

Ferrum S.A. de Cerámica y Metalurgia (Ferrum)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A(arg)
Programa Global de Emisión de ON Simples no convertibles en acciones	A(arg)

Perspectiva

Calificaciones de Largo Plazo	Estable
-------------------------------	---------

Resumen Financiero

Consolidado (\$ miles)	30/09/2018 Año móvil	30/06/2018 12 Meses
Total Activos	2.165.858	1.876.943
Deuda Financiera	352.860	298.214
Ingresos	3.057.517	2.831.813
EBITDA	344.614	273.652
EBITDA (%)	11,3	9,7
Deuda Total / EBITDA	1,0	1,1
Deuda Neta Total / EBITDA	0,4	0,4
EBITDA / Intereses	6,3	8,0

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

Analista Principal:

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

Analista Secundario:

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

Responsable del Sector:

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

Factores Relevantes de la Calificación

Fuerte participación de mercado: Ferrum S.A. (Ferrum) opera dentro del sector de la construcción en el segmento de sanitarios; detenta una participación de mercado superior al 50% y una fuerte focalización hacia la plaza local donde concentra más del 95% de sus ventas. El total de las importaciones disminuyó aproximadamente a la mitad debido a la suba del tipo de cambio. La compañía apunta a ofrecer un servicio con productos de mayor valor agregado a todas las gamas de consumidores y mantener su liderazgo.

Elevadas necesidades de capital de trabajo presionan el flujo operativo: La compañía exhibe históricamente elevadas necesidades de financiar capital de trabajo. Durante los últimos doce meses a septiembre 2018, la compañía detentó un Flujo de Caja Operativo (FCO) de \$110 millones. No obstante, debido a la coyuntura macroeconómica actual y la baja en la demanda por la caída en el sector de la construcción, FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings) –en adelante FIX– estima que durante los próximos ejercicios el FCO se encontrará presionado por una baja en el flujo operacional y un incremento en el capital de trabajo, alcanzando en 2019 un FCO negativo por \$78 millones. No obstante, la compañía se encuentra tomando medidas internas para reducir costos y obtener eficiencias operativas para adaptarse al nuevo entorno.

Flujo de Fondos Libre Volátil: Ferrum ha demostrado históricamente una generación de Flujo Generado por las Operaciones (FGO) positivo. No obstante, la compañía presenta un Flujo de Fondos Libres (FFL) volátil dependiendo de las necesidades de capital de trabajo e inversiones. Durante los últimos doce meses a septiembre 2018 la compañía realizó inversiones de capital por \$74 millones y no distribuyó dividendos, esto arrojó un FFL positivo de \$36 millones que compara contra un FFL negativo por \$158 millones durante el mismo periodo 2017. Hacia adelante, FIX espera que FFL sea negativo, producto de una menor generación de flujo y mayores necesidades de capital de trabajo.

Sensibilidad de la Calificación

Si bien FIX estima que los niveles de actividad para la industria se deteriorarán, no esperamos que esto impacte significativamente en la calidad crediticia de la compañía.

La calificación se verá presionada a la baja en caso de que los niveles de la actividad disminuyan más de lo estimado, con una ruptura en la cadena de pagos o incremento de la competencia.

Liquidez y Estructura de Capital

Buena posición de liquidez: Ferrum opera con un nivel de caja alto, a septiembre 2018 la posición de caja y equivalentes cubría 67% de las deudas corrientes. El indicador EBITDA + Caja e Inv. Corrientes sobre Deuda CP se encuentra en torno a 1.7x.

Estructura de capital conservadora: Los bajos niveles de apalancamiento le han permitido a Ferrum atravesar los ciclos adversos de la industria. El Patrimonio Neto a septiembre 2018 representa el 78% del capital total de la empresa y el ratio de deuda medido con EBITDA a la misma fecha fue de 1.1x. La compañía detenta una buena flexibilidad financiera por su amplio acceso al mercado bancario. FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – espera que el ratio deuda a EBITDA se encuentre en torno a 2.0x.

