

Perspectivas Crediticias 2019: Finanzas Corporativas

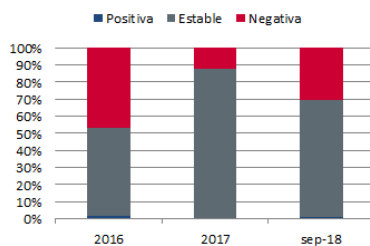
Entorno operativo desafiante, riesgo de liquidez

Perspectiva crediticia 2019

Negativa

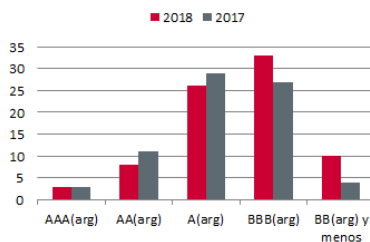
Perspectivas

Empresas (2016-2018)

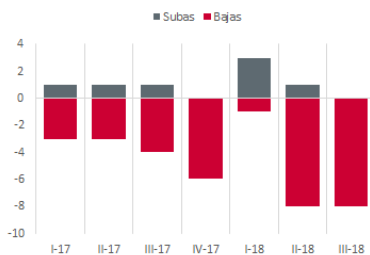


Distribución de Calificaciones

Empresas (2017-2018)



Subas y Bajas de Calificación 2017-18



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

Entorno operativo desafiante: FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX – espera mayores desafíos para gran parte de los emisores argentinos quienes deben adaptarse a un contexto de menor nivel de actividad, mayor inflación y elevadas tasas reales de interés. Durante 2018, FIX bajó las calificaciones públicas de 14 compañías (18% del total del portafolio), mayormente concentradas en el sector de Consumo Masivo, y espera que predomine una perspectiva negativa por los próximos tres trimestres. La volatilidad externa y en el tipo de cambio genera desequilibrios en sectores críticos, elevando la vulnerabilidad de los mismos a cambios regulatorios.

Riesgo de Refinanciación en Alza: El sector corporativo no financiero continua por tercer mes consecutivo enfrentándose a una elevada tasa de interés de referencia doméstica –suba en más de 3200 bps- y cierta volatilidad en los mercados que generan una escasez de crédito hacia el sector privado no financiero. La mayor parte de las compañías calificadas poseen a Jun´18 en promedio más del 50% de la deuda en el corto plazo. Las necesidades de financiamiento de capital de trabajo para afrontar el segundo semestre en adelante se verán presionadas por la restricción en el mercado de crédito local.

Frente externo neutral a negativo: La recuperación del entorno local podría verse afectada por eventos disruptivos que continúen afectando las condiciones financieras y comerciales a nivel internacional. FIX identifica a un escenario de mayor proteccionismo y suba de tasas, principalmente en Estados Unidos, mayores debilidades económicas e incertidumbre política en Brasil y el ingreso de grandes competidores al mercado interno, como los principales riesgos.

Endeudamiento estable a creciente: El endeudamiento promedio de los emisores en Argentina se ubica en 3.8x a EBITDA, superior al 2.2x observado en 2015, producto principalmente de las emisiones internacionales del sector energético que concentró el 66% del total del monto emitido por las empresas argentinas en los mercados externos. FIX estima que los niveles de endeudamiento corporativo podrían continuar creciendo en la medida en que se profundice el desarrollo de infraestructura local en los sectores de Energía y Construcción, en conjunto con bajas coberturas de interés en las compañías de Consumo Masivo, las cuales continuarán presentando una presionada generación de fondos en el corto plazo.

Sensibilidad de la Perspectiva

Factores relevantes negativos: Las calificaciones de las empresas locales podrían verse afectadas en caso de que no se observe una caída en las tasas reales de interés y no se recupere la liquidez en el mercado de capitales en el corto plazo. Condiciones crediticias internacionales adversas que se traduzcan en un mayor riesgo país podrían tener un impacto negativo en el mediano plazo en las calificaciones de los emisores con colocaciones en el mercado externo.

