

Construcciones Electromecánicas del Oeste S.A. (CEOSA)

Informe integral

Calificaciones

Nacional

Emisor BBB-(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Consolidado	30/09/2018	31/12/2017
(\$ miles)	LTM	12 Meses
Total Activos	5.356.461	4.644.021
Deuda	1.887.764	1.358.562
Ingresos	4.132.047	2.683.494
EBITDA	668.440	428.975
EBITDA (%)	16,2	16,0
Deuda Total / EBITDA	2,8	3,2
Deuda Neta	2,6	2,9
Total / EBITDA		
EBITDA /	1,5	1,5

Informes relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la CNV.](#)

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

Analista Primario

Mariano De sousa
 Analista
 +54 11 5235 8141
mariano.desousa@fixscr.com

Analista Secundario

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

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +5411 5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Incremento en la concentración del backlog (proyectos en cartera): durante el último trimestre el Backlog de la compañía se incrementó un 23% a \$8.921 MM. No obstante, FIX estima que los ingresos de la compañía se encuentran altamente concentrados ya que el 42% de las obras en cartera son representadas por un solo proyecto, la construcción Río Colorado-Bahía Blanca con un plazo de tres años financiado por el CAF y el BID.

Menor generación de fondos por retracción en la obra pública tradicional: Las compañías del sector, especialmente aquellas ligadas a la obra pública tradicional, se verán afectadas por una fuerte retracción en el gasto de capital estimado para 2019, con una caída promedio del 30% en términos reales. FIX estima que esto podría verse parcialmente mitigado por una evolución favorable en los contratos de Participación Público-Privada (PPP) y por un nivel de backlog de la compañía de \$8.921 millones, equivalentes a 2.16x las ventas del segmento construcción de la compañía considerando los ingresos de los últimos 12 meses a sep'18.

Fuerte posición competitiva: CEOSA es uno de los principales participantes en la industria de construcción del país en el segmento hidráulico. El 48% de los proyectos actuales de la compañía son del segmento hidráulico y le aportan una mayor rentabilidad frente a los proyectos viales.

Menor exposición al gobierno de Mendoza: A jun'18, la exposición en el backlog de la compañía al gobierno de Mendoza se vio reducida a un 2% desde un 21% del backlog a ago'16. Asimismo, la provincia presenta leves mejoras en materia presupuestaria. La compañía ha logrado bajar la concentración en su backlog; los tres principales proyectos representan el 29,7% lo que compara positivamente con el 39,4% a may'17.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada ante un deterioro en la calidad crediticia de las principales contrapartes de la compañía que impacte en el financiamiento de los proyectos de infraestructura y que resulte en necesidades de capital de trabajo y endeudamiento superiores a lo esperado. Asimismo, la calificación podría subir en caso de un sostenido crecimiento del sector mayor al esperado junto a una mejora sensible en la posición de liquidez de la compañía.

Liquidez y estructura de capital

Débil posición de liquidez: La calificación refleja la débil posición de liquidez que enfrenta CEOSA. A sep'18 la deuda financiera de corto plazo de la compañía alcanzaba los \$1.639MM (86% del total de la deuda), mientras que la posición de caja y bancos era de \$137MM (de los cuáles \$108MM eran de libre disponibilidad fuera de las UTEs). Los saldos de libre disponibilidad cubren aproximadamente 7% la deuda de corto plazo a sep'18.

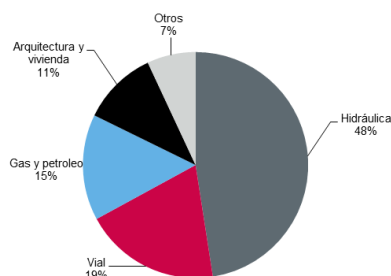
Perfil del negocio

Ceosa es una compañía integral de construcción con base en Mendoza y más de 40 años de actividad dedicada al desarrollo de infraestructura tanto para el sector público como privado. La empresa posee una diversificada línea de negocios que incluye proyectos de arquitectura y vivienda, obras hidráulicas y de saneamiento, obras viales, construcción y mantenimiento de torres y líneas de transmisión de energía eléctrica y fibra óptica, remodelación de líneas ferroviarias, entre otros.