Perfil del negocio

Ferrum se posiciona como líder en la industria de sanitarios, y posee una fuerte focalización hacia el mercado interno, donde posee una participación superior al 50%, y donde concentra el 96% de sus ventas.

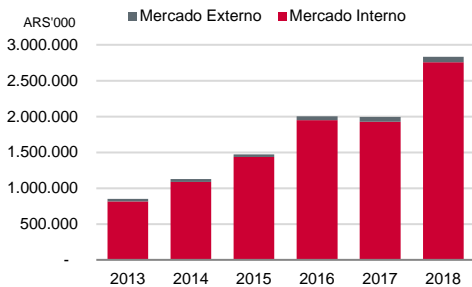
La compañía cuenta con dos plantas de producción de sanitarios ubicadas en Avellaneda y en Pilar, esta última con mayor tecnología, y en la que se destinaron la mayor cantidad de inversiones en los últimos años. A través de su planta en Santa Fe, la empresa fabrica y comercializa tableros de madera (MDF), y mediante su participación en Piedra Grande, posee yacimientos de extracción y procesamiento de minerales. Piedra Grande destina el 35% de sus ventas al abastecimiento de materias primas para la producción de sanitarios a Ferrum.

Los principales productos que fabrica y comercializa la sociedad son artefactos sanitarios, muebles para baños, tableros de MDF y tableros HDF (Fibras de Madera de Alta Densidad).

A junio 2018 la participación de los sanitarios sobre las ventas totales a terceros era del 97% y minería 3%, en torno a valores históricos.

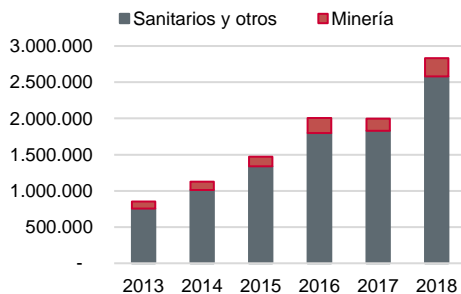
El volumen de unidades vendidas se encontraba disminuyendo desde 2014. No obstante durante 2018 el mismo ascendió a 3.485 millones de unidades vendidas de sanitario y a 3.610 millones de toneladas de minerales que representan un 18% de incremento respecto al ejercicio anterior.

Ventas Por Segmento



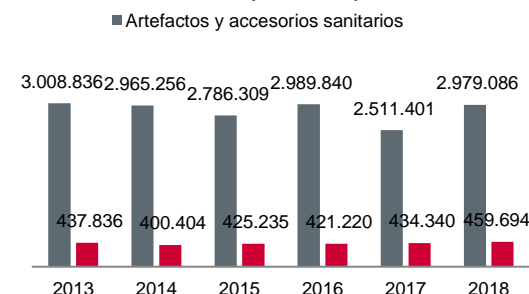
Fuente: Información de la compañía

Ventas por Segmento



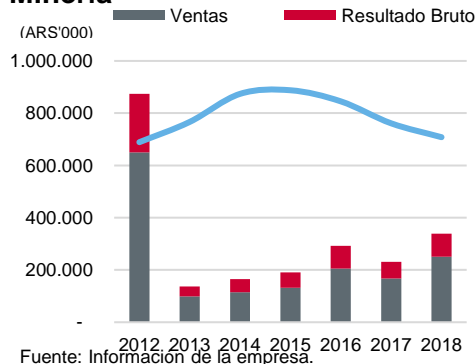
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Volumenes de ventas (unidades)



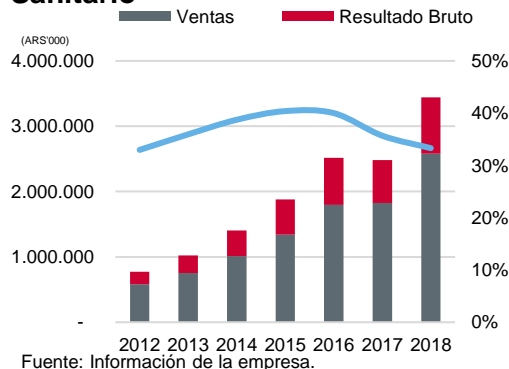
Fuente: Información de la compañía

Minería



Fuente: Información de la empresa.