Factores relevantes positivos: FIX destaca al entorno legal y marcos regulatorios más constructivos como los principales factores de crecimiento en el mediano plazo. En el corto plazo, no se espera un contexto favorable que mejore las principales métricas crediticias de los emisores argentinos, aunque menores niveles de tasas de interés y de inflación podrían tener un efecto positivo sobre la cobertura de intereses y los flujos de fondos de las compañías.

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Analistas

Pablo Andrés Artusso
 Director Asociado
 +54 11 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

Pablo Cianni
 Director Asociado
 +54 11 5235-8146
pablo.cianni@fixscr.com

Gabriela Curutchet
 Director Asociado
 +54 11 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Agustina Bourel
 Analista
 +54 11 5235-8125
agustina.bourel@fixscr.com

Natalia Burcez
 Analista
 +54 11 5235-8133
natalia.burcez@fixscr.com

Mariano De souza
 Analista
 +54 11 5235-8141
mariano.desouza@fixscr.com

Martín Frugone
 Analista
 +54 11 5235-8137
martin.frugone@fixscr.com

Cándido Pérez
 Analista
 +54 11 5235-8119
candido.perez@fixscr.com

Informes relacionados

Metodología de calificación de empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

[Liquidez de Empresas Argentinas](#)

Resumen

El presente informe cubre 80 empresas con calificaciones públicas en escala nacional y 7 sectores principales, los cuales presentan perspectivas mixtas a octubre 2018. El cuadro a continuación muestra los riesgos identificados por FIX y el nivel de exposición de dichos sectores a cada uno de ellos.

Principales Riesgos Corporativos							
Emisores Calificados							
	Situación Financiera	Perspectiva Calificaciones	Riesgo Tasa de Interés	Riesgo Descalce de Moneda	Riesgo Nivel de Actividad	Riesgo Apertura Comercial	Riesgo Regulatorio
	Actual						
Agroindustria	Media	Estable	Medio	Bajo	Bajo	Bajo	Bajo
Alimentos y Bebidas	Débil	Negativa	Alto	Bajo	Medio	Medio	Bajo
Bienes Raíces	Media	Estable	Medio	Bajo	Medio-Alto	Bajo	Bajo
Consumo Masivo	Débil	Negativa	Alto	Bajo	Alto	Alto	Bajo
Electricidad	Fuerte	Estable	Bajo	Alto	Bajo	Bajo	Alto
Ingeniería y Construcción	Media	Estable	Medio	Bajo	Medio-Alto	Bajo	Alto
Petróleo y Gas	Fuerte	Estable	Bajo	Bajo	Medio	Bajo	Alto

Elaborado por FIX SCR

2018: Volatilidad y Riesgo de Liquidez

Las empresas argentinas se encuentran atravesando un año marcado por una elevada volatilidad en los mercados financieros. El mercado local se vio fuertemente afectado por una suba de 3200 puntos básicos en las tasas de interés periodo y una depreciación del peso del 110% a octubre 2018, que imponen importantes desafíos para la mayor parte de los emisores argentinos quienes deben ajustar su plan financiero a un contexto de mayor volatilidad, menor crecimiento y mayor inflación esperada en comparación con principios de 2018. Para los próximos 12 meses, FIX anticipa una mayor presión sobre los márgenes de rentabilidad, los niveles de liquidez y de endeudamiento de los sectores de Consumo Masivo, Alimentos y Bebidas y manufacturas orientadas al mercado local. Por el contrario, durante los últimos dos años los sectores energéticos y de bienes raíces lograron refinanciar gran parte de su deuda en los mercados internacionales, lo que resultó en una sensible mejora en su perfil de vencimientos, concentrados principalmente a partir de 2023.

