

Phoenix Global Resources PLC (ex Andes Energía PLC)

Informe Integral

Calificaciones

Acciones 2

Factores Relevantes de la Calificación

Alta liquidez de las acciones y generación de fondos regular: La Categoría 2 de las acciones de PGR (ex Andes Energía Plc) responde a la alta liquidez de la acción, la cual considera tanto las operaciones en Argentina como la cotización en el mercado de AIM, Londres. Entre ambos mercados la acción registró un indicador de presencia del 97% para el año móvil a julio'18. La generación de fondos se considera regular, a partir de la concentración de su portafolio en activos de petróleo y gas y las necesidades de expansión.

Fusión mejora métricas operativas: La fusión de Andes Energía PLC (ahora Phoenix Global Resources PLC) con Trefoil Holdings (accionista indirecto de Petrolera el Trebol S.A.), le permite lograr un nivel de producción que al primer trimestre de 2018 ascendió a 10.749 boe/d proveniente 68% de petróleo y 32% de gas. A diciembre'2017 las reservas probadas (p1) eran de 39.137 miles BOE representando 9.7 años de producción, estando cercano al rango ideal de FIX entre 10 y 15 años. Los ingresos y generación de fondos están concentrados en las áreas de Chachahuen y Puesto Rojas que representan el 66% de la producción de petróleo. El EBITDA a Junio'18 (6meses) cerró en USD 24.7 millones con márgenes de 26.6%.

Flujo de fondos libre negativo derivado del crecimiento: Para los próximos años la compañía planea realizar un agresivo plan de inversiones de aprox. U\$S 160 / 120 millones anuales con el fin de duplicar su producción de petróleo en Puesto Rojas, mantener la producción en Chachahuen, donde participa en un 20% siendo YPF el operador, y realizar dos pozos exploratorios en Mata Mora. El foco de crecimiento de la compañía para los próximos años está dado en la formación Vaca Muerta haciendo hincapié en la producción de petróleo no convencional de Mata Mora. Dada la incertidumbre de éxito proveniente de las áreas exploratorias, FIX no tiene en cuenta la producción y flujo asociado de Mata Mora en sus proyecciones. El actual flujo de fondos resulta insuficiente para financiar el crecimiento, el cual será financiado con los préstamos convertibles otorgados por Mercuria.

Mercuria principal fuente de financiamiento: en los últimos años Mercuria ha financiado a la compañía a través de sucesivos préstamos convertibles. A junio'18 la deuda financiera de la compañía ascendía a USD 131.8 millones, compuesta por un préstamo otorgada por Mercuria por USD 107.5 millones, préstamos bancarios por SD 21.4 millones y otros préstamos por USD 3.0 millones. La compañía posee una línea de préstamo otorgado por Mercuria de USD 160 millones, con desembolsos parciales que devenga una tasa del interés de Libor + 4% con amortización trimestral a partir de junio'19 y vencimiento final en dic'2021. Para adelante se espera que PGR continúe incrementando su deuda, llegando a U\$S 160 millones en dic'18, con un ratio de endeudamiento esperado para diciembre'18 cercano a 3.5x.

Resumen Financiero

	30/06/2018	31/12/2017
(USD miles)	6 Meses	12 Meses
Total Activos	660.989	664.423
Deuda Total Ajustada	131.878	192.476
Ventas Netas	92.876	141.799
EBITDA	24.735	40.555
Margen EBITDA (%)	26.6	28.6
Deuda /EBITDA	2.7	4.7
Deuda Neta /EBITDA	2.5	4.2
EBITDA/Intereses Brutos	1.0	12,9

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

Criterios relacionados

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

Analistas

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 Sector

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

Sensibilidad de la Calificación

La evolución de la calificación de las acciones dependerá de la estrategia de la compañía y las posibilidades de generación de fondos para cumplir con las inversiones comprometidas y previstas por el Directorio. Una acción negativa podría derivarse de una imposibilidad de obtener fondeo para el plan de crecimiento o una ineficiente asignación de los fondos en proyectos con participación minoritaria o en proyectos exploratorios o de baja rentabilidad.