Sanitario



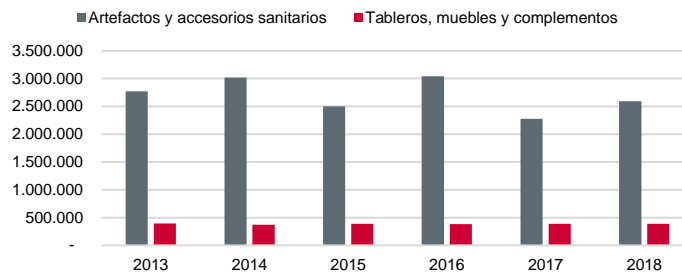
Fuente: Información de la empresa.

Operaciones

La empresa cuenta con una capacidad de producción de aproximadamente 2.8 MM de unidades de sanitarios y 44.000m³ de tableros por año, hasta octubre 2018 la utilización de la capacidad instalada era cercana al 75%. No obstante a partir de noviembre, debido a la baja en la demanda y la situación actual del nivel de actividad, la compañía decidió disminuir su producción desde las

175.000 unidades por mes a 140.000, que representan un 60% de la capacidad total de la compañía.

Volumenes de producción (unidades)



Fuente: Información de la compañía

La compañía realizará la parada de planta habitual por mantenimiento en el mes de enero de 15 o 20 días, con posibilidad de extenderla una semana más en caso de que la demanda continúe deprimida.

Durante el segundo trimestre de este ejercicio, la compañía redujo su dotación de empleados a 1.500 personas desde 1.640. Esto no significó un costo adicional para Ferrum, ya que fue por medio de la aceleración de jubilaciones y no la renovación de algunos puestos.

Estructura de costos

En la estructura de costos de Ferrum (consolidado), al cierre del ejercicio 2018 se destaca la fuerte participación de los costos laborales, aproximadamente 50% del costo operativo total, y en menor medida, insumos y materiales, aproximadamente 33%.

Riesgo del sector

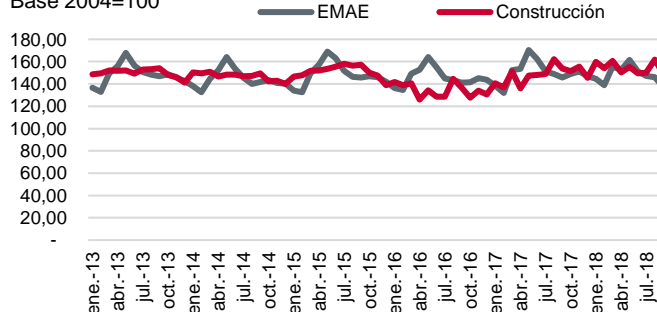
El Estimador Mensual de Actividad Económica (EMAE) del mes de septiembre cayó un 5,8% respecto del mismo mes de 2017, el sector construcción en particular a dicho mes decreció un 2,9 % respecto del año precedente.

La actividad de las empresas de construcción, según el Grupo Construya, se encuentra en caída desde junio 2018. A noviembre 2018 mostró una caída interanual del 30,4%.

Según el Indicador Sintético de la Actividad de la Construcción (ISAC) durante el mes de octubre 2018 el sector cayó un 6,4% en términos interanuales. El dato acumulado durante los primeros diez primeros meses del año registra un aumento del 4,9% con respecto a igual periodo del año 2017, producto del elevado crecimiento que mostró el sector durante los primeros cuatro meses del año 2018.

