

# Entidades Financieras no Bancarias de Consumo

## Reporte de desempeño y perspectivas

Índice	Página
Resumen	1
Perfil	2
Entorno Operativo	2
Un estrés de mayor profundidad	4
Desempeño	5
Liquidez	7
Capitalización	8
Glosario	9

### Resumen Ejecutivo

El presente informe es un análisis del desempeño y la perspectiva del sector de Entidades Financieras no Bancarias de Consumo (EFnB) basado en siete empresas calificadas por FIX (“afiliada de Fitch Ratings”, en adelante FIX). Las EFnB son compañías de crédito dedicadas principalmente a brindar servicios financieros a personas físicas de ingresos medios y bajos, mayoritariamente de los segmentos socioeconómicos C y D, de baja o nula bancarización. Se focalizan en la financiación al consumo a través de préstamos personales y de tarjetas de crédito.

El 13 de diciembre de 2018 FIX revisó la perspectiva del sector de **Estable a Negativa** a partir del deterioro que muestra el segmento en el que operan, dado el incremento del costo de fondeo y los cargos por incobrabilidad que presionan en sus resultados operativos. El fuerte estrés de las principales variables macroeconómicas de los últimos meses afecta negativamente el desempeño de este tipo de compañías.

### Factores Relevantes

**Entorno operativo desfavorable.** El deterioro de las principales variables macroeconómicas y financieras de la economía argentina a partir del mes de mayo de 2018 afectó negativamente el desempeño de las EFnB de Consumo. La suba de las tasas de interés de referencia y la caída de la actividad económica presionan fuertemente sobre la liquidez y la rentabilidad operativa de estas compañías.

**Deterioro del desempeño.** El incremento en el costo del financiamiento al que acceden las EFnB y los mayores cargos por incobrabilidad no resultan compensados con los intereses cobrados. A partir de jun'18, se observa una tendencia decreciente en la rentabilidad de las compañías y se estima que continúe empeorando en los próximos trimestres.

**Limitado acceso al financiamiento.** El estrés financiero de los últimos meses limitó en gran parte el financiamiento de todas las compañías. Por su estrategia de negocios, las EFnB suelen tener posiciones de liquidez más ajustadas, lo que las perjudicó particularmente en este escenario de iliquidez.

**Aumento de la morosidad.** Durante el 2018, el comportamiento crediticio de las carteras empeoró para todas las EFnB. Si bien el segmento se caracteriza por operar con altos niveles de morosidad, este incremento presionó fuertemente sobre la rentabilidad de las entidades.

**Presiones sobre los niveles de capitalización.** La contribución al capital de los beneficios es fundamental para el desarrollo de estas empresas. El impacto del actual escenario puede presionar sobre los niveles de capitalización requeridos para el segmento de negocios en el que operan.

### Analistas

Nicolás Sanvitale  
Analista  
(+5411) – 5235 - 8147  
[nicolas.sanvitale@fixscr.com](mailto:nicolas.sanvitale@fixscr.com)

Darío Logiodice  
Director  
(+5411) – 5235 - 8100  
[dario.logiodice@fixscr.com](mailto:dario.logiodice@fixscr.com)

Gustavo Ávila  
Director  
(+5411) – 5235 - 8100  
[gustavo.avila@fixscr.com](mailto:gustavo.avila@fixscr.com)

**Responsable del Sector**  
María Fernanda Lopez  
Senior Director  
(+ 5411) – 5235 - 8100  
[mariafernanda.lopez@fixscr.com](mailto:mariafernanda.lopez@fixscr.com)

## Perfil

Las Entidades Financieras no Bancarias de Consumo (EFnB) son compañías de crédito dedicadas principalmente a brindar servicios financieros a personas físicas de ingresos medios y bajos, mayoritariamente de los segmentos socioeconómicos C y D, de baja o nula bancarización. Se focalizan en la financiación al consumo a través de préstamos personales y de tarjetas de crédito. La viabilidad del negocio de estas empresas se explica a partir del alto margen neto de intereses con el operan y el mayor riesgo crediticio de este segmento del mercado.

