

Compañía General de Combustibles S.A. (CGC)

Informe Actualización

Calificaciones

Emisor	A(arg)
ON Clase A por USD 300 MM	A(arg)
ON Clase 10 por hasta USD120MM	BBB-(arg)

Perspectiva

Estable

Factores relevantes de la calificación

Perspectivas favorables en negocio concentrado: CGC es una empresa pequeña dentro del mercado local de hidrocarburos, concentrada en la cuenca Austral que representa aprox. el 95% de su producción y reservas (P1) y enfocada al segmento de gas que representa aprox. 80% de la producción y 65% de las reservas. La recomposición de precios en todos los segmentos de venta de gas, el incentivo del gobierno a mantener los subsidios que impulsan la producción y el incremento de precio internacional del petróleo, le permiten a la compañía lograr márgenes de rentabilidad entorno al 40% y un EBITDA estimado por FIX para 2018 de USD 160 millones con un nivel de producción en un rango de 27.000-31.000 Bpe/d. A junio'18 el 16% los incentivos al gas representaban el 16% de los ingresos.

Bajo nivel de reservas: Fix considera que el bajo nivel de reservas, que a diciembre' 2017 representan en promedio 6,2 años de producción, limita la flexibilidad de la compañía para reducir inversiones. Adicionalmente, las reservas desarrolladas representan aprox. el 80% de las reservas probadas, que sugiere dificultades para encontrar nuevas reservas.

Flujo de fondos libre negativo derivados del plan de inversiones: en 2018-2019 la compañía planea realizar inversiones anuales por aprox. USD 170 millones, para lograr incrementar la producción. Se espera que el flujo de fondos resulte negativo en niveles manejables y que la compañía incurra en nueva deuda para financiar el faltante de fondos.

Reducción de endeudamiento, vencimientos concentrados en 2021: la mejora en la rentabilidad a partir del último semestre de 2017, le permitirá a la compañía reducir gradualmente su nivel de endeudamiento de 5,1x en diciembre'17 a 2.5x en junio 2018 (considerando la ON Clase 10) o menor a 1,5x considerando solamente la deuda con recurso. El 86% de los vencimientos de la deuda se encuentran concentrados en 2021 (USD 380 millones), sin embargo FIX considera que el riesgo de refinanciación es manejable debido a las perspectivas favorables del negocio y el buen acceso de la compañía a los mercados de créditos.

Calificación ON Clase 10 en BBB-(arg): FIX considera débil la estructura de las Obligaciones Negociables, ya que el repago depende de los dividendos de las subsidiarias, que no son controladas por CGC: Transportadora de Gas del Norte S.A. (a través de su controlante Gasinvest S.A.), Gasoducto Gasandes (Argentina) S.A. y Gasoducto Gasandes S.A. (Chile). FIX contempla en la calificación el incentivo (aunque no la obligación) y la capacidad de CGC para lograr el repago de las mismas. La cobertura de activos es limitada y posee un elevado riesgo devaluatorio ya que la ON Clase 10 ha sido denominada en dólares y la generación de fondos de TGN, de acuerdo al actual cuadro tarifario, es en pesos. El 17 de septiembre CGC amortizó anticipadamente USD 20.2 millones de capital correspondiente a la ON Clase 10 a fin de cumplir con el Ratio Mínimo de Valor de los Activos. A la fecha el capital adeudado es de USD 79.8 millones.

Sensibilidad de la calificación

El tamaño de la compañía con respecto a la industria y la concentración limitan la calificación de la compañía. La perspectiva es estable, dado el crecimiento esperado de la producción de la compañía y el entorno de precios que permiten buenos márgenes de rentabilidad. Cambios regulatorios que impacten negativamente en la calidad crediticia de CGC (como ser la cancelación del subsidio al gas no convencional) y/o la reducción sustancial en los precios de venta y/o el crecimiento del endeudamiento podría derivar en una baja de calificación.

Liquidez y estructura de capital

A junio'18 CGC contaba con caja e inversiones corrientes por \$ 863.9 millones y vencimientos de corto plazo de \$ 1.590 millones. Operar con una adecuada liquidez es necesario en las empresas dedicadas al upstream, las cuales requieren elevadas inversiones.

