

Resumen ejecutivo

El desempeño económico de 2018 fue marcado por el fuerte estrés financiero que derivó en una elevada depreciación del tipo de cambio, un incremento en el nivel de precios (47,6%) y una fuerte contracción económica estimada en un 3%. El cierre del mercado externo de crédito voluntario en un contexto internacional adverso para países emergentes y la iliquidez del mercado doméstico, condicionaron al Gobierno a asegurar el programa financiero a partir de un acuerdo con el FMI, que se convirtió en el elemento central del programa económico, y fijó ambiciosas metas fiscales y monetarias para 2018/2019.

Para 2019, FIX estima que continuará la caída en los niveles de actividad (-1,5%), con foco en el consumo interno e inversión, aunque parcialmente mitigado por un mayor dinamismo del sector agroexportador. La necesidad de reducir el gasto público en subsidios económicos (con impacto en tarifas) y la inercia inflacionaria de 2018 determina una resistencia en la desaceleración en la evolución del IPC en 2019, que esperamos que alcance el 31% interanual al cierre del año. El incremento de precios superaría la evolución del tipo de cambio (estimado en \$ 49 al 31/12/2019), lo que derivaría en una leve apreciación real del peso.

Continuidad del escenario recesivo

El proceso de convergencia fiscal nacional y subnacional afectará negativamente a la evolución de la actividad. Adicionalmente, el programa de agregados monetarios impacta en elevadas tasas reales, lo que afecta negativamente el consumo y la inversión productiva. FIX estima que continuará el escenario recesivo durante el primer semestre, con cierta estabilización y recuperación hacia el último trimestre del año. Una alta proporción del gasto nacional es inflexible e indexado por inflación de 2018, por lo que un deterioro de la actividad mayor a lo previsto impactaría en menores ingresos tributarios y podría dificultar la convergencia fiscal primaria en 2019 comprometida con el FMI.

Estabilización del déficit externo

El déficit de la cuenta corriente en 2018 ha sido el más alto en los últimos años, no obstante esperamos una convergencia al equilibrio en 2019. Esto se debe a la caída en las importaciones y una reversión del déficit turístico, ambas fruto del escenario recesivo y de la devaluación del peso, y una recuperación en el volumen de exportación agrícola que fue afectado por la sequía en 2018.

Riesgo político

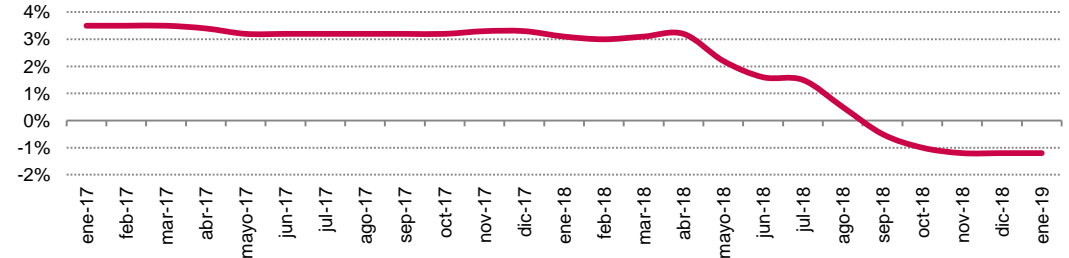
Nuestro escenario base asume la continuidad de las políticas económicas en 2019 bajo el esquema de estabilización y convergencia fiscal del FMI. No obstante, la debilitada popularidad de la administración y el mantenimiento del programa de austeridad acordado con el FMI, podrían dificultar la continuidad de estas políticas desde 2020. La incertidumbre electoral podría derivar en cambios de portafolios que condicionen la evolución del tipo de cambio y el nivel de refinanciamiento de vencimientos asumido en el programa financiero en 2019. Reformas estructurales de orden fiscal, previsional y laboral estarán condicionadas a los resultados electorales y las mayorías legislativas constituidas desde 2020.

Contexto internacional volátil

Argentina, al igual que América Latina, estará bajo condiciones financieras volátiles. Un eventual cambio en los flujos de capitales, o shock exógeno, así como variaciones en el ritmo de suba de tasas de la FED o los precios internacionales de los commodities, podría condicionar la actividad económica, la estabilización financiera alcanzada en los primeros meses del 2019 y el programa de financiamiento del Estado Nacional acordado con el FMI para 2019/2020.

Evolución REM - PBI 2019

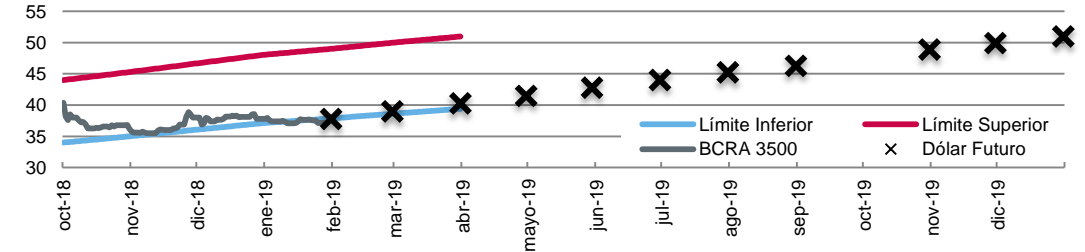
Evolución de las expectativas del mercado sobre el PBI de 2019



Riesgo País (EMBI+ ARG)