Operaciones:

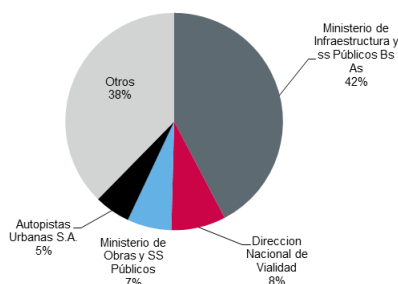
A jun'18, la empresa tenía un backlog por \$8.921MM y, considerando los ingresos de los últimos 12 meses a sep'18, un indicador de backlog/ventas de 2.16x, similar a sus comparables. Por otro lado, el backlog creció en términos interanuales un 5%.

Apertura de Backlog por Segmento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Apertura de Backlog por Contraparte



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La compañía presenta una estructura de contrapartes relativamente concentrada. Los dos principales proyectos representan el 43% del backlog total sobre el cual el proyecto Acueducto Río Colorado representa el 38% y está financiado por la CAF; mientras que Autopistas Urbanas S.A. con el Paseo del Bajo tramo B lo hacen en un 5% y 12% respectivamente. Al considerar el backlog en relación al año anterior, se encuentra más concentrado.

Estrategia

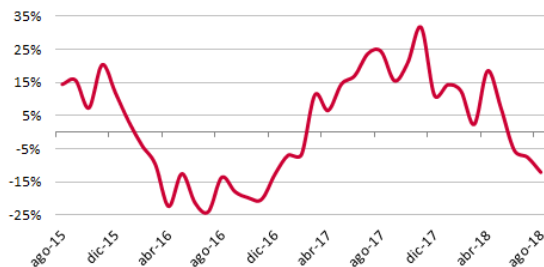
A partir de las demoras en las cobranzas con contrapartes públicas, principalmente el gobierno de Mendoza, la estrategia de la compañía ha sido presentarse a licitación en proyectos cuyo financiamiento provenga de bancos multilaterales o cuyos contratos incluyan niveles de anticipos que permitan financiar el capital de trabajo. En este sentido, la compañía realiza inversiones de capital y adquiere bienes de uso sólo a partir de la adjudicación de una obra. Asimismo, a diferencia del resto de las compañías del sector calificadas por Fix, Ceosa posee una cartera diversificada en cuanto a segmentos, reduciendo su participación en obras públicas viales cuyos márgenes son más reducidos.

Riesgo del sector

El sector de la Construcción, en particular el relacionado a la obra pública, se encuentra en un punto de inflexión luego del fuerte crecimiento experimentado durante 2017 y principios de 2018. La volatilidad observada a partir de abril en el mercado cambiario ha repercutido en gran medida en el nivel de actividad e inflación esperadas. FIX estima que la economía decrecerá en el período 2018-19 y que las necesidades de normalización del déficit primario conllevarán a una fuerte retracción en la cantidad y magnitud de la obra pública tradicional a nivel nacional. Según el Presupuesto 2019, los gastos de capital decrecerán 7.2% en términos nominales, más del 30% en términos reales si se toma la pauta inflacionaria del 23%. El sector más afectado será el energético, con una caída del 60% en términos nominales.

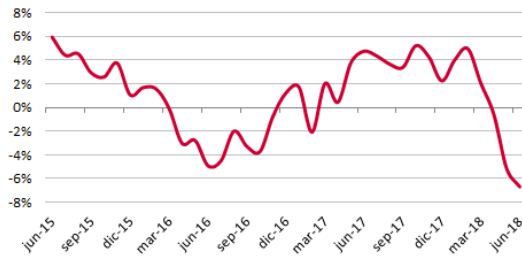
Evolución Índice Construya

Variación interanual



Estimador Mensual de la Actividad Económica

Variación interanual



Hacia adelante, FIX estima que en los próximos dos años los niveles de actividad sectorial dependerán fundamentalmente de:

- Reducción esperada en la Obra Pública tradicional como consecuencia del elevado déficit fiscal, mitigada parcialmente por la generación de nuevos negocios a través de los proyectos de Participación Público-Privada (PPP) y por un elevado nivel de backlog promedio de las compañías calificadas por FIX en torno a 3.0x ventas.
- Desarrollo de Infraestructura ligada al sector privado, principalmente en el sector energético, el cual se compone en general, de grandes compañías que cuentan con un elevado nivel de proyectos.
- Nivel de actividad general debido a la fuerte prociclicidad con el PBI.