Este grupo de empresas se puede diferenciar entre aquellas que se encuentran bajo la órbita normativa del BCRA ("reguladas", pueden recibir depósitos) y aquellas inscriptas como Proveedoras no Financieras de Crédito en dicho organismo aunque no están obligadas a cumplir con todas sus normas prudenciales ("desreguladas", no pueden recibir depósitos). Sin embargo, algunas de estas compañías desreguladas pertenecen a entidades o grupos financieros que sí se encuentran bajo el BCRA por lo que también deben cumplir con su normativa, mientras que otras son independientes y no están alcanzadas por la misma.

El presente informe analiza el desempeño y perspectiva actual del sector basado en el comportamiento de 7 empresas calificadas por FIX.

Entidad	BCRA	Calificación	Perspectiva	Entidades Vinculadas
Compañía Financiera Argentina	Si	A(arg)	Negativa	Galeno
Cordial Compañía Financiera	Si	AA-(arg)	Negativa	Supervielle
CFN	No	BBB+(arg)	Negativa	Electrónica Megatone
Carta Sur Cards	No	BB+(arg)	Negativa	-
Credishopp	No	BBB(arg)	Negativa	Banco Industrial
Crédito Directo	No	BBB(arg)	Negativa	BST
Tarjeta Plata	No	BBB-(arg)	Negativa	-

## Entorno Operativo

El fuerte deterioro de las principales variables macroeconómicas y financieras de la economía argentina a partir del mes de mayo de 2018 afectó negativamente el desempeño de las EFnB de Consumo, presionando de manera inmediata la liquidez y la rentabilidad operativa de las mismas.

En primer lugar, el incremento de las tasas de interés de referencia (de TNA 27,25% en abr'18 a un promedio de TNA 70% en oct'18) elevó significativamente el costo del dinero al que acceden estas entidades, dado que en la mayoría de ellas el fondeo de sus operaciones proviene de inversores institucionales (bancos) y/o del mercado de capitales y no de su capital propio. Si bien la capacidad de estas compañías para trasladar el costo de fondeo a la tasa activa es alta (la demanda de crédito de estos segmentos es menos elástica a su precio respecto a estratos de ingresos mayores o con mayor acceso al sistema bancario) en determinados niveles no es sostenible, debido a que el incremento en el costo de los préstamos

comienza a impactar en la incobrabilidad de los mismos y limita el universo de sujetos de crédito con el que operan, dado que la relación cuota ingreso es mucho mayor.

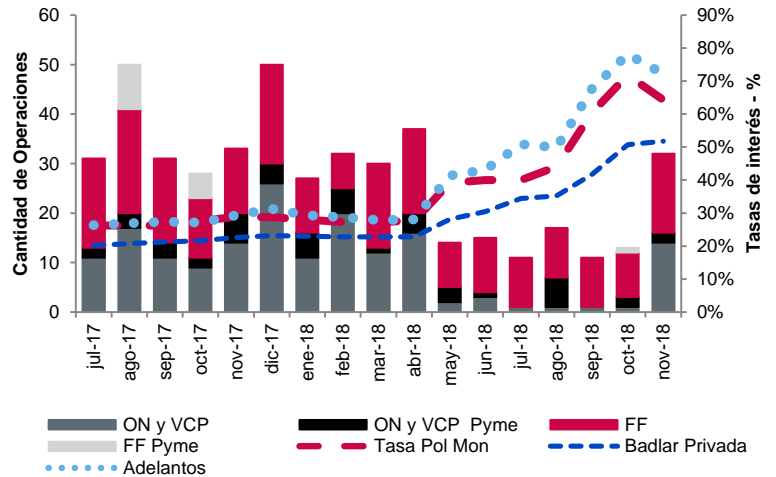
A su vez, el descalce de tasas y plazos entre activos y pasivos suele ser relevante para estas

compañías. En general, los activos se encuentran pactados a tasa fija y a un plazo mayor (*duration* de entre 8 y 15 meses) mientras que los pasivos se fijan a tasa variable o a tasa fija con un plazo muy corto (por ej: descubiertos bancarios). Esto implica que, aún con la posibilidad de trasladar el costo del financiamiento a los préstamos otorgados, el *repricing* de los pasivos suele ser a una velocidad mayor (con tasas en alza). Todo esto redujo fuertemente los márgenes netos de intereses y por consecuencia las rentabilidades operativas.