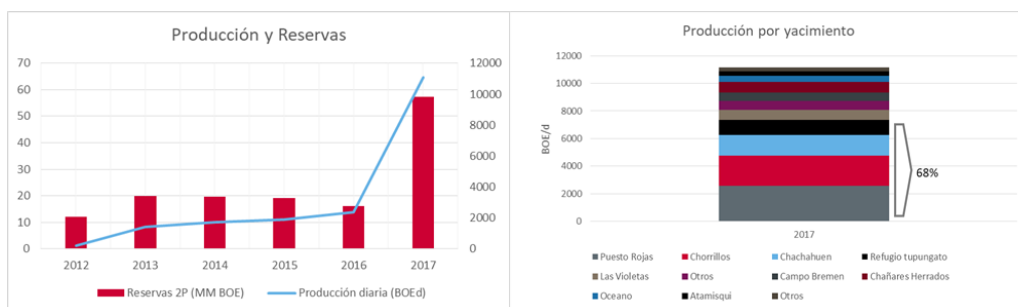
Liquidez y Estructura de Capital

Liquidez limitada: A jun'18, la compañía tenía caja e inversiones por USD 10.099, representando el la deuda de corto plazo el 43% de la deuda de corto plazo que ascendía a USD 23.417 millones.

Perfil del Negocio

Phoenix Global Resources (PGR) es una compañía inversora registrada en Inglaterra y Gales que concentra sus operaciones en el sector de petróleo y gas con participaciones en Argentina. El 10 de agosto de 2017 Andes Energía PLC se fusionó con Trefoil Holdings (controlante de Petrolera El Trebol S.A.) a través de una operación de "Reverse Take over". A partir de la fusión de ambas compañías Mercuria Energy Group pasó a ser la controlante de la nueva compañía que cambió su denominación social a Phoenix Global Resources (PGR) con actual participación del 82.8%. Mercuria Energy Group es un grupo privado suizo dedicado principalmente a la comercialización de productos energéticos.

La fusión con Trefoil en 2017 le permitió a PCR incrementar su producción de 2.358 boe/d en 2016 a 10.749 en 2017. Actualmente, la compañía opera en más de 19 yacimientos con un volumen de producción a junio'18 de petróleo y gas de 7.259 Boe/d (68%) y 3.490 Boe/d (32%) respectivamente. Los yacimientos Puesto Rojas y Chachahuen, ambos en la cuenca Neuquina representan el 66% de la producción de petróleo (33% cada una) con una producción neta de 2401 Boed y 2.377 Boed respectivamente.



Principales areas productivas					
Cuenca	Yacimiento	Participación de PCR	Operador	Producción neta 2017 (BOE/d)	Vencimiento de Concesión
Neuquina	Puesto Rojas	100%	PGR	2485	2027
Santa Cruz	Chorrillos	70%	Roch S.A.	2103	2026
Neuquina	Chachahuen	20%	YPF S.A.	1976	2038
Cuyana	Refugio tupungato	100%	PGR	1014	2026
Tierra del Fuego	Las Violetas	12,60%	Roch S.A.	646	2026
Santa Cruz	Campo Bremen	12,60%	Roch S.A.	573	2026
Cuyana	Chañares Herrados	78%	Medanito S.A.	514	2027

A dic'17 las reservas probadas (p1) eran de 39.137 mil BOE, 26.685 mil BOE de petróleo y 12.452 mil BOE de gas, representando 11.5 y 7.2 años de producción respectivamente. En promedio PGR posee reservas por 9.7 años de producción, estando cercano al rango ideal de FIX de 10-15 años.