Posición competitiva

CEOSA es uno de los principales participantes en la industria de construcción del país en el segmento de viviendas, principalmente a través de las obras de PRO.CRE.AR.). El backlog presenta un buen grado de diversificación. No obstante, la compañía se encuentra en una segunda línea respecto a los líderes del sector en cuanto a ventas ya que en promedio tiene una facturación del 50% de sus comparables.

Por otro lado, la competencia podría incrementarse en los próximos años en el marco de la Ley de Participación Público-Privada (PPP) ya que el gobierno nacional se encuentra actualmente en la búsqueda de inversiones extranjeras para proyectos públicos de envergadura. Sin embargo, por su naturaleza, existen barreras de entrada, principalmente operacionales y logísticas, que hacen necesaria una alianza con empresas locales. CEOSA esta planeando presentarse a licitaciones PPP, aunque aún no está definido a que proyectos se presentará.

Administración y calidad de los accionistas

Ceosa es una compañía privada de capital cerrado familiar cuyos accionistas son Fernando Ariel Porretta (70%) y Carina Gisela Porretta (30%).

Factores de riesgo

Débil posición de liquidez: A sep'18, la deuda financiera de corto plazo era de \$1.639MM mientras que la posición de caja era de \$137MM, de los cuales \$108MM eran de libre disponibilidad fuera de las UTEs. Fix observa que dicha estructura expone a la compañía a un elevado riesgo de refinanciación.

Moderada concentración del backlog en dos proyectos: Fix estima que los ingresos futuros de la compañía se encuentran moderadamente concentrados ya que dos proyectos que representan el 43% del backlog a jul'18. El proyecto Acueducto Rio Colorado representa el 38% y está financiado por la CAF; mientras que Autopistas Urbanas S.A. con el Paseo del Bajo tramo B lo hacen en un 5% y 12% respectivamente.

Elevadas necesidades de inversión y capital de trabajo: La compañía presenta flujo de fondos libres volátiles debido principalmente a las elevadas necesidades de capital de trabajo e

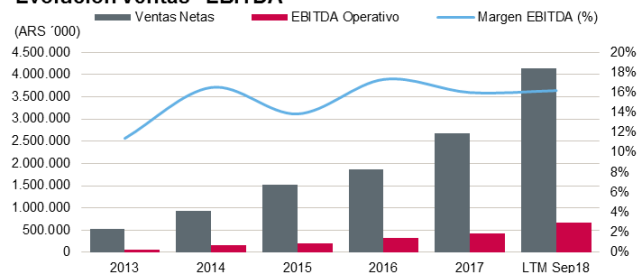
inversión de capital. En un contexto de rápido crecimiento, la compañía deberá afrontar mayores gastos en capital de trabajo, compras de nuevas maquinarias y mantenimiento.

Perfil Financiero

Rentabilidad

En 2017, las ventas de CEOSA crecieron a una tasa del 43% anual, levemente por encima de los niveles inflacionarios observados en el período. En los últimos años, los márgenes EBITDA han mostrado una tendencia levemente positiva y se han ubicado en un promedio del 17%, en línea con los pares del sector. En los últimos 12 meses a sep'18 la compañía mantuvo márgenes en torno a 16%; principalmente por su baja exposición a obras viales y a la eficiencia en su estructura de costos. A sep'18, el EBITDA alcanzó \$606 MM con un margen de 18%, superior al resto de sus pares del sector.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

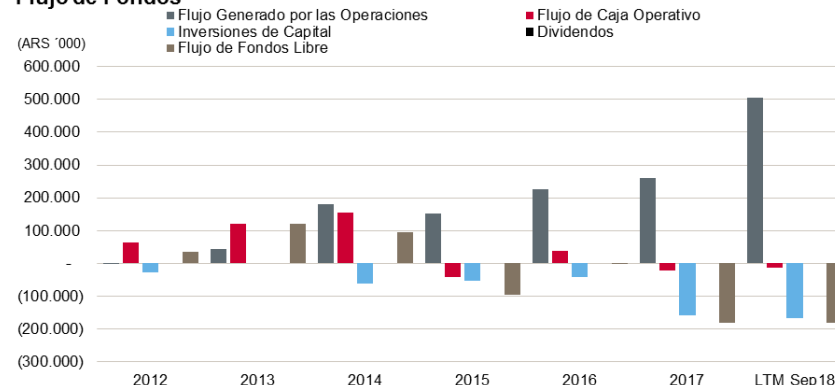
Para los próximos años, se espera que la compañía tenga márgenes cercanos al 15%-16% o levemente inferiores al promedio histórico, debido a un menor nivel de actividad sectorial y mayor competencia. En caso de una recuperación en el nivel de actividad del sector mayor a la esperada, los márgenes de EBITDA podrían ser incluso mayores.