Resumen Financiero

Cifras consolidadas

Balance	30/06/18	31/12/17
\$ / MM	6 meses	12 Meses
Total Activos	16.383	10.137
Deuda Financiera	13.408	6.961
Ingresos	5.201	4.898
EBITDA	2.699	1.202
EBITDA (%)	51.9	24.5
Deuda/ EBITDA	2.5x	5.8x
EBITDA/ intereses	6.2x	0.7x

Informes relacionados

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

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

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

Responsable del Sector

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

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a junio 2018 han sido calculados anualizando las cifras semestrales.

Resumen Financiero - Compañía General de Combustibles S.A.

(miles de ARS; año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD (Cierre)	28,86	18,77	16,17	13,30	8,57
Tipo de Cambio ARS/USD (Promedio)	19,43	16,57	15,04	9,26	8,13
Norma Contable	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Periodo	30/6/2018	2017	2016	2015	2014
	6 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.699.159	1.202.074	1.219.671	778.397	264.530
Margen de EBITDA	51,9	24,5	35,1	30,8	28,1
Margen de EBITDAR	51,9	24,5	35,1	30,8	28,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	28,4	(4,0)	7,2	9,7	18,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	(19,4)	(37,9)	(28,4)	(52,8)	(6,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(1.358,4)	(43,1)	(18,6)	4,6	10,8
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,2	(0,6)	1,0	1,4	8,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,2	2,3	2,2	2,7	9,0
EBITDA / Servicio de Deuda	2,2	0,7	0,7	1,3	2,5
FGO / Cargos Fijos	4,2	(0,6)	1,0	1,4	8,1
FFL / Servicio de Deuda	(0,5)	(0,8)	(0,3)	(1,7)	(0,3)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,1)	(0,7)	0,8	(1,3)	0,3
FCO / Inversiones de Capital	0,5	0,3	0,1	(0,3)	0,5
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,7	(22,8)	11,6	6,8	0,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	5,8	5,0	3,4	0,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,3	5,6	3,5	3,1	0,2
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,5	8,0	12,4	20,3	32,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	0,2	0,2	0,1	0,7
Balance					
Total Activos	16.382.550	10.136.797	8.861.110	5.340.116	1.796.502
Caja e Inversiones Corrientes	863.919	233.315	1.874.749	283.819	63.774
Deuda Corto Plazo	1.589.697	1.149.272	1.199.731	325.721	75.660
Deuda Largo Plazo	11.818.728	5.811.248	4.910.686	2.356.231	31.823
Deuda Total	13.408.425	6.960.520	6.110.417	2.681.952	107.483
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	13.408.425	6.960.520	6.110.417	2.681.952	107.483
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	13.408.425	6.960.520	6.110.417	2.681.952	107.483
Total Patrimonio	(504.112)	766.619	1.145.391	1.355.702	1.158.325
Total Capital Ajustado	12.904.313	7.727.139	7.255.808	4.037.654	1.265.808
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.393.991	(826.340)	(19.549)	108.575	208.158
Variación del Capital de Trabajo	(530.314)	1.454.463	76.043	(379.559)	(88.226)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	863.677	628.123	56.494	(270.984)	119.932
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	(132.733)	65.483
Inversiones de Capital	(1.872.261)	(2.484.125)	(1.041.798)	(930.347)	(247.821)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.008.584)	(1.856.002)	(985.304)	(1.334.064)	(62.406)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos (Neto)	0	0	0	(728.393)	0
Otras Inversiones (Neto)	205.543	270.554	(300.389)	(1.485)	(89.138)
Variación Neta de Deuda	1.520.879	(208.712)	2.782.271	2.187.366	(11.845)
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	97.986
Variación de Caja	717.838	(1.794.160)	1.496.578	123.424	(65.403)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	5.200.747	4.897.577	3.475.124	2.526.797	942.063
Variación de Ventas (%)	112,4	40,9	37,5	168,2	36,8
EBIT Operativo	1.928.558	197.525	436.245	372.395	133.959
Intereses Financieros Brutos	436.395	520.637	545.073	283.727	29.396
Resultado Neto	(1.270.731)	(412.072)	(232.219)	57.524	113.040

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- 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
- Fix: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)
- Bpe/d: barriles de petróleo equivalentes día.
- LNG: Gas Natural Licuado por su sigla en inglés.
- Upstream: explotación y desarrollo de hidrocarburos.