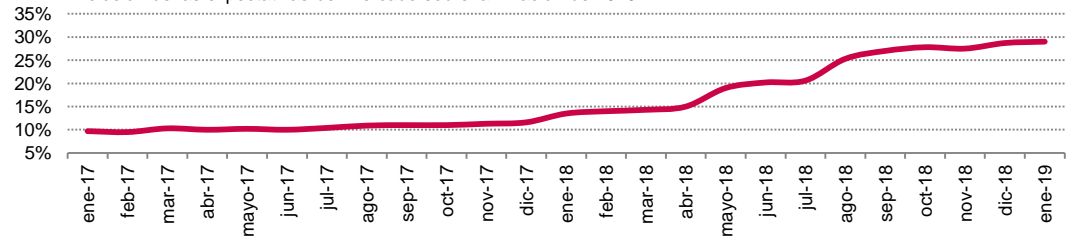


Zona de No intervención



Evolución REM - Inflación 2019

Evolución de las expectativas del mercado sobre la Inflación de 2019



Perspectivas 2019

Bancos: Perspectiva Estable

El contexto macroeconómico presenta un entorno operativo desafiante para los bancos con una fuerte contracción en la demanda de préstamos, un incremento en los costos de estructura y un mayor riesgo de crédito relativo. Sin embargo, el elevado margen neto proveniente principalmente del ingreso por Leliqs, el holgado nivel de liquidez y la buena capitalización del sistema (con menores requerimientos de fondos) sostienen la perspectiva del sector en Estable.

Finanzas Públicas Subnacionales: Perspectiva Estable

La aceleración de los recursos tributarios producto de la inflación y una fuerte contención del gasto salarial, permitió una sensible mejora de los resultados presupuestarios en 2018. FIX estima para 2019 un deterioro de los resultados y de los indicadores de sostenibilidad de deuda, aunque consistentes con las calificaciones y perspectivas vigentes. Para 2019, la caída real en los ingresos tributarios fruto del escenario recesivo, recomposiciones salariales de la planta vigente, y la nueva responsabilidad sobre los subsidios al transporte y electricidad (transferida por Nación), presionarían los resultados, y la sensibilidad de las calificaciones individuales dependerán de la flexibilidad financiera de cada sub-soberano. El aumento del stock de deuda registrado entre 2016 y 2018 permitió refinanciar en parte pasivos de corto plazo en 2019, concentrando los riesgos de refinanciamiento en el período 2022/2024.

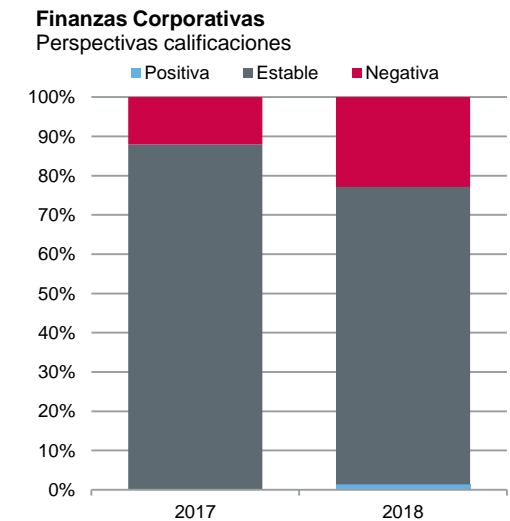
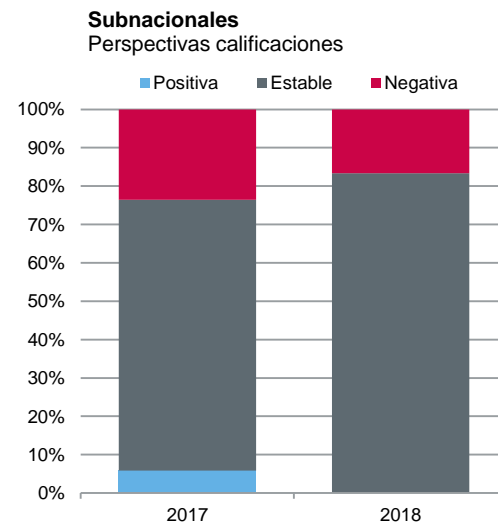
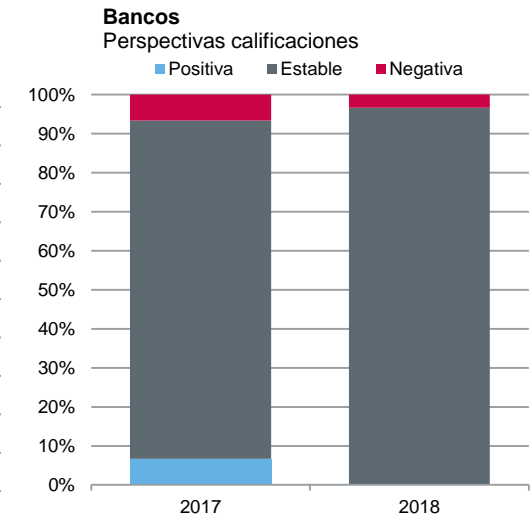
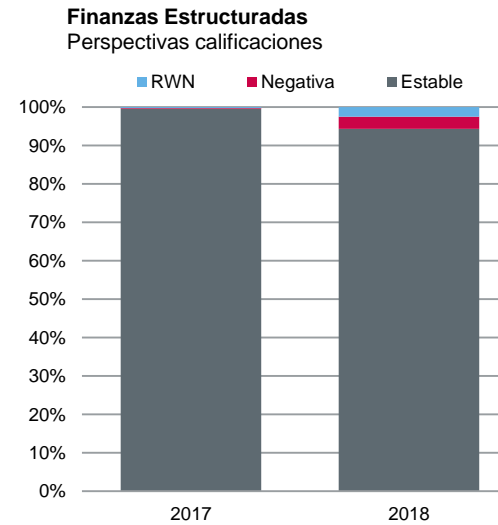
Finanzas Estructuradas: Perspectiva Estable

La caída de la actividad impactó más fuertemente en el consumo y afectó directamente al riesgo crediticio y operativo de los fiduciarios/agentes de cobro, y el acceso al mercado de capitales. Esto contrajo al sector de fideicomisos, cuyo activo principal son los préstamos de consumo, personales y tarjetas de crédito, aunque la desaceleración fue menor en términos relativos a otros sectores dadas las fortalezas legales y ventajas competitivas de los productos estructurados. Históricamente los fideicomisos han probado su fortaleza en distintos escenarios de estrés. La perspectiva sectorial es estable gracias a que las estructuras buscan compensar en parte el riesgo de agente de cobro e incrementos de morosidad.