Administración y calidad de los accionistas

Mercuria Energy Group Limited es el controlante y accionista mayoritario, a través de diversas subsidiarias, del 82.88% de las acciones de la compañía. La familia Manzano posee el 4.04% y el resto se encuentra en manos de inversores minoritarios. Mercuria es un grupo privado de origen suizo enfocado en los negocios de hidrocarburos y energía cuya actividad principal es la comercialización de petróleo.

Mercuria ha brindado soporte crediticio a Andes mediante el otorgamiento de préstamos convertibles en acciones. Antes de la fusión Mercuria poseía el 10% del paquete accionario de Andes.

Riesgos del sector

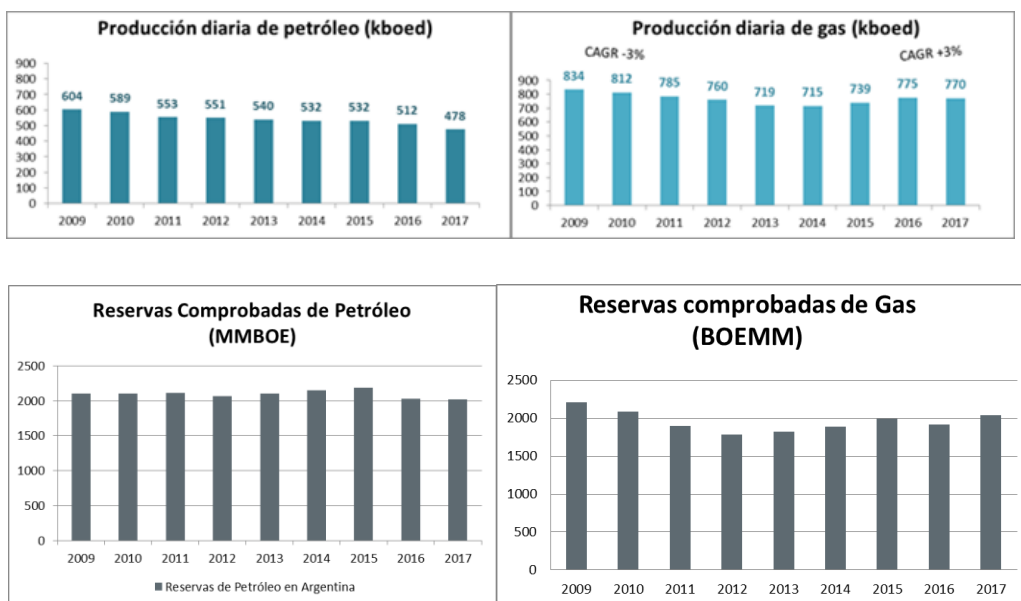
A partir de la presente Administración, una serie de medidas tendientes a desregular el mercado energético han derivado en incentivos a la producción, mayor transparencia de precios, regularizar deudas pendientes entre jugadores del sector y ampliar los planes de expansión.

Convergencia de precio de crudo local con internacional. A fines de septiembre 2017 la Secretaría de Energía dio por suspendido el Acuerdo de precios entre productores y Gobierno de inicios del año, ya que como estaba allí estipulado el precio promedio internacional del barril de petróleo crudo Brent, superó por más de 10 días consecutivos el valor de referencia de USD 54 y los precios del mercado interno quedaron liberados. Ante la devaluación y la suba internacional del petróleo las principales distribuidoras fueron recomponiendo el precio de las naftas. A modo de ejemplo la nafta super comercializada por YPF creció de USD 0.83 en dic'17 a USD 1.026 en oct'18.

Precios de gas sustentables – crecimiento en producción no convencional esperada: En cuanto a gas natural, a partir de agosto CAMEMSA redujo el precio establecido para el segmentos de generación a 4.2 USD/MMBT de 5.2 USD/MMBTU. Actualmente el promedio de precio de gas para la industria ronda los 4.0 USD/MMBT. El mantenimiento de los precios de gas natural incremental proveniente de yacimientos no convencionales en 7,5 USD/MMBTU, con reducción escalonada hasta 6,0 USD/MMBTU en 2021, brinda un piso al precio del gas e inversiones enfocadas principalmente en áreas no convencionales.