EMAE vs. Construcción

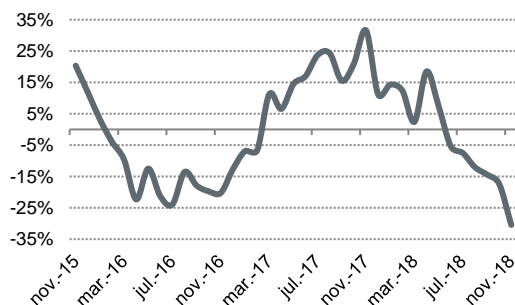
Base 2004=100



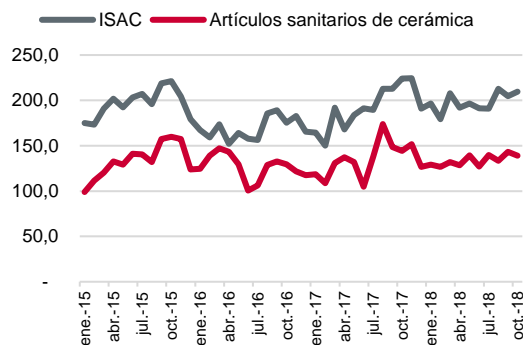
Fuente: FIX SCR.

Evolución Índice Construya

Variación interanual



ISAC vs. Artículos Sanitarios



Posición competitiva

La empresa opera dentro del sector de la construcción en el segmento de sanitarios, detentando una participación superior al 50% del mercado. La empresa posee una cartera diversificada de 900 clientes, los cuales se dividen entre distribuidores, grandes cadenas y representantes. Estos últimos no cuentan con venta al público directa pero permiten que Ferrum tenga alcance a lugares donde por cuestiones de distancia y volumen no puede hacerlo.

Los principales competidores de Ferrum son Roca Argentina S.A. y en segundo lugar los artículos importados, principalmente los provenientes de Brasil y China. No obstante estos fueron reduciéndose ya que la suba en el tipo de cambio los hizo menos competitivos. Existen medidas antidumping para los productos de Brasil, no así para los chinos. El resto de los competidores se encuentran atomizados.

Administración y calidad de los accionistas

FV S.A. Se posiciona como accionista principal de la empresa con una tendencia del 48.68% sobre el capital social de Ferrum, el 38.93% pertenece a Sidney Inversora y el resto está distribuido entre aproximadamente 2.000 accionistas. Las acciones de la empresa cotizan en el Merval, y el capital flotante se estima en 12.39%. No existen significativas sinergias con FV ya que operan con canales de distribución distintos.

Factores de riesgo

- Amenazas de productos importados.
- Elevadas necesidades de financiar capital de trabajo que trae aparejado mayor endeudamiento.

Perfil Financiero

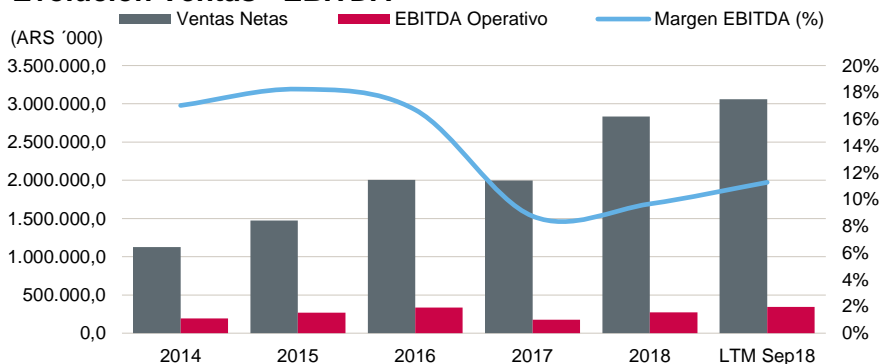
Rentabilidad

Al cierre anual 2018 las ventas fueron de \$ 2.831 millones y el EBITDA de \$ 273 millones, que representan un crecimiento nominal interanual del 42% y 57%. El volumen de unidades vendidas creció un 18%, principalmente en el segmento de tableros, muebles y complementos de Piedra Grande.