Finanzas Corporativas: Perspectiva Negativa

En el entorno operativo descrito se esperan mayores desafíos para gran parte de los emisores. La perspectiva negativa responde a una mayor presión sobre los márgenes de rentabilidad, los niveles de liquidez y de endeudamiento de los sectores de Consumo Masivo, Alimentos y Bebidas y manufacturas orientadas al mercado local.

Resumen de los Sectores / Argentina



Bancos

Perspectiva Estable

FIX mantiene la perspectiva del sector en Estable. La fuerte expansión del crédito durante el año 2017 y los primeros meses del 2018 se redujo drásticamente a partir de estrés financiero iniciado en mayo. La recesión económica y las elevadas tasas de interés disminuyeron la demanda de crédito, a la vez que se observa un relativo deterioro en la calidad de las carteras, aunque la morosidad aún se mantiene en niveles bajos. El ingreso proveniente de las Leliqs sostiene una adecuada rentabilidad para el conjunto del sistema, y el fuerte posicionamiento en dichos títulos genera posiciones de liquidez relativamente holgadas. Los niveles de capitalización permanecen altos, dada la baja intermediación financiera, y no se registra descalce de moneda como en períodos anteriores.

Menor intermediación financiera

Los préstamos al sector privado en pesos crecieron nominalmente un 19% en 2018, mostrando una fuerte contracción real, a diferencia del 2017 que se incrementaron en más de un 20% en términos reales. El impacto sobre los créditos comenzó con el estrés de mayo, pero es a partir del nuevo esquema monetario y fiscal implementado en oct'18 que se profundiza la tendencia contractiva (cae 0,5% el stock promedio nominal en el último trimestre) y se espera que continúe en los próximos meses. Si bien la desaceleración se presenta en todas las líneas, se destacan particularmente los documentos (-60% real), lo que expresa el fuerte impacto en el segmento comercial.

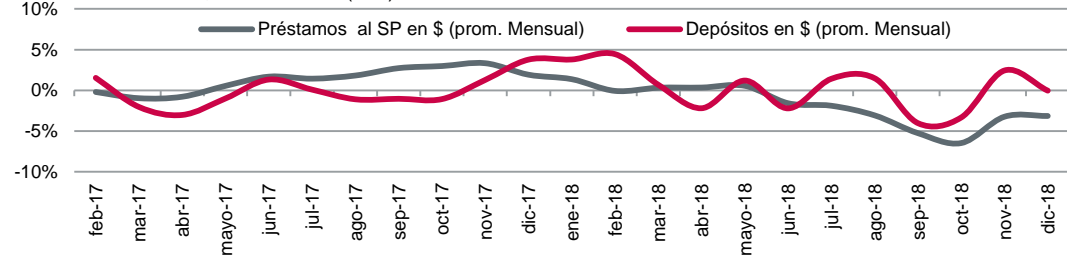
Rentabilidad sostenida por las elevadas tasas de interés

El escaso crecimiento de los préstamos, el relativo deterioro de la performance de las carteras y el incremento de los costos de estructura suponen una presión sobre la rentabilidad de los bancos. Sin embargo, el elevado nivel de tasas de interés dispuesto por el esquema monetario, y algunos cambios normativos del BCRA tendientes a facilitar la remuneración de los activos inmovilizados, mejoran el margen neto de los bancos, sosteniendo la rentabilidad en niveles adecuados. A nov'18 el ROA del sistema es 3,8% (vs 1,3% promedio en América Latina), aunque medida en términos de alimentación al capital se observa una disminución en términos reales (ROE: 34,1% a nov'18). Para los próximos meses, se espera que continúe la tendencia de que los ingresos provengan principalmente de los instrumentos emitidos por el BCRA.