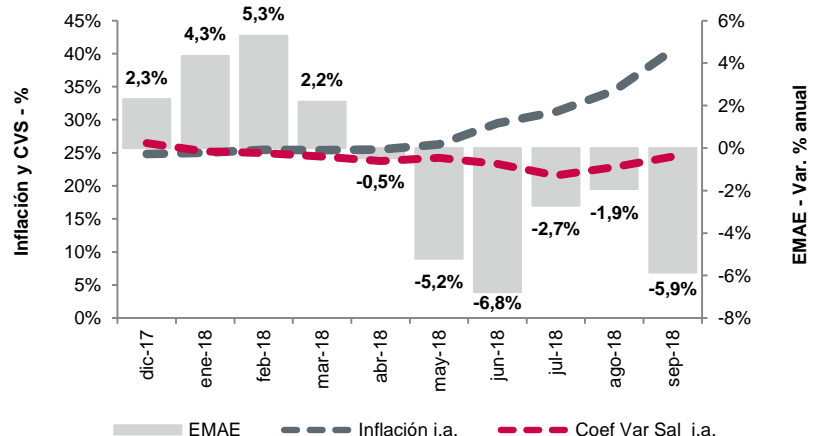
Además, en los meses previos al estrés financiero, la mayor parte de las entidades se encontraban en un ciclo fuertemente expansivo, por lo que el apalancamiento era elevado (y creciente a partir de la suba de tasas). Como consecuencia de esta situación, el peso de los intereses de deuda fue tomando una mayor preponderancia en los flujos operativos de estas empresas lo que, sumado a las malas condiciones del mercado para acceder al financiamiento, limitó en gran parte la capacidad de originación de los créditos. Esta situación afecta la rentabilidad futura (en el corto plazo) de las compañías dado que el nuevo nivel de activos tiene como contrapartida un stock de deuda superior.

En segundo lugar, el aumento en el nivel de precios a partir de la suba del tipo de cambio y la fuerte desaceleración económica, particularmente en las grandes ciudades y los sectores de

**Gráfico #1: Tasas de intereses y cantidad de operaciones**



**Gráfico #2: Principales Variables Macroeconómicas**



empleo intensivo, afectaron el salario real y los niveles de empleo de los individuos sujeto de crédito de estas compañías (inflación: var. int 45.9% a oct'18; salarios al sector privado registrado y no registrado: var. int 23.6% a sep'18). Esto impactó en la capacidad de repago de estos créditos, aumentando la morosidad de las EFnB de Consumo significativamente y reduciendo aún más su rentabilidad operativa. Además, como consecuencia del mayor riesgo de crédito, la mayoría de estas empresas se vieron obligadas a modificar sus políticas de otorgamiento de préstamos, reduciendo el volumen de originación de nuevos créditos.

A partir de toda esta situación, FIX revisó la perspectiva para el sector a **Negativa desde Estable**. Hacia adelante, se espera un mayor deterioro en los indicadores de estas compañías y se estima que, de continuar el estrés actual o empeorar las principales variables económicas, los niveles de capital y la solvencia de estas entidades pueden verse afectadas en el corto plazo.

## Un estrés de mayor profundidad

El deterioro de las principales variables económicas señaladas tiene un antecedente cercano en la recesión económica del año 2016. Sin embargo, el impacto en las entidades analizadas dista de ser similar, siendo el estrés actual mucho más profundo y con mayor impacto en estas compañías.

La primera diferencia reside en que algunas de las variables centrales sufren un mayor deterioro respecto al 2016. Particularmente la suba de la tasa de interés y la caída del salario real son sustancialmente más pronunciadas. Mientras que en el 2018 la tasa de política monetaria se ubicó en varios meses por encima del 60% (con una inflación interanual cercana al 45%), en 2016 dicha tasa fue menor, cercana al 40% en los momentos de mayor estrés (con una inflación cercana a la actual).

A su vez, la pérdida del poder adquisitivo de los consumidores también es más fuerte en el 2018, como se observa en la comparación del gráficos 3. En cuanto al nivel de empleo, si bien todavía no se dispone de los datos oficiales, las expectativas indican también un mayor impacto para el último trimestre de este año y el primero del 2019.