A septiembre 2018 la compañía detentó ventas por \$907 millones y un EBITDA por \$123 millones, que comparan positivamente con los exhibidos a septiembre 2017 (\$681 millones y \$52,7 millones respectivamente). El margen EBITDA fue de 13,6%, por encima del año anterior, retornando a valores históricos.

Hacia adelante, FIX espera márgenes de rentabilidad debilitados, alcanzando en 2019 un 6% con una recuperación leve en los próximos años, producto de la baja en la actividad y las consecuentes medidas tomadas por la compañía como extensión del período de vacaciones y posible suspensión de personal que redunden en menor utilización de la planta. Asimismo esto generaría una dificultad para trasladar la suba de los costos en los precios, producto de la variación del tipo de cambio ya que aproximadamente el 25% de la materia prima es importada.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

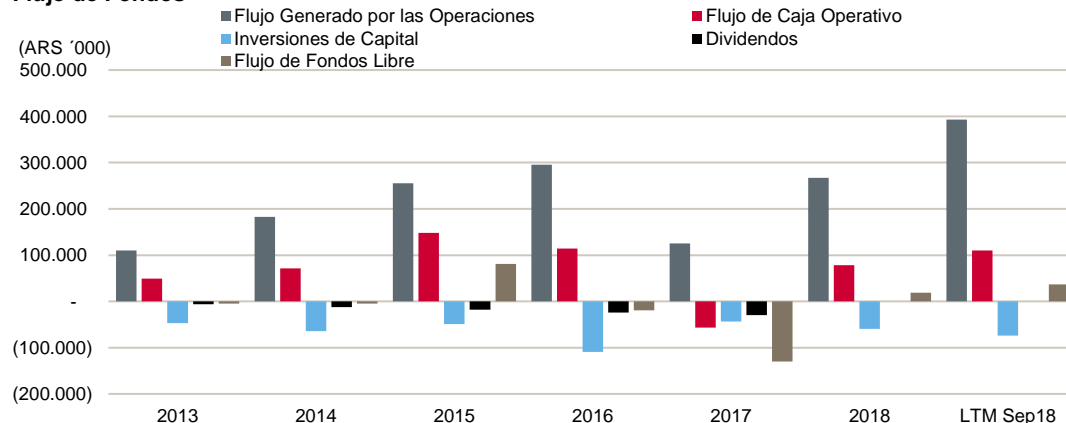
Flujo de fondos

Históricamente la compañía ha demostrado una sólida generación interna de fondos. A junio 2018 el Flujo Generado por las Operaciones (FGO) fue de \$267 millones, que compara contra \$125 millones a junio 2017. Ferrum presenta elevadas necesidades de financiar capital de trabajo, a junio 2018 fueron de \$188 millones. El Flujo de Fondos Libres (FFL) fue positivo por \$19 millones, que compara contra un FFL negativo por \$130 millones a junio 2017.

A septiembre 2018 el FGO fue de \$196 millones, por encima del generado en el primer trimestre del ejercicio anterior (\$70,8 millones). Esto le permitió generar un FFL positivo por \$26 millones, a pesar de las elevadas necesidades de financiar capital de trabajo y las inversiones de mantenimiento por \$19 millones.

Hacia adelante, FIX espera que las necesidades de capital de trabajo aumenten producto de la baja en el sector. Durante el 2019, estimamos que exhibirá un FFL negativo en torno a \$140 millones.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