Sector	Deuda/ EBITDA					Sector	EBITDA/ Intereses				
	2017	2016	2015	2014	2013		2017	2016	2015	2014	2013
Agroindustria	4,5x	3,3x	4,0x	3,0x	4,1x	Agroindustria	1,7x	1,3x	1,2x	1,6x	1,8x
Alimentos y Bebidas	4,4x	2,2x	2,5x	2,0x	4,4x	Alimentos y Bebidas	2,7x	4,3x	3,4x	3,4x	2,3x
Bienes Raíces	10,3x	10,1x	2,9x	2,2x	4,6x	Bienes Raíces	2,0x	1,9x	3,7x	4,8x	2,7x
Consumo masivo	2,2x	1,4x	0,9x	1,1x	1,3x	Consumo masivo	2,7x	3,6x	4,2x	4,2x	3,8x
Electricidad	3,8x	3,1x	3,3x	4,2x	1,9x	Electricidad	3,8x	3,2x	2,5x	2,0x	4,4x
Ingeniería y construcción	2,5x	2,2x	2,3x	1,7x	1,5x	Ingeniería y construcción	1,5x	1,3x	1,8x	2,5x	2,6x
Petróleo y gas	2,5x	2,4x	2,3x	1,2x	1,3x	Petróleo y gas	3,2x	3,5x	5,3x	7,9x	9,1x
Total	3,8x	3,5x	2,2x	1,4x	1,6x	Total	3,0x	3,0x	4,2x	5,8x	6,0x

Elaborado por FIX SCR

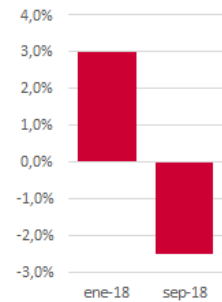
Elaborado por FIX SCR

Hacia 2019, FIX espera una evolución disímil en los indicadores crediticios y en los fundamentos operativos de las empresas calificadas. En el entorno actual, el foco se encuentra íntimamente ligado a la liquidez y al acceso a fuentes diversificadas de financiamiento local e internacional que permitan transitar la volatilidad en los próximos trimestres. En particular, FIX no espera un crecimiento del PBI para 2019, aunque con un entorno operativo favorable para las empresas exportadoras, especialmente el sector agroindustrial. Los sectores de Consumo Masivo y Alimentos y Bebidas continuarán debilitados en la medida que se mantengan las elevadas tasas reales de interés y, especialmente, aquellas compañías con una estructura de costos con alto componente de importación y ventas en pesos en el mercado local.

Cambios en las Expectativas del Mercado 2018

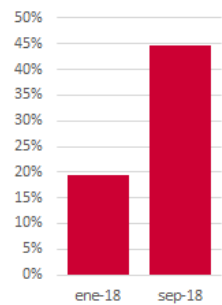
PBI 2018

Mediana REM BCRA



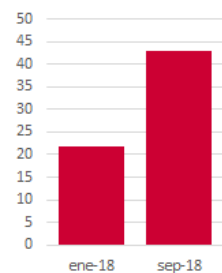
Inflación 2018

Mediana REM BCRA



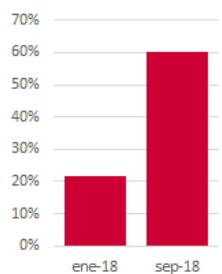
Tipo de Cambio 2018

Mediana REM BCRA



Tasa de Política Monetaria 2018

Mediana REM BCRA



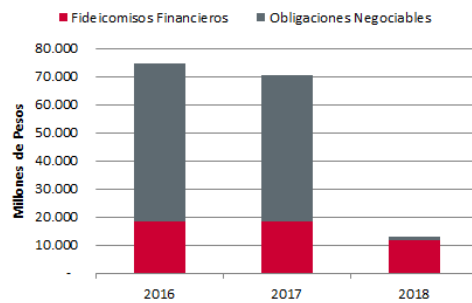
Liquidez ajustada

Los emisores corporativos calificados por FIX muestran una liquidez ajustada en un momento de volatilidad en los mercados de capitales local e internacional. La fuerte suba de las tasas de interés y del tipo de cambio han tenido un gran impacto tanto en los montos emitidos como en la cantidad de instrumentos colocados en el mercado local, lo que podría derivar en un estrés de liquidez, especialmente en aquellas compañías que presentan una elevada concentración de deuda en pesos en el corto plazo y con altas necesidades de financiación de capital de trabajo.