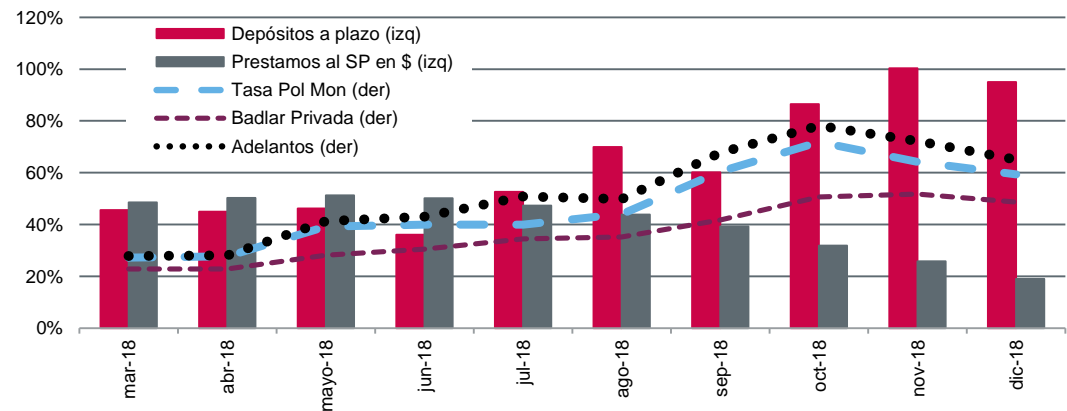
Holgada liquidez y buena capitalización

El fuerte posicionamiento en Leliqs en detrimento de la colocación de créditos contribuye a aumentar la liquidez en la mayoría de los bancos. A dic'18, la liquidez amplia del sistema medida por el BCRA era del 54,9% sobre el total de depósitos, nivel considerado holgado y superior al año previo (39,7%). Esto se debe a que el incremento en los depósitos se coloca mayoritariamente en Leliqs, escenario que podría revertirse con velocidad ante una baja de tasas y/o dolarización de las carteras. Por otra parte, la baja intermediación financiera contribuye a sostener buenos niveles de capitalización (PN/Activos del total del sistema 10,6% a nov'18).

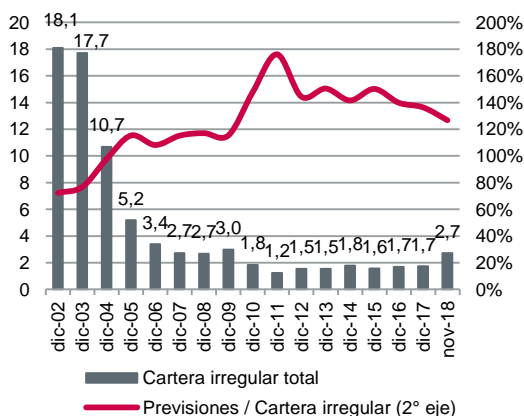
Evolución Real de Préstamos y Depósitos
Var. mensual, Base Ene'17 (IPC)



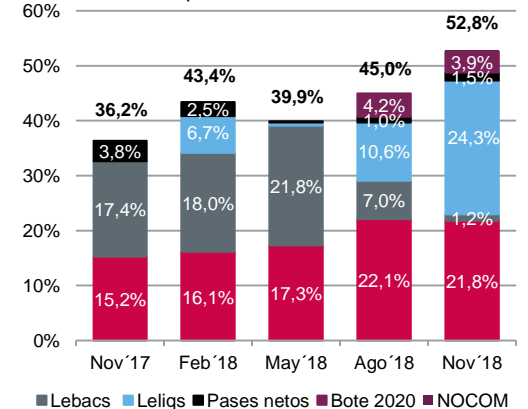
Var. Int de préstamos y depósito y evolución de tasas de interés



Calidad de Activos y Cobertura de Previsiones



Liquidez del sistema financiero
% de los depósitos



Finanzas Públicas Subnacionales

Perspectiva Estable

A pesar de un contexto de elevada inflación, tasas, devaluación y caída de la actividad económica, el consolidado provincial muestra sensibles mejoras en sus resultados primarios y financieros a datos estimados para el cierre 2018. En términos reales, los ingresos corrientes se incrementaron un 1,1% y los gastos corrientes se contrajeron un 2,8%. La mejora del resultado corriente alcanzó el 129%, mientras que el resultado primario revirtió tres años deficitarios y alcanzó el 0,4% del PBI. FIX prevé cierto deterioro de los resultados en 2019 en el marco del contexto electoral, pero consistentes con las calificaciones vigentes dados los márgenes de flexibilidad financiera en materia de gasto de capital y subsidios económicos (responsabilidad en la fijación de tarifas de transporte público terrestre y eléctricas transferida por Nación).

Mayor dinamismo de los recursos corrientes

Las mejoras del 2018 se explican en incrementos interanuales reales de los recursos de origen nacional (3,2%) y en los ingresos por regalías (42,9%) debido a la evolución del precio internacional de los hidrocarburos y del tipo de cambio. Asimismo, se registró una caída real del 2,3% en los recursos tributarios provinciales en el contexto de baja de las alícuotas de IIBB asumida en el Consenso Fiscal.

Fuerte contención del gasto con foco en personal

En 2018 se evidenció una contención real del gasto en personal (-5,6%) y de la inversión (-7,8%). Esta limitación del gasto operativo fue compensada en parte por el sustancial incremento real de los pagos por intereses (44,8%) dada la suba del tipo de cambio y las tasas, en un contexto de mayores niveles de apalancamiento. En 2019, la Ley de Responsabilidad Fiscal, que impide incrementos del gasto corriente de carácter permanente durante el último semestre del mandato, será una herramienta legal para la contención del mismo. No obstante, FIX asume cierta recomposición real de los salarios de la planta vigente en 2019.