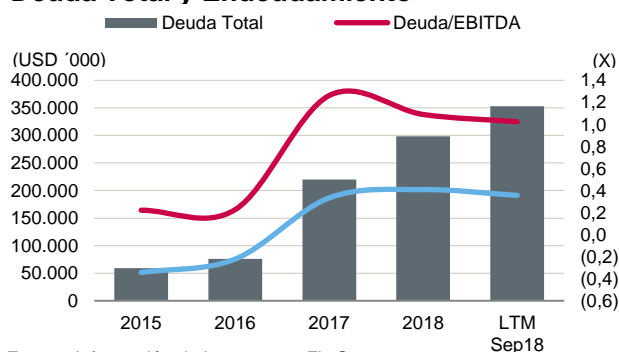
Liquidez y estructura de capital

A junio 2018 la deuda total de Ferrum era de \$298 millones, con una concentración del 96% en el corriente. La deuda total se compone de préstamos bancarios en moneda extranjera por el equivalente a \$185 millones y en moneda nacional por \$113 millones. De esta manera, la compañía presentó una leve mejora en los niveles de endeudamiento, ubicándose la relación de Deuda a EBITDA en 1,1x que compara contra 1,3x a junio 2017. Por otro lado, la cobertura de intereses con EBITDA fue de 8x.

A septiembre 2018 la deuda financiera total era de \$353 millones, con una relación de Deuda a EBITDA de 0.7x y una cobertura de 4x. La deuda está compuesta totalmente por préstamos bancarios (53,2% en dólares y 46,8% en \$), concentrada un 97,5% en el corto plazo.

FIX espera que al cierre de 2019, Ferrum alcance un pico de endeudamiento medido con EBTIDA levemente por encima de 2.0x y que luego empiece a desapalancarse paulatinamente producto de una espera de leve mejora en el sector.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ferrum opera con un nivel de caja alto, a septiembre 2018, la caja era de \$230 millones y cubría el 67% de la deuda corriente por \$230 millones. Si bien el indicador LTM EBITDA + Caja e Inv. Corrientes / Deuda CP se encuentra por encima de 1x, salvo en el último año siempre fue superior a 10x.

Liquidez - Ferrum S.A.

ARS '000	2013	2014	2015	2016	2017	2018	LTM Sep18
EBITDA Operativo	109.641	191.779	268.460	334.605	174.549	273.652	344.614
Caja e Inversiones Corrientes	61.648	73.082	151.413	150.099	162.016	186.473	230.237
Deuda Corto Plazo	10.456	20.595	26.278	54.585	209.738	286.541	344.180
Deuda Largo Plazo	35.079	40.590	33.123	21.378	10.522	11.673	8.679

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	10,5	9,3	10,2	6,1	0,8	1,0	1,0
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	16,4	12,9	16,0	8,9	1,6	1,6	1,7
Deuda Total / LTM EBITDA	0,4	0,3	0,2	0,2	1,3	1,1	1,0

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización

ARS '000		
Deuda de Corto Plazo	344.180	24%
Deuda de Largo Plazo	8.679	1%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	352.860	24%
Total Patrimonio	1.091.930	76%
Total Capital Ajustado	1.444.790	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

Ferrum detenta una buena flexibilidad financiera debido a su amplio acceso al mercado bancario. La compañía también ha logrado financiarse con proveedores quienes han mantenido los días de pago desde el año precedente.

Anexo I - Resumen Financiero

Resumen Financiero - Ferrum S.A. de Cerámica y Metalurgia

(miles de ARS, año fiscal finalizado en junio)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	Año Móvil	sep-18	2018	2017	2016	2015
	12 meses	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	344.614	123.675	273.652	174.549	334.605	268.460
EBITDAR Operativo	344.614	123.675	273.652	174.549	334.605	268.460
Margen de EBITDA	11,3	13,6	9,7	8,7	16,7	18,2
Margen de EBITDAR	11,3	13,6	9,7	8,7	16,7	18,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	30,9	63,0	22,6	12,8	33,4	38,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	1,2	2,9	0,7	(6,5)	(1,0)	5,5
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	13,2	21,3	12,4	10,7	34,0	29,3

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	8,2	7,3	8,9	7,2	22,2	37,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	6,3	4,0	8,0	8,6	24,0	38,1
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	6,3	4,0	8,0	8,6	24,0	38,1
EBITDA / Servicio de Deuda	0,9	0,3	0,9	0,8	4,9	8,1
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,9	0,3	0,9	0,8	4,9	8,1
FGO / Cargos Fijos	8,2	7,3	8,9	7,2	22,2	37,2
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,5	0,2	(0,5)	(0,1)	2,6
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,8	1,0	0,7	0,2	2,1	7,2
FCO / Inversiones de Capital	1,5	2,4	1,3	(1,3)	1,0	3,0