Durante el período mayo-agosto, las emisiones de Obligaciones Negociables observaron un a virtual paralización con una caída del monto total y de cantidad de instrumentos emitidos del 98% y 68% interanual respectivamente, mientras que en el mercado de fideicomisos financieros dichas caídas fueron del 36% y 42%.

Emisiones en el Mercado de Capitales Local

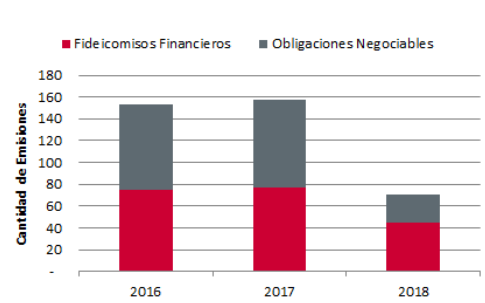
Acumulado Mayo-Agosto



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV

Emisiones en el Mercado de Capitales Local

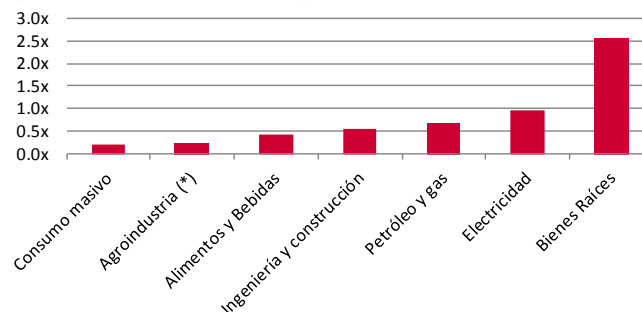
Acumulado Mayo-Agosto



Fuente: Elaboración propia en base a datos de la CNV

En este contexto, FIX espera mayores riesgos de liquidez en los sectores relacionados al Consumo Masivo (retailers, alimentos y bebidas, indumentaria, entre otros), los cuales presentan grandes desafíos de refinanciación de sus pasivos financieros y operativos, con un mercado de capitales local fuertemente contraído y tasas de interés superiores al 50%.

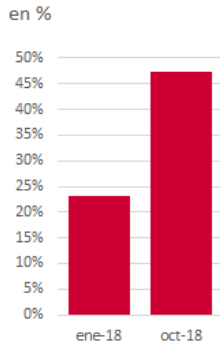
Caja/ Deuda de Corto Plazo por sector



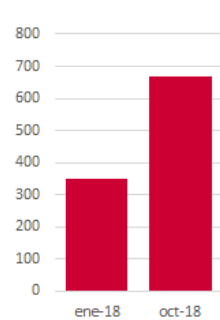
(*) No incluye Inventarios de Rápida Realización (IRR)
Elaborado por FIX SCR