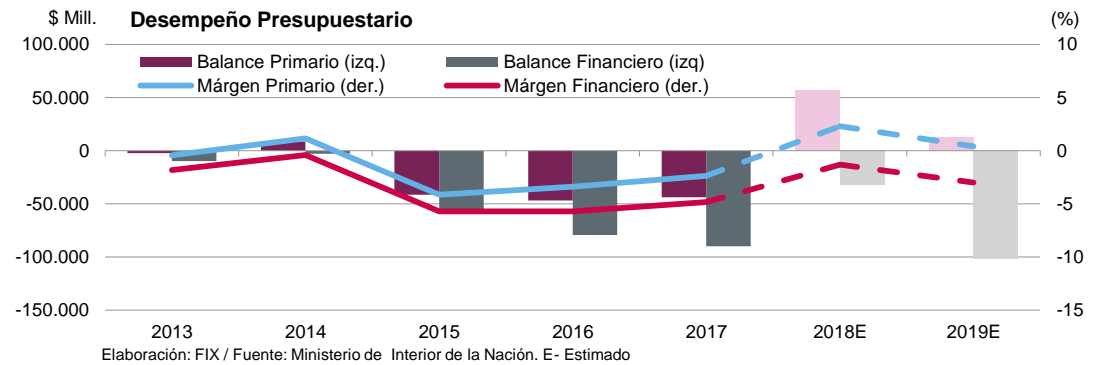
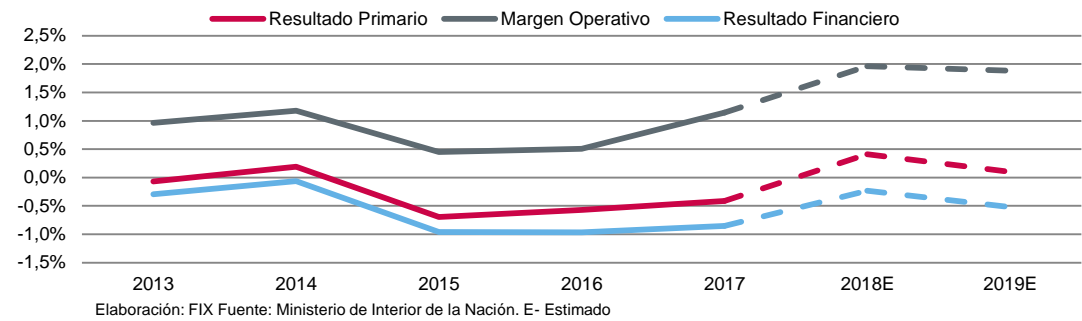
Bajo pero creciente apalancamiento y mayor presión de los servicios de deuda

El nivel de apalancamiento del consolidado provincial en términos del PBI evidenció un alza en el período 2016-2017 en línea con la apertura de los mercados internacionales. En 2018 el apalancamiento se mantuvo en niveles acotados aunque se registró un incremento, principalmente, por la depreciación de la moneda y, en menor medida, por emisiones en el mercado local. El aumento del stock de deuda permitió refinanciar en parte pasivos de más corto plazo, concentrando los riesgos de refinanciamiento en el período 2022/2024, y financiar mayores niveles de inversión pública en 2017, aunque más moderado en 2018. El incremento del apalancamiento y la suba del tipo de cambio presionan al alza el peso de los servicios de deuda en 2019, aunque mitigado en parte por la concentración (mayor al 50%) de vencimientos de capital con Nación. Las jurisdicciones con ingresos vinculados al dólar afrontarán con mayor fortaleza eventuales shocks cambiarios.

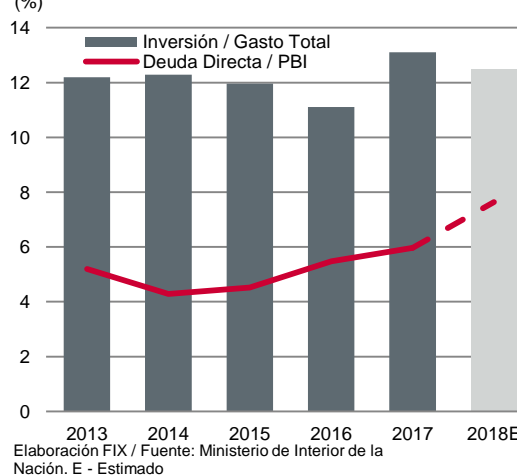
Nivel de inversión acotado y condicionado al acceso al financiamiento de multilaterales

En 2019, FIX estima que la evolución de la inversión pública no tendrá los estímulos históricos de un año electoral debido al adelantamiento general de las elecciones provinciales, y menores transferencias nacionales de capital, por lo que si bien estimamos un aumento nominal del 30% respecto a 2018, descartamos el incremento interanual del 0,4% del PBI asumido en los supuestos del Presupuesto Nacional 2019. Un mayor dinamismo de las inversiones provinciales dependerá del acceso al financiamiento con organismos multilaterales de crédito.

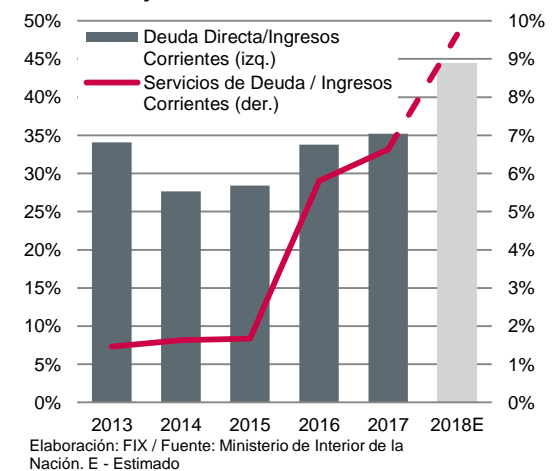
Resultados Presupuestarios / PBI



Endeudamiento e Inversión



Stock y Servicios de Deuda



Finanzas Estructuradas

Perspectiva Estable

En el 2018 el mercado de fideicomisos financieros representó un 24% del total de colocaciones en el mercado argentino de capitales, siendo el activo principal los préstamos personales y de consumo y tarjetas de crédito (85% del total de productos estructurados emitidos anualmente). El monto nominal de fideicomisos emitidos en el 2018 se redujo un 6,9% interanual, caída que no se registraba desde 2015. El contexto macroeconómico afectó directamente el riesgo crediticio y operativo de los fiduciarios/agentes de cobro y el acceso al mercado de capitales, importante fuente de financiación. Esto contrajo al sector de fideicomisos, aunque en menor medida que otros sectores, dadas las ventajas competitivas de los productos estructurados.