Elevadas necesidades de inversión en el segmento producción y exploración limitadas por el acceso al financiamiento: Las señales claras de precios y los incentivos a la producción no convencional impulsaron a ciertas compañías a dedicar mayores recursos a la explotación y exploración de hidrocarburos. Si bien las perspectivas son positivas, el restringido acceso al financiamiento en el mercado internacional y la suba de tasas y reducción de plazos de préstamos en el mercado local podrían limitar la realización de inversiones. El éxito de las empresas requiere un intensivo plan de inversiones, niveles de rentabilidad y años de repago razonables. En los últimos años se evidencia un crecimiento en la producción de gas, impulsado por los planes de estímulo gubernamentales para el desarrollo de dicho hidrocarburo, a través de subsidios al precio de venta del productor, y una disminución en la producción de petróleo por una reducción en el nivel de inversiones en este segmento.

Producción y Reservas de petróleo y gas en Argentina



Factores de Riesgo

- Concentración de operaciones en Puesto Rojas y Chachahuen.
- Riesgo regulatorio.
- Elevadas necesidades de inversión.
- Elevado endeudamiento mitigado por el hecho que la mayor parte del endeudamiento corresponde a deuda con su principal accionista convertible en acciones.

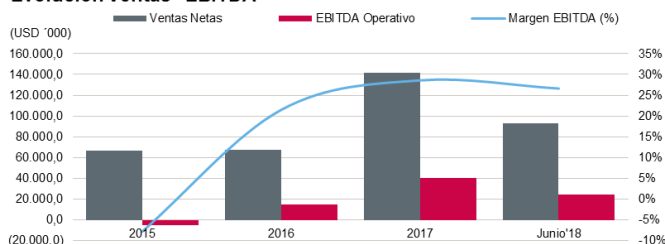
Perfil Financiero

Rentabilidad

La expansión a través de la consolidación con los activos de Petrolera el Trebol le permitió a PGR incrementar la producción y lograr mayores márgenes de rentabilidad. En el primer semestre del año los ingresos de la compañía resultaron en USD 92.876 millones versus USD 141.8 millones en los 2017. La variación se explica principalmente por el incremento de precios tanto de gas como de petróleo. El precio promedio del petróleo en el primer semestre del año resultó en USD 60.34 el Bbl versus USD 50.46 bbl en 2017 y el precio del gas en USD 4.2 MBTU versus USD 4.07 MBTU.

El EBITDA en junio'18 ascendió a USD 24.735 millones con un margen del 26.6% comparado con USD 39.6 millones y un margen de 27.9% en 2017. La reducción de margen se explica por los gastos exploratorios que en el primer trimestre del año ascendieron a USD 3.7 millones versus USD 0.9 millones en 2017. Fix espera que el EBITDA de 2018 resulte en aprox. 55 millones con un margen de 28%.

Evolución Ventas - EBITDA

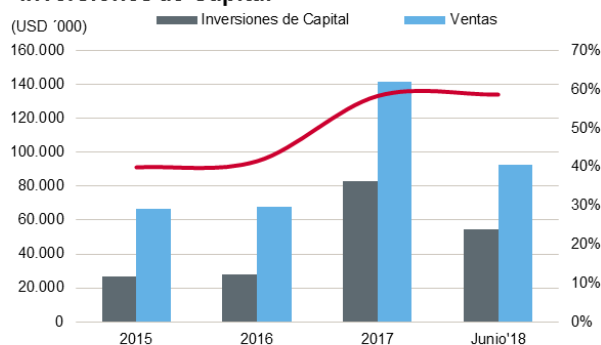


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

A jun'18 la compañía el flujo de caja operativo ascendió a USD 4.6 millones. PGR realizó inversiones por USD 54.5 millones, que representaron un 58% de los ingresos y denotan el fuerte interés de la compañía en incrementar la producción. Las inversiones fueron financiadas principalmente con préstamos otorgados por Mercuria. Dada la actual etapa de expansión, la compañía no planea distribuir dividendos en los próximos años. FIX espera que en los próximos años el flujo de fondos libre continúe siendo negativo producto de las elevadas inversiones.