Anexo III. Características del Instrumento

Obligación Negociable Clase A

Monto Autorizado:	
Monto Emisión:	300,000,000
Moneda de Emisión:	dólares
Fecha de Emisión:	7 de noviembre 2016
Fecha de Vencimiento:	7 de noviembre 2021
Amortización de Capital:	una cuota al vencimiento
Intereses:	tasa fija 9,5%
Cronograma de Pago de Intereses:	7 de mayo 2017, 7 de noviembre 2017, 7 de mayo 2018, 7 de noviembre 2018, 7 de mayo 2019, 7 de noviembre 2019, 7 de mayo 2020, 7 de noviembre 2020, 7 de mayo 2021 y 7 de noviembre 2021
Destino de los fondos:	cancelación total del Préstamo Sindicado por USD 92,3 millones, cancelación total de las series de obligaciones negociables emitidas por la Compañía en el programa local por USD 114,3 millones y el remanente de los fondos para realizar inversiones en activos fijos, capital de trabajo y otros fines corporativos en general.
Garantías:	N/A
Opción de Rescate:	En cualquier momento, la Compañía tendrá el derecho, a su opción, de rescatar cualquiera de las Obligaciones Negociables, en forma total o parcial, a un precio de rescate igual a (A) 100% del valor nominal de las Obligaciones Negociables objeto del rescate, más (B) el valor que resulte mayor entre (1) 1,00% del valor nominal en circulación a esa fecha de dichas Obligaciones Negociables, y (2) el excedente, si hubiera, de: (a) el valor presente a dicha fecha de rescate de (i) el precio de rescate de las Obligaciones Negociables a la fecha que se informe en el Aviso de Resultados más (ii) todos los pagos de intereses requeridos hasta la fecha de rescate (excluyendo los intereses devengados pero impagos hasta la fecha de rescate), descontados hasta la fecha de rescate en forma semestral a la Tasa del Tesoro a dicha fecha de rescate más 50 puntos básicos, sobre (b) el valor nominal en circulación de dichas Obligaciones Negociables a esa fecha más, (C) en cada caso, los intereses devengados e impagos (incluyendo ento previo por escrito del Agente de Garantía, si la totalidad de las Acciones GasAndes Argentina y de las Acciones <i>GasAndes Chile son vendidas</i> en conjunto en una misma transacción por un precio de compra neto inferior a US\$25.000.000, siempre que el precio de compra sea depositado por el comprador o compradores directamente en la Cue
Condiciones de Hacer y no Hacer:	Limitaciones a la incurrencia de deuda adicional ratio de deuda neta/ EBITDA es superior a 3.0x y cobertura de intereses inferior a 2,5x
Leyu Aplicable:	New York
Cambio de Control:	la Compañía deberá ofrecer a los tenedores recomprar las Obligaciones Negociables a un precio de rescate equivalente al 101% de su valor nominal, con más los intereses devengados e impagos hasta la fecha de rescate.

Obligación Negociable Clase 10 por hasta USD 120 millones, garantizadas sin recurso a CGC

Monto Autorizado:	120 millones
Monto Emisión:	100 millones
Moneda de Emisión:	dólares
Fecha de Emisión:	12 de enero 2018
Fecha de Vencimiento:	12 de julio de 2021
Amortización de Capital:	una cuota al vencimiento. Excepto en los casos de amortización anticipada o de aplicación de fondos disponibles.
Intereses:	se devengarán un interés compensatorio sobre el capital pendiente de amortización en cada período de intereses a una tasa fija del (i) 9,70% nominal anual si el Valor Nominal es igual o menor a US\$100 millones; y (ii) 9,75% si el Valor Nominal es igual o menor a US\$120 millones, pero mayor a US\$100 millones
Cronograma de Pago de Intereses:	12 de julio de 2018, 12 de enero 2019, 12 de julio 2019, 12 de enero 2020, 12 de julio 2020, 12 de enero 2021 y 12 de julio 2021
Descripción:	Las mismas son obligaciones negociables simples no convertibles en acciones, sin recurso y con garantía . Sin recurso por que la única fuente de repago será los fondos que se obtenga como resultado de: (i) el pago de dividendos y otras distribuciones bajo las acciones de Gasinvest S.A., Gasoducto Gasandes (Argentina) S.A. y Gasoducto Gasandes S.A. de propiedad de la compañía , y/o la (ii) la venta y/o subasta pública de dichas acciones . La compañía no asume responsabilidad alguna en caso que los fondos disponibles sean insuficientes para cancelar los conceptos adeudados bajo las ON, los tenedores no podrán reclamar a la Compañía el pago de los saldos de capital, intereses y/u otros conceptos impagos bajo las Obligaciones Negociables.