Mejoras Crediticias

El mercado de fideicomisos de consumo siguió colocando deuda dada su estructura de financiamiento de corto plazo y las bondades de las estructuras fideicomitadas que reducen el riesgo para el inversor. Las características de las estructuras calificadas buscan compensar el riesgo de agente de cobro e incrementos de morosidad. En su mayoría las carteras son estáticas y de activos existentes, títulos de corto plazo, rápida amortización y niveles de sobrecolateralización creciente, fondos de reserva y riesgo de administración, entre otras mejoras crediticias.

Caída en los niveles de originación

La mayoría de los originadores redujeron sus niveles de venta y originación de préstamos de consumo y personales a fines de adaptarse a las condiciones de demanda y a las mayores dificultades de acceso al financiamiento en condiciones razonables. Al tercer trimestre del 2018, las originaciones de los principales jugadores de préstamos de consumo y personales (cobro voluntario) cayeron nominalmente un 0,24% respecto al tercer trimestre de 2017. De no mediar mejoras en el nivel de actividad y cierta recomposición del salario real, se espera un 2019 con bajos niveles de originación. Los originadores de préstamos personales con cobro compulsivo (códigos de descuento), además del contexto adverso se vieron impactados por cambios regulatorios que implican topes al costo financiero y a los porcentajes de afectación de los haberes susceptibles de descuento.

Suba de los niveles de morosidad

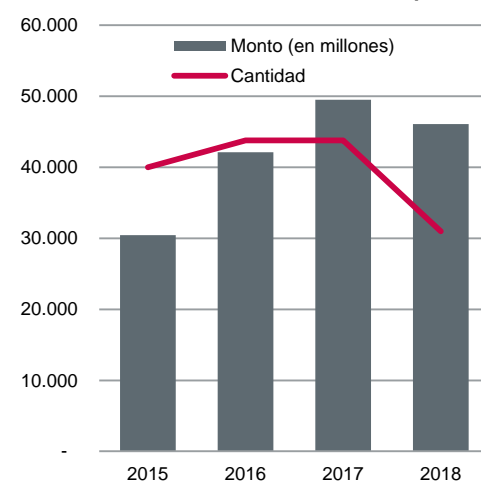
El deterioro macroeconómico junto con un nuevo modelo económico donde el consumo interno ya no es el motor del crecimiento económico, impactan en un incremento de los niveles de morosidad desde el año 2016, con una fuerte suba en el 2018. La mora mayor a 90 días promedio del 2018 para los fideicomisos de préstamos de consumo y personales calificados por FIX ascendió a 12% mientras que estos niveles eran del 9% en 2016. Se espera que las entidades, en un contexto de menores originaciones, sean más selectivas en los segmentos sujetos de crédito y que los niveles de mora se establezcan en un nivel superior al promedio histórico del periodo 2013-2015.

Incremento riesgo agente de cobro

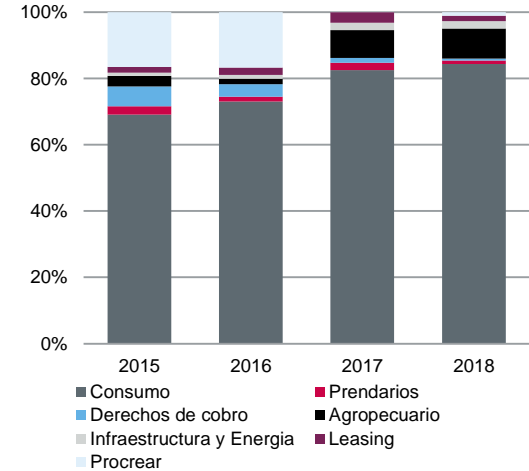
El sector de bienes de consumo durables enfrenta fuertes desafíos en cuanto al financiamiento de corto plazo, la caída de la actividad, alta inflación y devaluación del peso. El Presupuesto Nacional 2019 proyecta una caída real del consumo privado de 3,4% en 2018. Estas condiciones han impactado en el aumento del riesgo crediticio de los originadores/fiduciarios que administran las carteras securitizadas y que en su mayoría actúan como agentes de cobro de la estructuras.