Inversiones de Capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

La principal fuente de financiamiento de la compañía son los préstamos convertibles en acciones otorgados por Mercuria. En febrero '18 la compañía convirtió USD 100 millones otorgados por Mercuria en 194.387.3299 acciones a un precio de 0.37 libras por acción. A junio'18 la deuda financiera de la compañía ascendía a USD 131.8 millones, compuesta por una línea de préstamo otorgado por Mercuria por USD 107.5 millones, préstamos bancarios por USD 21.4 millones y otros préstamos por USD 3.0 millones. A la fecha la compañía posee una línea de crédito para inversiones y capital de trabajo otorgada por Mercuria por USD 160 millones. La misma devenga una tasa de interés anual variable LIBOR (83 meses) más 4% amortizable en once pagos trimestrales pagaderos a partir de junio'19; Mercuria posee el derecho de convertir parcialmente o totalmente la deuda a partir de junio'18 y hasta diez días anteriores al vencimiento a un precio de 0.45 libras por acción.

A jun'18 el ratio de deuda/EBITDA de 2.7x (versus 4.9x a diciembre'2017). La mejora en el endeudamiento se explica por el incremento en la rentabilidad y la demora en ciertas inversiones de Puesto Rojas en el primer semestre que serán financiadas con endeudamiento adicional. FIX espera que en 2018 el endeudamiento resulte en aprox. 3.5x

Capitalización Junio 2018

USD '000

Deuda de Corto Plazo	23.417	5%
Deuda de Largo Plazo	108.461	23%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	131.878	28%
Total Patrimonio	347.026	72%
Total Capital Ajustado	478.904	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

PGR opera con una liquidez adecuada. A junio'18 la caja cubría el 43% de los vencimientos financieros de corto plazo.

Liquidez - PGR PLC

USD '000

	2015	2016	2017	Junio'18
EBITDA Operativo	(5.183)	14.567	40.555	24.735
Caja e Inversiones Corrientes	27.295	21.700	23.696	10.099
Deuda Corto Plazo	22.259	27.157	29.974	23.417
Deuda Largo Plazo	76.767	78.840	162.502	108.461

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	(0,2)	0,5	1,4	1,1
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	1,0	1,3	2,1	1,5
Deuda Total / LTM EBITDA	(19,1)	7,3	4,7	5,3

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

Mercuria han brindado un fuerte soporte financiero a la compañía mediante el otorgamiento de préstamos convertibles. Fix espera que los accionistas sigan brindando soporte a la compañía en un contexto de fuertes inversiones con necesidades de financiamiento.