Por otra parte, la fluctuación en el tipo de cambio no sólo fue mayor sino que generó más inestabilidad respecto a 2016, dado que la salida del cepo cambiario era esperada por los agentes económicos y rápidamente se estabilizó el nuevo valor de la moneda. En cambio, el *flight to quality* que derivó en la depreciación iniciada en mayo de 2018 tuvo un componente fuertemente sorpresivo para el mercado y las autoridades gubernamentales. En este sentido, el período de inestabilidad y el reacomodamiento de la expectativas presenta una duración más prolongada, lo que deriva en

**Gráfico 3#: Diferencia mensual entre IPC y CVS 2016 vs 2018**



que estas compañías tengan acceso limitado (y en muchos casos casi nulo) al financiamiento desde hace siete meses.

Asimismo, la situación del Soberano de cara a los mercados también exhibe grandes diferencias. En la recesión económica del 2016, el país se encontraba saldando la disputa judicial con los *holdouts*, retomando el acceso al financiamiento internacional (con un sobreinterés y una sobreoferta de fondos líquidos para todos los activos argentinos) y con niveles de endeudamiento históricamente bajos, lo que le daba un amplio margen para la corrección de sus principales desequilibrios. En tanto, el estrés actual coincide con una deuda pública muy superior, fuertes cuestionamientos sobre la sostenibilidad de la misma (que tuvieron que ser respondidos con un acuerdo *stand-by* con el Fondo Monetario Internacional) y un contexto externo marcadamente peor para las economías emergentes a partir de la política monetaria de la FED. De esta manera, la imposibilidad para casi cualquier emisor argentino de acceder a los mercados internacionales no sólo limitó el financiamiento directo del exterior para las compañías, sino que también produjo un *crowding out* que secó la plaza local.

Por último, en cuanto al desempeño de las compañías, la diferencia central de la situación actual respecto a la del 2016 está relacionada con el nivel de crecimiento en el volumen de activos negociados entre ambos períodos, lo que provocó niveles de apalancamiento muy superiores para las EFnB de Consumo y por lo tanto un estrés mucho mayor para las compañías con la actual situación.

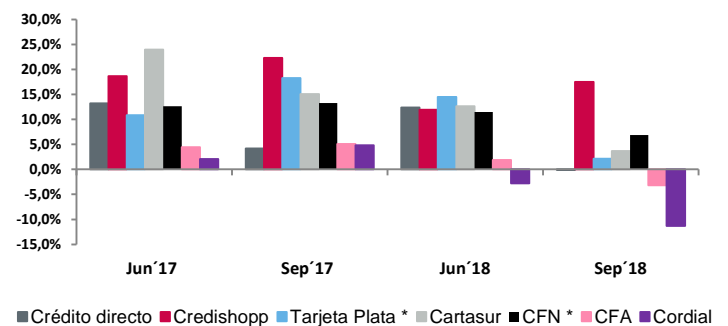
A continuación, se muestra un análisis del impacto del estrés económico financiero iniciado en may'18 en el desempeño de siete Entidades Financieras no Bancarias calificadas por FIX, lo que derivó en el cambio de perspectiva para el sector.

## Desempeño

El deterioro de la rentabilidad operativa de las EFnB de Consumo quedó en evidencia en el trimestre de jun'18 y se aceleró en el de sep'18. Si bien algunas compañías aún registran resultados positivos, la tendencia es fuertemente decreciente. Descontando los efectos por inflación, la mayoría

de las entidades se encuentra perdiendo capital en términos reales. Como se explicó previamente, esto corresponde a que los intereses cobrados no compensan el incremento en el costo del fondeo y los mayores cargos por incobrabilidad.

**Gráfico #4: ROA Trimestral**



\*Balances al 30/04 v al 31/07

En el gráfico 4 se observa la evolución de la rentabilidad trimestral de las compañías, calculada con los resultados en términos nominales. Los mismos comienzan a disminuir en jun'18 y caen fuertemente en sep'18. La excepción es Credishopp debido a una mejor estructura de fondeo relativa. Por otra parte, Tarjeta Plata y CFN presentan balances con fechas distintas (en este caso se analizan abril y julio) por lo que el deterioro recién se observa en el último período. La calificadora estima que en el próximo trimestre continuaría deteriorándose la rentabilidad de estas compañías, e incluso podría reflejar resultados nominales negativos en algunos casos.

El incremento en el costo de fondeo es la principal explicación, como se expone en los cuadros 1 y 2, que muestran la cobertura de intereses del resultado operativo y la relación de los intereses pagados respecto a los ingresos netos de gastos. En ambos casos se observa el deterioro, dado que el incremento en el valor del dinero al que acceden las EFNB de Consumo no es compensado por los intereses cobrados de los préstamos otorgados. Es decir, el margen neto de intereses se reduce, lo que presiona sobre la rentabilidad.