Finanzas Estructuradas / Argentina

Emisiones en el Mercado de Capitales

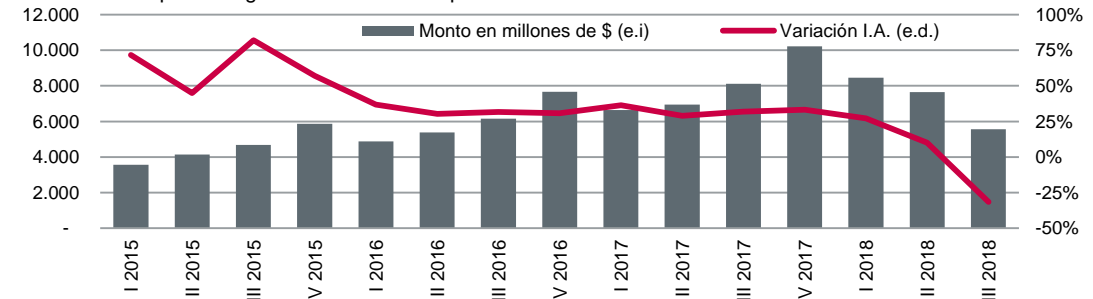


Emisiones Mercado de Capitales Apertura por tipo de activo



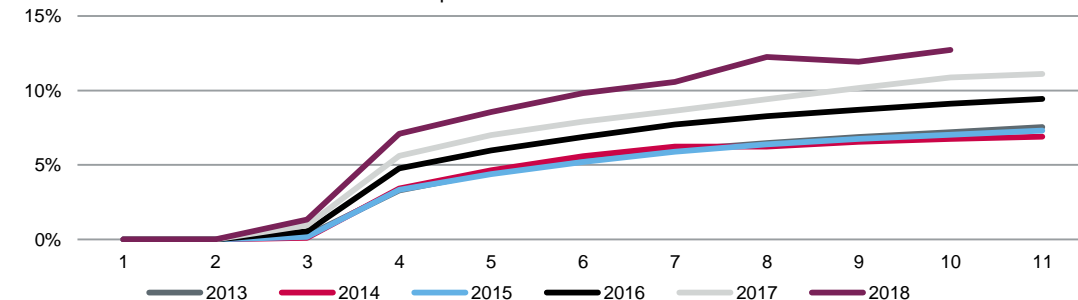
Evolución Originaciones

Principales Originadores calificados por FIX



Evolución Mora mayor a 91 días

Fideicomisos de Consumo calificados por FIX



Finanzas Corporativas

Perspectiva Negativa

FIX espera mayores desafíos para gran parte de los emisores corporativos argentinos quienes deben adaptarse a un contexto de menor nivel de actividad, mayor inflación y elevadas tasas reales de interés. Durante 2018, FIX bajó las calificaciones públicas de 14 compañías (18% del total del portafolio), mayormente concentradas en el sector de Consumo Masivo, y espera que predomine una perspectiva negativa para 2019. La volatilidad externa y en el tipo de cambio genera desequilibrios en sectores críticos, elevando la vulnerabilidad de los mismos a cambios regulatorios.

Volatilidad y Riesgo de Liquidez

Para los próximos 12 meses, FIX anticipa una mayor presión sobre los márgenes de rentabilidad, los niveles de liquidez y de endeudamiento de los sectores de Consumo Masivo, Alimentos y Bebidas y manufacturas orientadas al mercado local. Por el contrario, durante los últimos dos años los sectores energéticos y de bienes raíces lograron refinanciar gran parte de su deuda en los mercados internacionales, lo que resultó en una sensible mejora en su perfil de vencimientos, concentrados principalmente a partir de 2023.

Liquidez ajustada

Los emisores corporativos calificados por FIX muestran una liquidez ajustada en un momento de volatilidad en los mercados de capitales local e internacional. La fuerte suba de las tasas de interés y del tipo de cambio han tenido un gran impacto tanto en los montos emitidos como en la cantidad de instrumentos colocados en el mercado local, lo que podría derivar en un estrés de liquidez, especialmente en aquellas compañías que presentan una elevada concentración de deuda en pesos en el corto plazo y con altas necesidades de financiación de capital de trabajo.

Endeudamiento Moderado y Descalce de Moneda

En el período 2015-2018, los niveles promedio de apalancamiento neto (deuda financiera total menos caja sobre EBITDA) de los emisores calificados por FIX se han incrementado desde 1.7x (veces) a 3.6x, principalmente por las emisiones internacionales luego del renovado acceso a los mercados de capitales del exterior. La tendencia creciente de endeudamiento en el sector de Petróleo y Gas se debe principalmente a los planes de expansión en un contexto regulatorio favorable, donde el riesgo de descalce se encuentra acotado por una generación de fondos y deuda denominados en moneda extranjera. No obstante, FIX considera que existe un mayor riesgo de descalce para las Utilities prestadoras de servicios públicos dado que la fuerte devaluación del peso cercana al 100% en 2018, incrementa la dependencia del sector a los subsidios del gobierno, en tanto las tarifas al consumidor final se encuentran denominadas en pesos y el costo de generación en moneda extranjera. La adecuación tarifaria estará condicionada a la convergencia fiscal acordada con el FMI, pero el riesgo político podría limitar la reducción de subsidios comprometida.

Sector	Deuda Neta/ EBITDA					
	AM Jun-18	2017	2016	2015	2014	2013
Agroindustria	3,9x	3,9x	2,9x	3,2x	2,4x	3,4x
Alimentos y Bebidas	3,9x	3,8x	1,6x	1,7x	1,6x	3,5x
Bienes Raíces	12,4x	6,5x	6,9x	1,9x	1,4x	3,7x
Consumo masivo	1,2x	1,9x	1,3x	0,5x	0,9x	1,2x
Electricidad	4,5x	3,2x	2,4x	2,7x	3,4x	1,7x
Ingeniería y construcción	1,6x	1,4x	1,4x	1,4x	0,8x	0,8x
Petróleo y gas	2,5x	2,1x	2,1x	1,8x	0,9x	0,9x
Total	3,6x	2,9x	2,7x	1,7x	1,1x	1,1x