Destino de los fondos: cualquiera de los siguientes destinos: (i) la inversión en activos físicos situados en el país, (ii) refinanciación de pasivos y (iii) integración de capital de trabajo en el país.

Amortización anticipada obligatoria: En caso que durante cualquier período de 10 días hábiles bursátiles consecutivos el Ratio Mínimo de Valor calculado como: (capitalización burzatil de TGN por la participación de CGC de forma directa e indirecta en TGN)/(la deuda de capital e intereses devengados más honorarios, comisiones y otras deudas del fideicomiso en garantía) sea inferior a 1,75 (o 2,00, en caso que las Acciones GasAndes Argentina y/o las Acciones GasAndes Chile hayan sido vendidos y ya no integren las Acciones Afectadas), la Compañía (i) deberá en forma inmediata notificar por escrito dicha circunstancia al Agente de Garantía instruyéndolo a que dentro de los 10 Días Hábiles contados desde la fecha en la cual el Agente de Garantía reciba dicha instrucción de la Compañía, amortice anticipadamente en forma total o parcial el capital bajo las Obligaciones Negociables mediante el pago con Fondos Disponibles de los montos de capital bajo las Obligaciones Negociables que sean necesarios para que inmediatamente después de efectuada dicha amortización anticipada, se cumpla el Ratio Mínimo de Valor, y (ii) en caso de ser necesario por ser insuficientes los Fondos Disponibles, podrá –pero no estará obligada– depositar (y/o causar que cualquier otra persona designada por la Compañía deposite) fondos en la Cuenta Recaudadora para efectuar dicha amortización anticipada obligatoria.

Garantías: Con el fin de garantizar los fondos disponibles CGC celebró con el Agente de Valores (i) un contrato de prenda de acciones bajo el cual CGC otorgará a favor del Agente de Garantía, para beneficio de los tenedores, un derecho real de prenda en primer grado de privilegio sobre las Acciones de Gasinvest; y (ii) un contrato de fideicomiso, bajo el cual la compañía constituirá un fideicomiso para beneficio de los tenedores de la ON Clase 10, cuyo activo fideicomitido serán los fondos disponibles, los cuales deberán ser recibidos y mantenidos por el Agente de Garantía, en calidad de fiduciario, en una o más cuentas fiduciarias en dólares y/o peso y utilizados para el fiduciario para realizar los pagos de capital, intereses y demás conceptos bajo las ON. Durante la vigencia del fideicomiso, Gasinvest, GasAndes Argentina y/o GasAndes Chile, según sea el caso, deberán pagar directamente en la Cuenta Recaudadora la totalidad de los dividendos y demás distribuciones que realicen bajo las Acciones Afectadas.

Capitalización de intereses: Los pagos de intereses compensatorios bajo las Obligaciones Negociables serán realizados por el Agente de Garantía con los Fondos Disponibles que existan en la Cuenta Recaudadora. En caso que en cualquier fecha de pago de intereses no existan fondos disponibles suficientes para cancelar la totalidad o parte de los montos de intereses compensatorios adeudados en dicha fecha, la totalidad o la parte de los intereses compensatorios pagaderos en dicha Fecha de Pago de Intereses que excedan del monto de los fondos disponibles serán automáticamente capitalizados en dicha Fecha de Pago de Intereses, estableciéndose, sin embargo, que en forma previa a dicha capitalización, los intereses compensatorios a ser capitalizados serán recalculados aplicando una tasa de interés de un punto y medio porcentual sobre la Tasa Base del 9,7% o 9,75%, y el monto de intereses así recalculado será el monto de intereses que se capitalizará en la Fecha de Pago de Intereses en cuestión. Los intereses compensatorios así capitalizados serán considerados a partir de la fecha de pago de intereses en cuestión, inclusive, como capital bajo las Obligaciones Negociables a todos los fines que puedan corresponder.