Tasas de Interés, Riesgo País y Tipo de Cambio Real

Tasa BADLAR

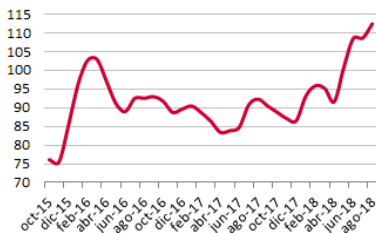


Riesgo País



Evolución Índice de Tipo de Cambio Real Multilateral

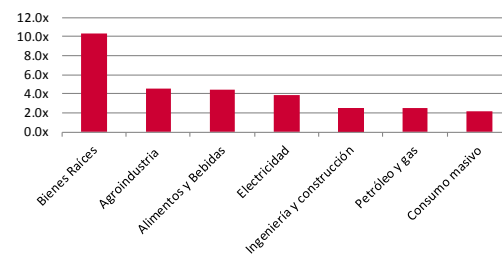
Base 17-Dic-2015 = 100



Endeudamiento Moderado y Descalce de Moneda

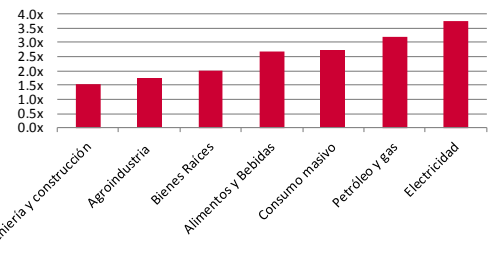
En el período 2015-2017, los niveles promedio de apalancamiento de los emisores calificados por FIX se ha incrementado desde 2.2x a 3.8x, principalmente debido a las emisiones internacionales luego del renovado acceso a los mercados de capitales del exterior. La tendencia creciente de endeudamiento en el sector de Petróleo y Gas se debe principalmente a los planes de expansión en un contexto regulatorio favorable, donde el riesgo de descalce se encuentra acotado debido a una generación de fondos y deuda denominados en moneda extranjera. No obstante, FIX considera que existe un mayor riesgo de descalce para las Utilities dado que la fuerte devaluación del peso en más del 110% en 2018, incrementa la dependencia del sector a los subsidios del gobierno, en tanto las tarifas al consumidor final se encuentran denominadas en pesos y el costo de generación en moneda extranjera.

Endeudamiento contra EBITDA por sector



Elaborado por FIX SCR

Cobertura de Intereses con EBITDA por sector



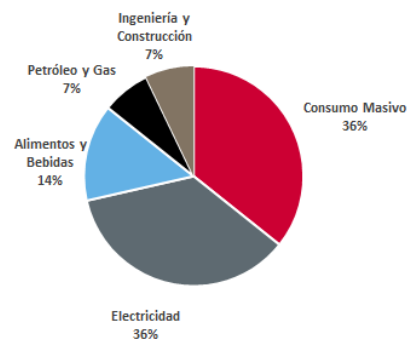
Elaborado por FIX SCR

En el caso de los emisores dependientes del mercado local, FIX no espera una caída en los niveles de endeudamiento en el corto plazo debido a las elevadas tasas de interés y a una demanda que continúa debilitada. Hacia adelante, FIX estima que las coberturas de intereses de dichas compañías podrían bajar a niveles críticos en torno o menor a 1.0x EBITDA durante los próximos tres trimestres si se mantiene el actual sesgo contractivo de la política monetaria.

En este sentido, durante 2018 FIX bajó las calificaciones de 14 compañías, 7 de ellas de Consumo Masivo y Alimentos y Bebidas, las cuales se encuentran mayormente concentradas en el rango de las BB(arg) y BBB(arg). Las bajas en el sector de Electricidad se deben principalmente a mayores riesgos de liquidez debido a elevadas necesidades de refinanciación en un contexto de crédito fuertemente restringido.

El resto de los emisores presentan un nivel de apalancamiento moderado manejable y bajo riesgo de refinanciación gracias a un diversificado acceso a fuentes de financiación.