En el gráfico 5 y el cuadro 3 se expone la segunda de las causas mencionadas: el incremento de los cargos por incobrabilidad se evidencia en todas las compañías y el deterioro de los ratios de morosidad se acelera rápidamente.

Mientras que la mediana de los cargos por incobrabilidad / resultado operativo era de un 55.5% a jun'17 (considerado adecuado por el spread con el que operan), el mismo indicador es del 92.5% para sep'18. Esto implica que gran parte del margen de estas entidades está siendo

**Cuadro #1: Cobertura de intereses**

Entidad	jun-17	sep-17	jun-18	sep-18
Crédito Directo	1,79	1,70	1,18	1,00
Credishopp	2,05	2,29	1,53	1,89
Tarjeta Plata *	n.a	19,25	2,29	1,25
Cartasur	3,40	3,07	1,94	1,14
CFN *	1,77	1,94	1,84	1,33
CFA	1,33	1,36	1,10	0,86
Cordial	1,37	2,57	-0,23	-7,84
<b>Promedio</b>	<b>1,95</b>	<b>4,60</b>	<b>1,38</b>	<b>-0,12</b>
<b>Mediana</b>	<b>1,78</b>	<b>2,29</b>	<b>1,53</b>	<b>1,00</b>

**Cuadro #2: Intereses pagados / Ingresos netos**

Entidad	jun-17	sep-17	jun-18	sep-18
Crédito Directo	34,4%	36,4%	47,5%	54,4%
Credishopp	37,0%	38,1%	42,8%	42,2%
Tarjeta Plata *		18,2%	19,4%	29,2%
Cartasur	17,9%	17,1%	22,8%	35,1%
CFN *	41,0%	36,2%	34,9%	46,0%
CFA	47,6%	52,3%	63,0%	78,5%
Cordial	18,3%	8,7%	6,7%	3,8%
<b>Promedio</b>	<b>0,33</b>	<b>0,30</b>	<b>0,34</b>	<b>0,41</b>
<b>Mediana</b>	<b>0,36</b>	<b>0,36</b>	<b>0,35</b>	<b>0,42</b>

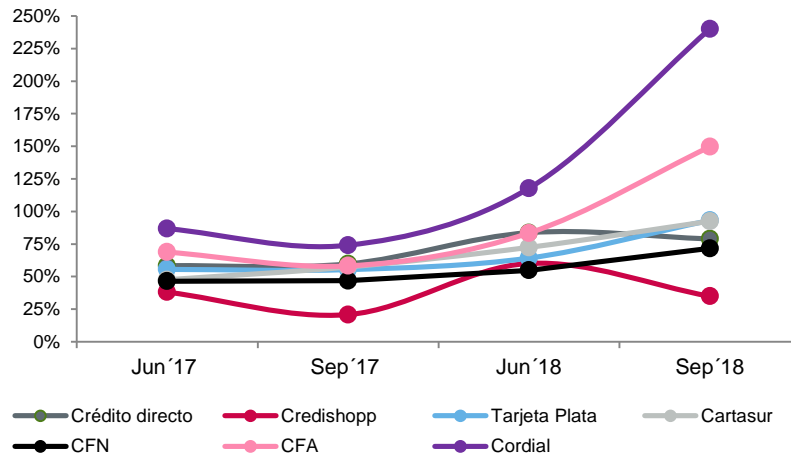
**Cuadro #3: Cargos por incobrabilidad / Ingresos netos**

Entidad	jun-17	sep-17	jun-18	sep-18
Crédito Directo	38,3%	38,0%	44,0%	35,9%
Credishopp	24,0%	12,9%	34,4%	20,1%
Tarjeta Plata *	n.a.	44,7%	51,6%	66,0%
Cartasur	39,1%	47,5%	55,9%	60,0%
CFN *	27,4%	29,9%	35,7%	38,6%
CFA	36,0%	27,8%	30,9%	32,1%
Cordial	44,3%	38,8%	54,1%	57,1%
<b>Promedio</b>	<b>0,35</b>	<b>0,34</b>	<b>0,44</b>	<b>0,44</b>
<b>Mediana</b>	<b>0,37</b>	<b>0,38</b>	<b>0,44</b>	<b>0,39</b>

\*Balances al 30/04 y 31/07

absorbido por la pérdida del capital prestado. Hacia adelante, FIX espera una leve merma en los cargos por la caída en la originación de créditos (algo que ya se observa en alguna medida en sep´18) pero un mayor deterioro en la morosidad de las carteras, continuando con la presión en la rentabilidad operativa de estas compañías.