Aplicación de fondos disponibles: En caso de que en cualquier Fecha de Pago de Intereses (incluyendo, sin limitación, la Fecha de Pago de Intereses que sea en la Fecha de Vencimiento) o en cualquier fecha posterior a la Fecha de Vencimiento, existan Fondos Disponibles, los Fondos Disponibles serán aplicados por el Agente de Garantía en dicha fecha conforme al siguiente orden: (1) impuestos tasas y contribuciones, (2) comisiones, honorarios y gastos, (3) intereses moratorios adeudados, (4) amortizar las ON por hasta un monto equivalente a los intereses capitalizados en períodos anteriores, (5) intereses compensatorios adeudados, (6) en el las dos primeras Fechas de Pago de Intereses, los respectivos Fondos Disponibles se mantendrán en la Cuenta Recaudadora para ser aplicados en la próxima Fecha de Pago de Intereses, y (b) a partir de la tercera Fecha de Pago de Intereses, los respectivos Fondos Disponibles se aplicarán a amortizar (anticipadamente en caso que la fecha en cuestión sea cualquier fecha anterior a la Fecha de Vencimiento) las Obligaciones anticipadas, se cumpla el Ratio Mínimo de Valor, y (ii) en caso de ser necesario por

Comisión de precancelación: En caso realizarse una cancelación anticipada antes de los 30 meses de la fecha de emisión se pagará comisión equivalente al 1% del capital precancelado.

Venta de Acciones afectadas	<p>La Compañía en ningún caso podrá vender y/o de cualquier otra manera transferir a persona alguna todas o parte de las Acciones Afectadas, salvo: (i) que la totalidad o parte de las Acciones Gasinvest sean vendidas en una misma transacción, siempre que, en razón de dicha transacción, un monto igual al valor pendiente calculado a la fecha de amortización de las Obligaciones Negociables sea depositado por el comprador o compradores directamente en la Cuenta Recaudadora en forma previa o simultánea a la transferencia de las Acciones Gasinvest; y/o (ii) que la totalidad de las Acciones GasAndes Argentina y de las Acciones GasAndes Chile sean vendidas en conjunto en una misma transacción por un precio de compra neto igual o superior a US\$25.000.000, siempre que dicho precio de compra neto sea depositado por el comprador o compradores directamente en la Cuenta Recaudadora en forma previa o simultánea a la transferencia de las Acciones GasAndes Argentina y de las Acciones GasAndes Chile; y/o (iii) con el consentimiento previo por escrito del Agente de Garantía, si la totalidad de las Acciones GasAndes Argentina y de las Acciones GasAndes Chile son vendidas en conjunto en una misma transacción por un precio de compra neto inferior a US\$25.000.000, siempre que el precio de compra sea depositado por el comprador o compradores directamente en la Cuenta Recaudadora en forma previa o simultánea a la transferencia de las Acciones GasAndes Argentina y de las Acciones GasAndes Chile.</p>
Ley Aplicable	República Argentina

*A pedido de CGC los tenedores aprobaron una dispensa hasta abril'19 para el cálculo del Valor Mínimo de Valor en cual deberá ser superior a 1.4x. (en vez de 1.75X). Como contra partida la compañía se compromete a no distribuir dividendos durante dicho período.

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, reunido el **5 de noviembre de 2018**, confirmó(*) en la **Categoría A(arg)** a la calificación del emisor y las Obligaciones Negociables Clase A emitidas por Compañía General de Combustibles S.A.. La perspectiva es Estable.

Asimismo confirmó(*) en **Categoría BBB-(arg)** a las Obligaciones Negociables Clase 10 por hasta USD 120 millones 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.

Categoría BBB(arg): "BBB" nacional implica una calidad crediticia buena. Las calificaciones 'BBB' indican que actualmente es baja la expectativa de riesgo crediticio. La capacidad de pago de los compromisos financieros se considera adecuada, si bien cambios adversos en las circunstancias y condiciones económicas tienen mayor posibilidad de afectar esa capacidad. Es la categoría de grado de inversión más baja.

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)".

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 altera la definición de la categoría correspondiente a la cual se los añade.

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 información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. 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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **116 de julio de 2018** 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.

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 calificación se determinó en base a la siguiente información pública:

- Estados Contables hasta 30/06/2018 disponibles en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co. S.R.L
- Actualización del Prospecto del Programa de fecha 7 de noviembre de 2017, disponible en www.cnv.gob.ar

- Suplemento de Precio de las ON Clase A de fecha 18 de octubre 2016, disponible en www.cnv.gob.ar
- Suplemento de Precio de las ON Clase 10 de fecha 29 de diciembre 2017 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 LÍDER 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.