Bajas de Calificación por Sector 2018



Elaborado por FIX SCR

Apéndice I: Principales métricas por industria

Deuda/ EBITDA					
Sector	2017	2016	2015	2014	2013
Agroindustria	4,5x	3,3x	4,0x	3,0x	4,1x
Alimentos y Bebidas	4,4x	2,2x	2,5x	2,0x	4,4x
Bienes Raíces	10,3x	10,1x	2,9x	2,2x	4,6x
Consumo masivo	2,2x	1,4x	0,9x	1,1x	1,3x
Electricidad	3,8x	3,1x	3,3x	4,2x	1,9x
Ingeniería y construcción	2,5x	2,2x	2,3x	1,7x	1,5x
Petróleo y gas	2,5x	2,4x	2,3x	1,2x	1,3x
Total	3,8x	3,5x	2,2x	1,4x	1,6x

Elaborado por FIX SCR

Deuda Neta/ EBITDA					
Sector	2017	2016	2015	2014	2013
Agroindustria	3,9x	2,9x	3,2x	2,4x	3,4x
Alimentos y Bebidas	3,8x	1,6x	1,7x	1,6x	3,5x
Bienes Raíces	6,5x	6,9x	1,9x	1,4x	3,7x
Consumo masivo	1,9x	1,3x	0,5x	0,9x	1,2x
Electricidad	3,2x	2,4x	2,7x	3,4x	1,7x
Ingeniería y construcción	1,4x	1,4x	1,4x	0,8x	0,8x
Petróleo y gas	2,1x	2,1x	1,8x	0,9x	0,9x
Total	2,9x	2,7x	1,7x	1,1x	1,1x

Elaborado por FIX SCR

EBITDA/ Intereses					
Sector	2017	2016	2015	2014	2013
Agroindustria	1,7x	1,3x	1,2x	1,6x	1,8x
Alimentos y Bebidas	2,7x	4,3x	3,4x	3,4x	2,3x
Bienes Raíces	2,0x	1,9x	3,7x	4,8x	2,7x
Consumo masivo	2,7x	3,6x	4,2x	4,2x	3,8x
Electricidad	3,8x	3,2x	2,5x	2,0x	4,4x
Ingeniería y construcción	1,5x	1,3x	1,8x	2,5x	2,6x
Petróleo y gas	3,2x	3,5x	5,3x	7,9x	9,1x
Total	3,0x	3,0x	4,2x	5,8x	6,0x

Elaborado por FIX SCR

Deuda Corto Plazo/ Deuda Total					
Sector	2017	2016	2015	2014	2013
Agroindustria	57%	71%	65%	69%	69%
Alimentos y Bebidas	32%	41%	56%	42%	47%
Bienes Raíces	14%	17%	23%	27%	27%
Consumo masivo	68%	83%	90%	88%	80%
Electricidad	18%	27%	31%	27%	20%
Ingeniería y construcción	81%	78%	69%	67%	70%
Petróleo y gas	23%	22%	31%	28%	30%
Total	0,2x	0,2x	0,4x	0,3x	0,4x

Elaborado por FIX SCR

EBITDA (%)					
Sector	2017	2016	2015	2014	2013
Agroindustria	13%	14%	15%	15%	12%
Alimentos y Bebidas	8%	8%	9%	9%	6%
Bienes Raíces	17%	16%	60%	51%	35%
Consumo masivo	8%	11%	12%	10%	9%
Electricidad	32%	28%	28%	22%	53%
Ingeniería y construcción	9%	12%	12%	14%	14%
Petróleo y gas	25%	25%	28%	28%	25%
Total	20%	19%	22%	23%	21%

Elaborado por FIX SCR

Caja/ Deuda Corto Plazo					
Sector	2017	2016	2015	2014	2013
Agroindustria	23%	16%	31%	29%	26%
Alimentos y Bebidas	42%	59%	59%	52%	46%
Bienes Raíces	255%	186%	160%	135%	77%
Consumo masivo	21%	10%	47%	19%	12%
Electricidad	97%	83%	65%	68%	52%
Ingeniería y construcción	57%	47%	61%	82%	63%
Petróleo y gas	67%	69%	64%	69%	103%
Total	118%	99%	64%	69%	86%

