>(49.113)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos (Neto)	113	0	0	141.000	0	0
Otras Inversiones (Neto)	(338.652)	85.883	(3.680)	1.309	8.518	(1.461)
Variación Neta de Deuda	1.470.389	(203.074)	140.500	51.940	(28.347)	56.400
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>2.020.880</b>	<b>684.595</b>	<b>2.383</b>	<b>284.366</b>	<b>(5.739)</b>	<b>5.826</b>
<b>Estado de Resultados</b>						
<b>Ventas Netas</b>	<b>2.982.443</b>	<b>2.895.651</b>	<b>1.844.804</b>	<b>1.260.912</b>	<b>816.212</b>	<b>715.340</b>
Variación de Ventas (%)	85,4	57,0	46,3	54,5	14,1	(3,6)
<b>EBIT Operativo</b>	<b>1.356.627</b>	<b>1.308.813</b>	<b>839.682</b>	<b>525.144</b>	<b>291.168</b>	<b>132.010</b>
Intereses Financieros Brutos	370.834	421.433	403.188	279.723	220.667	147.662
<b>Resultado Neto</b>	<b>426.127</b>	<b>566.801</b>	<b>(259.926)</b>	<b>388</b>	<b>(225.418)</b>	<b>(82.490)</b>

## Anexo II. Glosario

- CAMMESA (*Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A.*): Ente regulador que administra el mercado eléctrico mayorista argentino. Sus principales funciones incluyen la operación y despacho de la generación eléctrica y el cálculo de los precios en el mercado al contado, la operación en tiempo real del sistema eléctrico y la administración de operaciones comerciales en el mercado eléctrico.
- 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.
- EBITDA: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres Devengados.
- MM: Millones.
- MW: Símbolo del megavatio en el *Sistema Internacional de Unidades*. Se trata de una unidad de potencia equivalente a 1 millón de vatios.
- MWh: Símbolo del megavatio-hora. Medida de energía eléctrica equivalente a 1 millón de vatios-hora. Es la energía necesaria para suministrar una potencia constante de un megavatio durante una hora.
- *Non cash*: Parte de la Remuneración que recibían los generadores era sólo económica, sin flujo asociado, como los Mantenimientos Mayores y el Adicional Fideicomiso.
- *Programa de Estímulo a la Inyección de Gas Natural para Empresas de Inyección Reducida*: Programa creado en noviembre de 2013 por la *Resolución 60/13 de la Comisión de Planificación y Coordinación Estratégica del Plan Nacional de Inversiones Hidrocarburíferas* (disuelta en enero de 2016), al cual podían solicitar la adhesión empresas con una inyección promedio menor a 3,5 millones de metros cúbicos diarios. El programa, con vigencia de 4 años y la posibilidad de un año de prórroga, establece un esquema de compensaciones a pagar sobre los precios del gas natural que se aplica en forma escalonada y progresiva dependiendo de la producción excedente de cada empresa por sobre su inyección base ajustada (inyección del período julio-diciembre de 2013).
- SADI (*Sistema Argentino de Interconexión*): Es la principal red de transporte de energía eléctrica de Argentina. Colecta y distribuye la potencia eléctrica generada en la mayor parte del país.
- SE (*Secretaría de Energía*; en 2015 adquirió rango ministerial y pasó a denominarse *Ministerio de Energía y Minería*): Sus principales tareas incluyen la administración de subsidios al gas y la electricidad, el ajuste de las tarifas de los servicios públicos, el reordenamiento de los marcos regulatorios para la prestación de servicios públicos y la redefinición de las políticas necesarias para lograr el autoabastecimiento energéticos en todo el territorio argentino.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

## Anexo III. Características de los Instrumentos

El 18 de abril de 2017, el *Directorio* de CAPEX aprobó la emisión de la segunda clase de obligaciones negociables (las Obligaciones Negociables Clase 2), simples, no convertibles en acciones, por un monto de hasta USD 250 millones (ampliable hasta USD 300 millones), bajo el *Programa Global de Obligaciones Negociables por hasta USD 600 millones* aprobado por la Asamblea General Ordinaria de Accionistas celebrada el día 15 de marzo de 2017 y autorizado por la CNV mediante Resolución N° 18.632 de fecha 27 de abril de 2017.

### Obligaciones Negociables Clase 2 por hasta USD 250 millones (ampliable hasta USD 300 millones)

- Monto emitido: USD 300 millones.
- Fecha de Vencimiento: 15 de mayo de 2024 (a los 7 años de la fecha de emisión).
- Amortización de capital: El 100% del capital se cancelará en una única cuota en la Fecha de Vencimiento.
- Tasa de interés: 6,875% nominal anual (pagadera semestralmente por período vencido desde la Fecha de Emisión).

#### Limitaciones del instrumento emitido:

- Limitación a incurrir en deuda financiera adicional: La empresa y sus subsidiarias restringidas podrán incurrir en deuda financiera adicional, si al momento de incurrirla y dado efecto a la misma: (i) No ha ocurrido ningún supuesto de incumplimiento y (ii) el indicador de cobertura de intereses consolidado no fuera inferior a 2,0x y el indicador de deuda financiera neta sobre EBITDA consolidado no fuera superior a 3,5x. Alcanzados el valor mínimo y el máximo para el caso del ratio de cobertura y de deuda financiera neta sobre EBITDA consolidado respectivamente, CAPEX y sus subsidiarias restringidas, tomadas en conjunto, podrán incurrir en deuda financiera adicional por un monto que sea el mayor entre USD 60 millones y el 10% del valor de los activos consolidados.
- Cambio de control: Ante la ocurrencia de un cambio de control los tenedores podrán requerir que la compañía compre toda o parte de sus obligaciones negociables al 101% del principal más los intereses devengados y no pagados.
- Limitación al pago de dividendos: La empresa y sus subsidiarias restringidas solo podrán pagar dividendos si no ha ocurrido un evento de incumplimiento y la primera pudiera contraer deuda adicional por al menos USD 1, si al momento de incurrida el indicador de cobertura de intereses consolidado no fuera inferior a 2,0x y el ratio de deuda financiera neta sobre EBITDA consolidado no fuera superior a 3,5x.

## 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 **10 de mayo de 2018**, confirmó (\*) en **Categoría A(arg)** la calificación de Emisor de Capex S.A. y de las ON Clase 2 emitidas por la empresa.

Las calificaciones cuentan con perspectiva **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 sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de Factores Cuantitativos y Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo y Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y Calidad de los Accionistas. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **28 de agosto de 2017** disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar), 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 y 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.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las *Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado*.

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

### Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar)):

- Estados financieros consolidados anuales hasta el 30-04-2017 y desde el 30-04-2013 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *Price Waterhouse & Co. S.R.L.*).
- Estados contables consolidados intermedios hasta el 31-01-2018 (auditor externo de los últimos estados contables disponibles: *Price Waterhouse & Co. S.R.L.*).
- Prospecto del *Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un Valor Nominal de hasta USD 600 millones* de fecha 28 de abril de 2017.
- Suplemento de precio de las *Obligaciones Negociables Clase 2* de fecha 28 de abril de 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. 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 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.