Anexo I - Resumen Financiero

A junio'18 los ratios han sido calculados anualizando las cifras semestrales

Resumen Financiero - Phoenix Global Resources

(miles de USD, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Periodo

	IAS jun-18 6 meses	NIF 2017 12 meses	NIF 2016 12 meses	NIF 2015 12 meses	NIF 2014 12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	24.735	40.555	14.567	(5.183)	7.307
EBITDAR Operativo	24.735	40.555	14.567	(5.183)	7.307
Margen de EBITDA	26,6	28,6	21,5	(7,8)	15,2
Margen de EBITDAR	26,6	28,6	21,5	(7,8)	15,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	5,5	4,4	36,7	23,5	15,1
Margen del Flujo de Fondos Libre	(53,7)	(56,3)	15,5	(12,8)	(11,2)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(26,6)	(165,1)	(41,1)	(24,9)	(3,6)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	14,6	2,6	3,3	1,7	2,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	13,7	4,9	0,9	(0,2)	0,5
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	13,7	4,9	0,9	(0,2)	0,5
EBITDA / Servicio de Deuda	1,0	1,1	0,3	(0,1)	0,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,0	1,1	0,3	(0,1)	0,3
FGO / Cargos Fijos	14,6	2,6	3,3	1,7	2,1
FFL / Servicio de Deuda	(3,6)	(1,9)	0,6	0,3	0,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(3,2)	(1,3)	1,1	0,9	0,9
FCO / Inversiones de Capital	0,1	0,0	1,4	0,7	0,7
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,5	9,2	1,9	2,3	2,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,7	4,7	7,3	(19,1)	7,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,5	4,2	5,8	(13,8)	6,4
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,7	4,7	7,3	(19,1)	7,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	2,5	4,2	5,8	(13,8)	6,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	2,2	5,5	16,4	31,4	23,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	17,8	15,6	25,6	22,5	13,6
Balance					
Total Activos	660.989	664.423	236.773	265.339	265.236
Caja e Inversiones Corrientes	10.099	23.696	21.700	27.295	10.644
Deuda Corto Plazo	23.417	29.974	27.157	22.259	7.870
Deuda Largo Plazo	108.461	162.502	78.840	76.767	49.793
Deuda Total	131.878	192.476	105.997	99.026	57.663
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	131.878	192.476	105.997	99.026	57.663
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	131.878	192.476	105.997	99.026	57.663
Total Patrimonio	347.026	282.474	44.660	83.208	128.558
Total Capital Ajustado	478.904	474.950	150.657	182.234	186.221
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	24.457	12.767	38.589	18.108	14.640
Variación del Capital de Trabajo	(19.827)	(9.946)	0	0	0
Flujo de Caja Operativo (FCO)	4.630	2.821	38.589	18.108	14.640
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(54.498)	(82.687)	(28.113)	(26.651)	(20.019)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(49.868)	(79.866)	10.476	(8.543)	(5.379)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	1.062	(1.178)	9.575	(84)
Variación Neta de Deuda	36.728	88.732	2.046	4.313	8.601
Variación Neta del Capital	0	0	0	12.315	33
Otros (Inversión y Financiación)	(2.571)	0	0	0	(705)
Variación de Caja	(15.711)	9.928	11.344	17.660	2.466
Estado de Resultados					
Ventas Netas	92.876	141.799	67.768	66.815	48.229
Variación de Ventas (%)	210,3	109,2	1,4	38,5	114,8
EBIT Operativo	(19.887)	(274.980)	(435)	(5.183)	7.307
Intereses Financieros Brutos	1.801	8.207	16.772	24.627	13.397
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(41.887)	(270.095)	(26.276)	(26.405)	(5.319)

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.
- LTM: Últimos doce meses.
- CAGR: Tasa anual de crecimiento compuesto.
- IRR: Inventarios de Rápida Realización.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings)
- Commodities: Bienes transables.

Anexo III - Características de los Instrumentos

Phonenix Global Resources Plc cotiza en el *AIM*, un mercado operado por la *Bolsa de Comercio de Londres* orientado a pequeñas y medianas empresas o empresas emergentes y en la *Bolsa de Comercio de Buenos Aires*.

La compañía fue admitida en el *AIM* el 15 de julio de 2004. En 2007, el *Directorio* se propuso adquirir ciertos activos en *Latinoamérica*, cambiar la denominación de la sociedad, realizar una suscripción de nuevas acciones y lograr la readmisión de ANDES en el *AIM*. Esto último ocurrió el 2 de octubre de 2007.

La empresa solicitó la autorización para la oferta pública secundaria de sus acciones a la *CNV* y también a la *BCBA* para cotizar las acciones que se negocian en el *AIM*, la que fue concedida en el año 2010. Dado que el mismo instrumento cotiza localmente y en el exterior, para el cálculo de la liquidez se incluyen las operaciones registradas en *Londres* donde muestra un mayor volumen negociado.