Elaborado por FIX SCR

PN/ PN + Deuda Total					
Sector	2017	2016	2015	2014	2013
Agroindustria	30%	40%	39%	45%	51%
Alimentos y Bebidas	37%	46%	43%	44%	36%
Bienes Raíces	35%	19%	45%	41%	45%
Consumo masivo	51%	53%	63%	60%	60%
Electricidad	40%	38%	39%	41%	27%
Ingeniería y construcción	62%	60%	56%	63%	66%
Petróleo y gas	54%	53%	57%	63%	64%
Total	45%	41%	54%	58%	58%

Elaborado por FIX SCR

Caja + FGO/ Deuda Corto Plazo					
Sector	2017	2016	2015	2014	2013
Agroindustria	35%	13%	49%	32%	39%
Alimentos y Bebidas	72%	120%	113%	156%	73%
Bienes Raíces	280%	214%	241%	210%	160%
Consumo masivo	66%	62%	134%	66%	53%
Electricidad	222%	114%	127%	106%	170%
Ingeniería y construcción	105%	76%	70%	138%	122%
Petróleo y gas	235%	249%	187%	349%	332%
Total	211%	191%	161%	234%	230%

Elaborado por FIX SCR

Apéndice II: Listado de Emisores Calificados

Nombre de la Compañía	Sector	IDR ML - Escala Nacional LP	Perspectiva	Escala Nacional CP
Agroempresa Colón	Agroindustria	BBB-(arg)	Estable	
Agrofina S.A.	Agroindustria	BBB(arg)	Negativa	
Agrometal S.A.I.	Agroindustria	BBB+(arg)	Estable	
Albanesi S.A.	Electricidad	BBB+(arg)	RWN	
Alianza Semillas	Agroindustria	BBB-(arg)	Estable	
Ángel Estrada y Compañía S.A.	Consumo Masivo	BBB(arg)	Estable	A2(arg)
Apex Chaco 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.C.A.	Productos Químicos	A-(arg)	Estable	
Axion Energy Argentina S.A.	Petróleo y Gas	AA+(arg)	Estable	
Benito Roggio e Hijos S.A.	Ingeniería y Construcción	A(arg)	RWN	
Big Bloom S.A.	Consumo Masivo	D(arg)		
Camuzzi Gas Pampeana S.A.	Servicios Públicos	BBB(arg)	Estable	
Capex S.A.	Electricidad	A(arg)	Estable	
Carsa S.A.	Consumo Masivo			D(arg)
Celulosa Argentina S.A.	Celulosa y Papel	BBB+(arg)	Negativa	
Central Puerto S.A.	Electricidad	A+(arg)	Estable	
Central Térmica Roca S.A.	Electricidad	BBB(arg)	RWN	
Compañía Latinoamericana de Infraestructura & Servicios S.A.	Servicios diversificados	A(arg)	RWN	
Construcciones Electromecánicas del Oeste S.A.	Ingeniería y Construcción	BBB-(arg)	Estable	
Construir S.A.	Bienes Raíces	BBB-(arg)	Estable	
Consultatio S.A.	Bienes Raíces	AA(arg)	Estable	
Cresud S.A.C.I.F. y A.	Bienes Raíces	AA-(arg)	Estable	
Dietrich	Automotriz	A-(arg)	Negativa	
Disal S.A.	Consumo Masivo	A-(arg)	Estable	
Electroingeniería S.A.	Ingeniería y Construcción	CC(arg)		
Electronic System	Consumo Masivo	A-(arg)	Estable	
Empresa Provincial de Energía de Córdoba (EPEC)	Electricidad	AA(arg)	Estable	
Ferrum S.A.	Ingeniería y Construcción	A(arg)	Estable	
Fiplasto S.A.	Consumo Masivo	BB+(arg)	Estable	
Generación Mediterránea S.A.	Electricidad	BBB+(arg)	RWN	
Genneia S.A.	Electricidad	A-(arg)	Negativa	
Grimoldi S.A.	Consumo Masivo	BBB-(arg)	Negativa	
Havanna Holding S.A.	Alimentos y Bebidas	A(arg)	Estable	
Integración Eléctrica Sur Argentina S.A.	Ingeniería y Construcción			C(arg)
Invap S.E.	Bienes de Capital	A-(arg)	Estable	
Inversora Eléctrica de Buenos Aires S.A.	Servicios Públicos	BB(arg)	Estable	
Inversora Juramento S.A.	Agroindustria	A-(arg)	Estable	
IRSA Inversiones y Representaciones Sociedad Anónima	Bienes Raíces	AA+(arg)	Estable	
IRSA Propiedades Comerciales S.A. (IRCP; ex Alto Palermo S.A.)	Bienes Raíces	AA+(arg)	Estable	
José Cartellone Construcciones Civiles S.A.	Ingeniería y Construcción	A-(arg)	RWN	
Laboratorios Richmond S.A.	Empresas Farmacéuticas	BBB+(arg)	Estable	
Ledesma S.A.A.I.	Agroindustria	A-(arg)	Negativa	
Liag Argentina S.A.	Agroindustria	BBB+(arg)	Estable	
Longvie S.A.	Consumo Masivo	BB+(arg)	Negativa	
Los Grobo Agropecuaria S.A.	Agroindustria	BBB(arg)	Negativa	