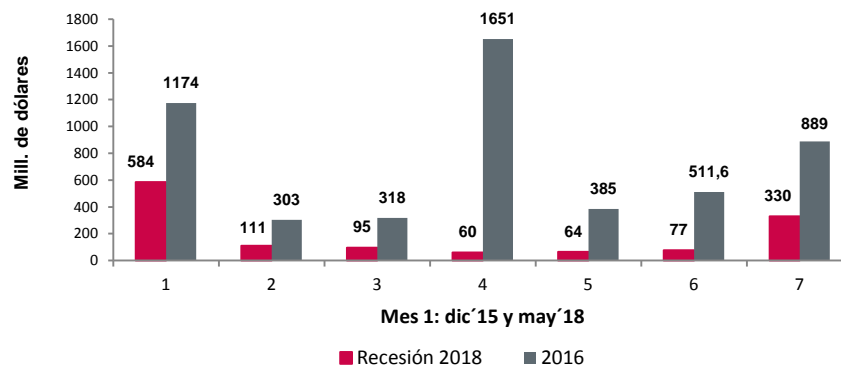
**Gráfico #5: Cargos por incobrabilidad / Resultado Operativo antes de cargos**



## Liquidez

En términos generales, la optimización continua del capital disponible es una de los principales objetivos y *core* de negocios de estas compañías financieras. Por esta razón, las posiciones de liquidez suelen ser ajustadas independientemente del contexto económico. No obstante, en los últimos meses producto del entorno descrito, la flexibilidad financiera fue mucho menor debido al limitado acceso al financiamiento en todas sus formas. Si bien cada entidad tiene distintos esquemas de fondeo, la restricción al mercado ajustó la liquidez de todas ellas. En el gráfico 6 se muestra la diferencia entre la recesión económica del año 2016 y la actual, dado que hace dos años la disponibilidad de fondos líquidos no constituía un problema.

**Gráfico #6: Monto de ON's, VCP y Fideicomisos emitidos en el mercado local**



Debido a las diferencias en la información de gestión de cada empresa no se exponen ratios de liquidez comparativos entre las mismas. La posición de cada una puede consultarse en los informes de calificación respectivos:

[Crédito Directo](#)

[Credishopp](#)

[Cartasur](#)

[Tarjeta Plata](#)

[Cordial](#)

[CFA](#)

[CFN](#)

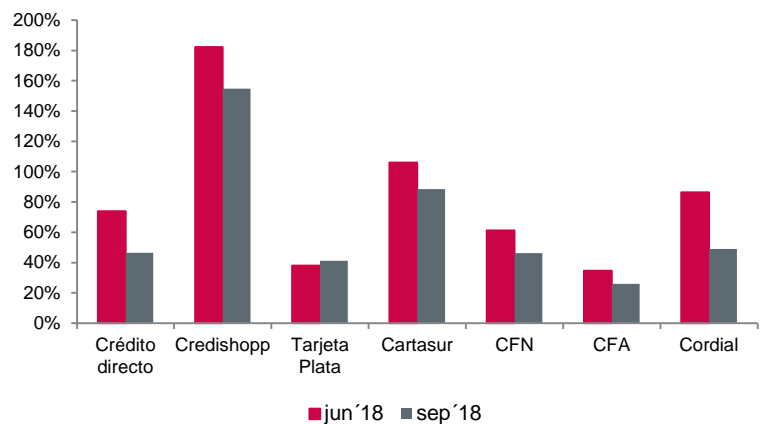
## Capitalización

Para finalizar la exposición, se analizan los niveles de capitalización en virtud de dimensionar el respaldo con el que cuentan ante las pérdidas esperadas para el corto plazo. Cabe destacar que FIX considera en sus calificaciones el soporte de los grupos económicos a sus compañías y que los niveles de capitalización requeridos varían entre empresas con dicho respaldo y entidades netamente dependientes de sus resultados. Asimismo, si bien es elevado en todas estas compañías, el riesgo crediticio asumido y el mercado objetivo no es el mismo para todas, lo que también es contemplado en el análisis.