Elaborado por FIX SCR

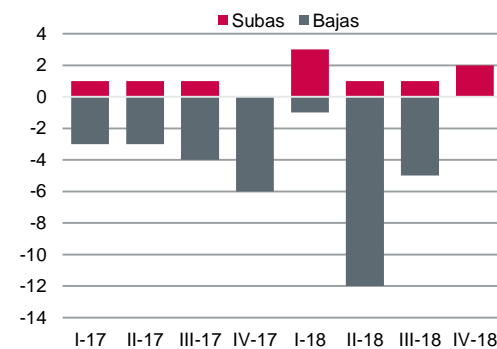
Principales Riesgos Corporativos

Emisores Calificados

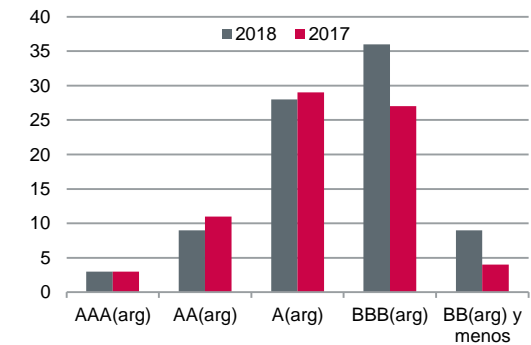
	Situación Financiera Actual	Perspectiva Calificaciones	Riesgo Tasa de Interés	Riesgo Descalce de Moneda	Riesgo Nivel de Actividad	Riesgo Apertura Comercial	Riesgo Regulatorio
Agroindustria	Media	Estable	Medio	Bajo	Bajo	Bajo	Bajo
Alimentos y Bebidas	Débil	Negativa	Alto	Bajo	Medio	Medio	Bajo
Bienes Raíces	Media	Estable	Medio	Bajo	Medio-Alto	Bajo	Bajo
Consumo Masivo	Débil	Negativa	Alto	Bajo	Alto	Alto	Bajo
Electricidad	Fuerte	Estable	Bajo	Alto	Bajo	Bajo	Alto
Ingeniería y Construcción	Media	Estable	Medio	Bajo	Medio-Alto	Bajo	Alto
Petróleo y Gas	Fuerte	Estable	Bajo	Bajo	Medio	Bajo	Alto

Elaborado por FIX SCR

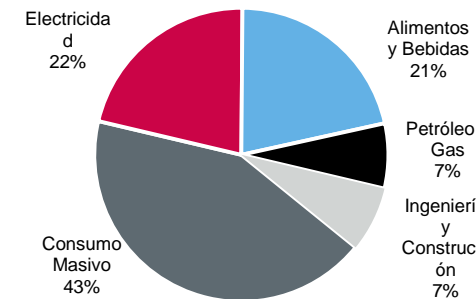
Variación de calificaciones 2017-18



Distribución de Calificaciones Empresas (2017-2018)

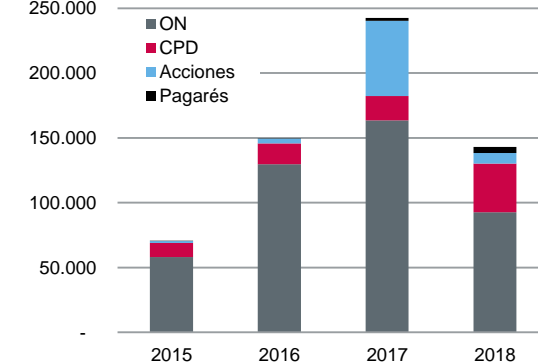


Bajas de Calificación por Sector 2018



Elaborado por FIX SCR

Emisiones en el Mercado de Capitales



Entidades Financieras, Compañías de Seguros y Fondos de Inversión

María Fernanda López	+54 11 5235-8130	mariafernanda.lopez@fixscr.com
Dario Logiodice	+54 11 5235-8136	dario.logiodice@fixscr.com
Gustavo Avila	+54 11 5235-8142	gustavo.avila@fixscr.com
Maria Luisa Duarte	+54 11 5235-8112	maria.duarte@fixscr.com
Yésica Colman	+54 11 5235-8151	yesica.colman@fixscr.com
María Celeste Asenjo	+54 11 5235-8118	mariaceleste.asenjo@fixscr.com
Eglis Arboleda	+54 11 5235-8150	eglis.arboleda@fixscr.com
Renata Barlaro	+54 11 5235-8134	renata.barlaro@fixscr.com
Nicolas Sanvitale	+54 11 5235-8147	nicolas.sanvitale@fixscr.com
Denise Bordón	+54 11 5235-8128	denise.bordon@fixscr.com
Maria José Sager	+54 11 5235-8131	mariajose.sager@fixscr.com

Finanzas Estructuradas y Finanzas Públicas de Subnacionales

Mauro Chiarini	+54 11 5235-8140	mauro.chiarini@fixscr.com
Cintia Defranceschi	+54 11 5235-8143	cintia.defranceschi@fixscr.com
Laura Ramos	+54 11 5235-8129	laura.ramos@fixscr.com
Diego Estrada	+54 11 5235-8126	diego.estrada@fixscr.com
Soledad Reija	+54 11 5235-8124	soledad.reija@fixscr.com
Carlos García Girón	+54 11 5235-8114	carlos.garcia@fixscr.com
Belén Carrera	+54 11 5235-8138	belen.carrera@fixscr.com
Juan Langer	+54 11 5235-8144	juanmartin.langer@fixscr.com

Finanzas Corporativas

Cecilia Minguillón	+54 11 5235-8123	cecilia.minguillon@fixscr.com
Gabriela Curutchet	+54 11 5235-8122	gabriela.curutchet@fixscr.com
Pablo Cianni	+54 11 5235-8146	pablo.cianni@fixscr.com
Pablo Artuso	+54 11 5235-8121	pablo.artusso@fixscr.com
Mariano De Sousa	+54 11 5235-8141	mariano.desousa@fixscr.com
Natalia Burcez	+54 11 5235-8133	natalia.burcez@fixscr.com
Agustina Bourel	+54 11 5235-8125	agustina.bourel@fixscr.com
Cándido Perez	+54 11 5235-8119	candido.perez@fixscr.com
Nicolas Debat	+54 11 5235-8137	nicolas.debat@fixscr.com
Leonel Freixer	+54 11 5235-8123	leonel.freixer@fixscr.com
Florencia Novero	+54 11 5235-8123	florencia.novero@fixscr.com

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. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB 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 fáctica 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 disseminación 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.