Apéndice II: Listado de Emisores Calificados (cont.)

Nombre de la Compañía	Sector	IDR ML - Escala Nacional LP	Perspectiva	Escala Nacional CP
Medanito S.A.	Petróleo y Gas	CC(arg)		
Meranol S.A.C.I.	Productos Químicos	A-(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)	Estable	
MSU S.A.	Agroindustria	BBB+(arg)	RWN	
Newsan S.A.	Consumo Masivo	A-(arg)	Estable	
Pampa Energia S.A.	Petróleo y Gas	AA-(arg)	Estable	
Pan American Energy LLC - Sucursal Argentina	Petróleo y Gas	AAA(arg)	Estable	
Petroagro S.A.	Agroindustria	BBB-(arg)	Estable	
Petroquímica Comodoro Rivadavia S.A.	Petróleo y Gas	A+(arg)	Estable	
Plaza Logística SRL	Bienes Raíces	A(arg)	Estable	
Prear Pretensados Argentinos S.A.	Ingeniería y Construcción	BBB+(arg)	RWN	
Red Surcos S.A.	Agroindustria	BBB(arg)	Negativa	
Regional Trade S.A.	Consumo Masivo			B(arg)
Río Energy	Electricidad	BBB(arg)	RWN	
Rizobacter Argentina S.A.	Agroindustria	BBB+(arg)	Negativa	
Roch S.A.	Petróleo y Gas	BBB(arg)	Negativa	
Rogiro Aceros S.A.	Metales y Minería	BBB+(arg)	Estable	
Rovella Carranza S.A.	Ingeniería y Construcción	A(arg)	Estable	
S.A. San Miguel A.G.I.C.I. y F.	Alimentos y Bebidas	A+(arg)	Estable	
Santiago Saenz S.A.	Consumo Masivo	D(arg)		D(arg)
Savant Pharm S.A.	Empresas Farmacéuticas	BBB+(arg)	Estable	
SEDA S.A.	Agroindustria	BBB(arg)	Estable	A2(arg)
Tecnoseeds S.A.	Agroindustria	A-(arg)	Estable	
Telecom Argentina S.A.	Telecomunicaciones	AA+(arg)	Positiva	
TGLT S.A.	Bienes Raíces	BBB(arg)	Estable	
Transportadora de Gas del Norte S.A.	Servicios Públicos	BBB(arg)	Estable	
UENSA	Electricidad	BBB(arg)	RWN	
UGEN	Electricidad	BBB(arg)	RWN	
Vetanco S.A.	Empresas Farmacéuticas	BBB(arg)	Estable	
YPF S.A.	Petróleo y Gas	AAA(arg)	Estable	

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.