Flujo de fondos

CEOSA ha mostrado desde 2014 un incremento de flujos generados por las operaciones. Sin embargo, las altas necesidades de capital de trabajo han presionado la capacidad de generación de fondos libres. A sep'18, la compañía generó FCO negativo principalmente por necesidades de capital de trabajo \$ 281 MM, asimismo se financiaron, durante el periodo, inversiones de capital por \$ 159 MM lo cual redunda en un flujo de caja libre de \$ 180 MM que se financio con un incremento de deuda bancaria.

Hacia adelante, Fix espera que las necesidades de capital de trabajo se mantengan o tengan un nivel levemente inferior producto de la actividad general del sector, produciendo que CEOSA exhiba flujos libres neutros en los próximos años.

Flujo de Fondos



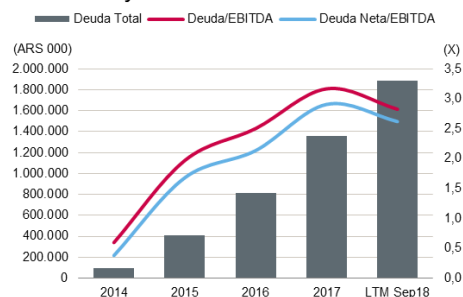
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

Históricamente CEOSA ha mostrado una estructura de capital conservadora. En los últimos años el nivel de apalancamiento sobre el EBITDA de la compañía se ha ubicado en torno a 2.0x. A sep'18, la deuda total ascendió a \$ 1.887 y la relación deuda / EBITDA alcanzó 2,8x (considerando el EBITDA de los últimos 12 meses).

Se espera que el ratio deuda EBITDA se mantenga entre 2.0x y 2.7x en el mediano plazo.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización

ARS '000

ARS '000		
Deuda de Corto Plazo	1.639.302	52%
Deuda de Largo Plazo	248.462	8%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	1.887.764	60%
Total Patrimonio	1.282.657	40%
Total Capital Ajustado	3.170.421	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La deuda financiera a Sep'18 ascendía a \$1.887MM y se compone de préstamos bancarios (32%), descuento de cheques y certificados (37%), adelantos en cuenta corriente (26%) y arrendamientos financieros (5%). Fix estima que la alta concentración en el corto plazo expone a la compañía a un elevado riesgo de refinanciación y que la actual estructura de deuda debilita la generación de flujos con altas tasas de interés.

A sep'18 la deuda de corto plazo de la compañía alcanzaba los \$1.639MM (86% del total de la deuda), mientras que la posición de caja y bancos era de \$137MM (de los cuáles \$108MM eran de libre disponibilidad fuera de las UTEs).

En este sentido, Fix considera que en el corto plazo la compañía enfrenta elevados riesgos de liquidez.

Fondeo y flexibilidad financiera

Fix considera que la compañía posee actualmente una acotada flexibilidad financiera dado que requiere de mayores niveles de endeudamiento y tiene comprometidas todas sus líneas de crédito. Asimismo, gran parte de la deuda financiera se encuentra concentrada en una sola entidad bancaria.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del 31 de diciembre de 2016, CEOSA ha adoptado las normas internacionales de información financiera (NIIF), en línea con la Resolución General N° 562/09. Para el cálculo de los ratios a septiembre de 2018, se han anualizado los resultados de 9 meses.