El 12 de julio de 2012, se concretó la escisión de los negocios de ANDES mediante una reducción de capital. Antes de dicha transacción el número de acciones de la empresa ascendía a 294.957.402. A partir de la fecha de escisión las nuevas acciones, que totalizaban 198.801.288, comenzaron a negociarse en el *AIM*.

Luego de las emisiones de acciones realizadas para las adquisiciones de *Ketsal*, *Kilwer* y *MGM*, y tras la conversión en acciones de ciertos préstamos, las acciones ordinarias en circulación ascendían a 551.983.551. El 28 de agosto de 2015 la compañía realizó una nueva emisión de acciones, aumentando el total en circulación hasta 600.639.123 con una capitalización de mercado de 140 millones de libras esterlinas a septiembre de 2015.

En abril de 2017, fue ejercido el derecho que conferían ciertos *warrants* para la suscripción de 32.571 acciones ordinarias a un precio de 26 peniques por acción. Como resultado de dicha suscripción el número total de acciones ordinarias en circulación es de 605.537.372.

En agosto 2017, como parte del proceso de fusión de Trefoil Holdings con Andes Energía Plc se modificó la razón social de la compañía a Phoenix Global Resources Plc. La misma comenzó a operar con 2.519.431.566 acciones (1.899.106.385 emitidas más las intercambiadas). Actualmente el 13% del paquete accionario es público y el resto pertenece al Grupo Mercuria y a la familia .

Al 31 de julio, luego de sucesivas emisiones de acciones como resultado del ejercicio de derecho de *warrants* y de la conversión de deuda el total de acciones en circulación ascendía a 2761.644.709

Presencia

Durante el año móvil a jul'18, la acción de Phoenix Global Resources Plc (ex Andes Energía Plc) mantuvo una presencia del 97% sobre el total de ruedas, incluyendo tanto las operaciones en el *AIM* como en *Buenos Aires*.

Rotación

Por su parte, al considerar la cantidad de acciones negociadas en dicho año móvil sobre la cantidad de acciones promedio flotante en el mercado de *AIM*, se observa que la acción de registró una rotación del 12.83%.

Participación

Durante el último año móvil a jul'18, el volumen negociado representó una participación sobre el volumen negociado en el *AIM* del 0.05%.

En conclusión, se considera que la acción de Phoenix Global Resources Plc (ex Andes Energía Plc) cuenta con una liquidez alta.

Pagos de dividendos en efectivo

De conformidad con la política de dividendos fijada por los accionistas al solicitar su readmisión en el AIM, la compañía no tiene previsto pagar dividendos dado que planea aplicar los recursos financieros al desarrollo de su negocio.

Anexo IV - Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de *Fitch Ratings*) realizado el **5 de noviembre de 2018**, confirmó (*) la calificación de las *Acciones Ordinarias* de Phoenix Global Resources Plc (ex Andes Energía Plc.) en **Categoría 2**.

Categoría 2: Acciones de buena calidad. Se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una regular capacidad de generación de fondos.

La calificación asignada se desprende del análisis de Factores Cuantitativos y Cualitativos. Dentro de los Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y la Estructura de Capital, y el Fondo y la 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. Adicionalmente, para la calificación de las acciones se consideró su liquidez en el mercado. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

- Estados contables intermedios al 30-06-2018 y Estados Contables anuales hasta 31-12-2017 desde el 31-12-2012 disponibles en www.cnv.gob.ar (auditor externo de los últimos estados contables publicados: *PricewaterhouseCoopers LLP*). La empresa no publica estados contables trimestrales en base a la solicitud cursada a la BCBA y a la CNV para presentar estados contables anuales e intermedios, conforme lo establecen las normas del AIM.
- Prospecto de Oferta Pública de Acciones del 14 de mayo de 2010 disponible en www.cnv.gob.ar.
- Hechos Relevantes disponibles 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.