Como se mencionó previamente, el crecimiento de las EFnB de Consumo en términos de volumen de negocios fue significativo en los años 2016 y 2017. El gráfico 7 expone la velocidad de crecimiento de las originaciones con el que venían las compañías en este último tiempo, lo que explica el fuerte impacto del estrés financiero actual. Como también se mencionó, esta es una gran diferencia respecto a la recesión del año 2016.

En este punto hay que señalar algunas particularidades en las compañías. Tarjeta Plata no presentan balances contables NIIF (no están incluidos sus Fideicomisos en balance) por lo que el crecimiento real de activos es

**Gráfico #7: Evolución interanual de préstamos brutos**





mayor; Credishopp es una empresa nueva por lo que el crecimiento parte de una base mucho menor; CFA viene de un proceso de traspaso de accionistas por lo que el incremento en el volumen de negocios se vio limitado. Sin embargo, la tendencia decreciente a partir de may'18 es definida para todo el sector. Para jun'18 la mediana del crecimiento de los préstamos brutos era de 73.9% i.a., mientras que para sep'18 alcanzaba el 46.5% (con una inflación i.a. de 47%, es decir sin crecimiento en términos reales).

Si bien los beneficios obtenidos en estos períodos contribuyeron al capital de las entidades (dado que fueron ejercicios positivos en su mayoría), no fueron suficientes para alimentar al crecimiento de las carteras, lo que llevó a un mayor apalancamiento en la mayoría de ellas, como se muestra en el cuadro 4. Aquí se presenta el ratio ajustado por falta de cobertura de provisiones para la cartera irregular. Las significativas diferencias en los niveles responden en parte a la pertenencia de los grupos económicos de cada entidad. Mientras que Crédito Directo, Credishopp y Cordial están relacionados a instituciones bancarias y CFN y CFA a empresas corporativas de gran dimensión, Tarjeta Plata y Cartasur son independientes.

Hacia adelante,

FIX espera un

menor

crecimiento en las

originaciones de

préstamos para

las EFnB de

Consumo (lo que

implicaría una

menor necesidad

**Cuadro #4: Patrimonio neto ajustado / Activos**

	dic-16	jun-17	sep-17	jun-17	sep-18
Crédito Directo	9,8%	10,6%	10,9%	11,0%	11,9%
Credishopp	11,8%	14,4%	13,7%	13,6%	15,8%
Tarjeta Plata	34,5%	37,0%	41,0%	33,5%	34,0%
Cartasur	39,5%	38,7%	34,6%	24,7%	22,6%
CFN	26,7%	20,6%	20,3%	16,6%	17,5%
CFA	18,0%	13,2%	12,6%	10,5%	7,8%
Cordial *	10,0%	10,3%	9,6%	15,9%	14,8%

\*Recibió aportes de capital en 2017

de deuda en el corto plazo), pero una caída en los niveles de capitalización a partir del deterioro en el desempeño del sector. En este sentido, se estima que algunas compañías reciban nuevos aportes de capital de parte de sus accionistas a fin de mejorar su flexibilidad financiera.

## Acciones de Calificación

A partir del contexto desarrollado en este informe, FIX realizó la baja de calificación de dos compañías y revisó la perspectiva a **Negativa** desde **Estable** de todo el sector.

La confirmación de las calificaciones en algunos casos se debe a que los principales indicadores aún se corresponden con sus respectivos niveles de calificación, mientras que para otras compañías la calificación se sostiene por el compromiso de futuros aportes de capital. Sin embargo, FIX estima que de continuar el estrés financiero actual, las calificaciones podrían sufrir presiones hacia la baja.

El detalle de cada calificación puede consultarse en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com).

## Anexo II

### Glosario

Spread: diferencia.

Capital Ajustado: Es el Patrimonio Neto (incluido participaciones de terceros en sociedades controladas) de la entidad al que se le deducen intangibles; impuestos diferidos; activos netos en compañías de seguro; y certificados de participación en fideicomisos.

PN: Patrimonio Neto

Duration: Plazo de amortización promedio del flujo de fondos ponderado por el valor actual de cada uno de esos flujos.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA "FIX", ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

**Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de FIX para adquirir, vender o negociar valores negociables.**

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 son riesgos 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, pero no 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.