Resumen Financiero -CEOSA S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	28,86	28,86	18,77	15,85	13,01	8,55
Tipo de Cambio Promedio	19,43	19,43	16,57	14,78	9,27	8,12
Período	Año Móvil	sep-18	2017	2016	2015	2014
	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	668.440	605.843	428.975	323.352	209.692	155.377
EBITDAR Operativo	668.440	605.843	428.975	323.352	209.692	155.377
Margen de EBITDA	16,2	18,0	16,0	17,3	13,9	16,5
Margen de EBITDAR	16,2	18,0	16,0	17,3	13,9	16,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	29,8	28,6	20,4	31,3	26,5	36,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(4,4)	0,4	(6,7)	(0,1)	(6,3)	10,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	22,8	0,0	27,9	4,1	1,6	3,4

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	2,2	2,1	1,9	1,8	2,2	4,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,5	1,4	1,5	1,1	1,6	2,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,5	1,4	1,5	1,1	1,6	2,8
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	1,3
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	1,3
FGO / Cargos Fijos	2,2	2,1	1,9	1,8	2,2	4,2
FFL / Servicio de Deuda	0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	1,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	0,3	0,1	0,4	0,2	1,5
FCO / Inversiones de Capital	(0,1)	1,1	(0,1)	0,9	(0,8)	2,6

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	2,0	1,6	2,5	1,6	1,5	0,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,8	2,3	3,2	2,5	2,0	0,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,6	2,2	2,9	2,1	1,7	0,4
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	2,8	2,3	3,2	2,5	2,0	0,6
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	2,6	2,2	2,9	2,1	1,7	0,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	29,0	32,6	25,7	46,7	51,8	64,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	86,8	86,8	90,7	98,3	93,9	71,6
		86,8%				

Balance

Total Activos	5.356.461	5.356.461	4.644.021	2.930.568	2.072.514	1.437.902
Caja e Inversiones Corrientes	137.120	137.120	111.931	118.930	60.579	33.685
Deuda Corto Plazo	1.639.302	1.639.302	1.231.954	795.222	387.664	66.282
Deuda Largo Plazo	248.462	248.462	126.608	13.795	25.070	26.244
Deuda Total	1.887.764	1.887.764	1.358.562	809.017	412.734	92.526
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.887.764	1.887.764	1.358.562	809.017	412.734	92.526
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.887.764	1.887.764	1.358.562	809.017	412.734	92.526
Total Patrimonio	1.282.657	1.282.657	1.280.694	828.566	658.993	555.125
Total Capital Ajustado	3.170.421	3.170.421	2.639.256	1.637.583	1.071.727	647.651

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	505.521	471.806	260.466	226.741	152.810	181.300
Variación del Capital de Trabajo	(518.778)	(321.700)	(281.858)	(188.461)	(195.329)	(25.219)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(13.257)	150.106	(21.392)	38.280	(42.519)	156.081
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(2)	(2)	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(167.747)	(135.425)	(159.357)	(40.892)	(52.225)	(60.066)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(181.006)	14.679	(180.749)	(2.612)	(94.744)	96.015
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(4.343)	(5.376)	(3.413)	(2.206)	12.679	(12.143)
Otras Inversiones, Neto	(22.802)	(16.638)	(15.246)	(26.310)	3.953	(7.098)
Variación Neta de Deuda	259.963	32.522	192.409	89.479	80.700	(46.388)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	0
Variación de Caja	51.812	25.187	(6.999)	58.351	2.588	30.386

Estado de Resultados

Ventas Netas	4.132.047	3.373.654	2.683.494	1.869.015	1.513.813	942.159
Variación de Ventas (%)	54,0	75,2	43,6	23,5	60,7	76,2
EBIT Operativo	523.606	502.406	273.127	168.492	118.591	73.705
Intereses Financieros Brutos	438.250	436.102	278.525	285.366	130.828	56.342
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	292.173	206	294.221	30.305	9.504	13.656

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
- Backlog: Proyectos en cartera

Anexo IV. Dictamen de calificación

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

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)**, en adelante **FIX**, realizado el **12 de diciembre de 2018** confirmó* y retiró en la **Categoría BBB-(arg)** a la calificación del emisor de **Construcciones Electromecánicas del Oeste S.A. (CEOSA)**

La Perspectiva es **Estable**.

Categoría BBB(arg): "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agregará "(arg)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La calificación asignada se desprende del análisis de 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.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

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

Fuentes

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

- Balances auditados hasta el 30/09/18.
- Información de gestión de la compañía al 30/06/2018
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte.

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 calificador–, 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.