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	0,8	0,4	1,0	1,5	0,2	0,2
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,0	0,7	1,1	1,3	0,2	0,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,4	0,2	0,4	0,3	(0,2)	(0,3)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,0	0,7	1,1	1,3	0,2	0,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,4	0,2	0,4	0,3	(0,2)	(0,3)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	17,7	38,3	13,1	13,6	20,6	11,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	97,5	97,5	96,1	95,2	71,9	44,2

Balance

Total Activos	2.165.858	2.165.858	1.876.943	1.525.955	1.322.664	989.721
Caja e Inversiones Corrientes	230.237	230.237	186.473	162.016	150.099	151.413
Deuda Corto Plazo	344.180	344.180	286.541	209.738	54.585	26.278
Deuda Largo Plazo	8.679	8.679	11.673	10.522	21.378	33.123
Deuda Total	352.860	352.860	298.214	220.261	75.963	59.401
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	352.860	352.860	298.214	220.261	75.963	59.401
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	352.860	352.860	298.214	220.261	75.963	59.401
Total Patrimonio	1.091.930	1.091.930	1.035.205	914.545	850.088	623.779
Total Capital Ajustado	1.444.790	1.444.790	1.333.419	1.134.806	926.051	683.180

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	392.635	196.324	267.117	125.348	295.206	255.148
Variación del Capital de Trabajo	(282.327)	(151.019)	(188.807)	(181.788)	(180.898)	(107.171)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	110.308	45.305	78.311	(56.440)	114.308	147.977
Inversiones de Capital	(73.709)	(19.090)	(59.616)	(43.484)	(109.484)	(48.899)
Dividendos	0	0	0	(29.935)	(23.939)	(17.949)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	36.599	26.215	18.695	(129.859)	(19.115)	81.129
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	5.426	3.657	1.902	13	234	8
Otras Inversiones, Neto	(720)	0	(720)	105	29	921
Variación Neta de Deuda	(85.490)	(7.565)	(46.868)	134.500	17.539	(3.726)
Variación de Caja	(44.184)	22.308	(26.990)	4.759	(1.313)	78.332

Estado de Resultados

Ventas Netas	3.057.517	907.431	2.831.813	1.995.739	2.004.230	1.471.894
Variación de Ventas (%)	57,7	33,1	41,9	(0,4)	36,2	30,6
EBIT Operativo	307.663	115.594	236.779	140.294	304.271	244.227
Intereses Financieros Brutos	54.310	31.144	34.003	20.215	13.938	7.045
Resultado Neto	143.851	56.726	120.660	94.457	250.311	161.683

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.
- FIX: FIX SCR (afiliada de Fitch Ratings)

Anexo III - Características de los Instrumentos

La compañía cuenta con la posibilidad de emitir la primera serie de Obligaciones Negociables bajo el Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables Simples no convertibles en acciones por hasta U\$S 30 MM o su equivalente en otras monedas. La duración del Programa será de 5 años. El destino de los fondos será para capital de trabajo, refinanciación de pasivos e inversiones productivas.

Anexo IV - Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **20 de diciembre de 2018**, confirmó* en la Categoría A(arg) la calificación del emisor de Ferrum S.A. Cerámica y Metalurgia (Ferrum) y al Programa Global de emisión de ON Simples no Convertibles en Acciones.

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.

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 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 Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. 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.

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

Fuente de información

Para la determinación de las presentes calificaciones se consideró, entre otros, información de carácter público disponible en www.cnv.gob.ar.

- Balance General Auditado (último 30.06.2018).
- Estados contables trimestrales auditados (último 30.09.2018).
- Hechos Relevantes presentados y publicados antes la CNV.
- Programa Global de Emisión de las Obligaciones Negociables.
- Suplemento de precios de las Obligaciones Negociables.

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.