

MercadoLibre S.R.L. (MercadoLibre)

Informe Integral

Calificaciones

Calificación del Emisor AAA(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Consolidado (\$ miles)	31/12/2018 12 Meses*	31/12/2017 12 Meses
Total Activos	20.052.391	10.816.336
Deuda Financiera	1.658.327	401.296
Ingresos	11.961.592	5.920.148
EBITDA	2.555.672	1.755.189
EBITDA (%)	214	29,6
Deuda Total / EBITDA	0,6	0,2
Deuda Neta Total / EBITDA	-0,2	-0,3
EBITDA / Intereses	5,6	2143,1

* Los estados financieros a dic'18 están ajustados por inflación

Informes relacionados

Metodología de calificación de empresas registrado ante la CNV.

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

Analista Principal

Candido Perez
Analista
+54 11-5235-8119
candido.perez@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso
Director Asociado
+54 11-5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del sector

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

Factores relevantes de la calificación

Fuerte vínculo entre MercadoLibre S.R.L. y la Casa Matriz: FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX – asignó en AAA(arg) la calificación de MercadoLibre S.R.L., dado los fuertes vínculos operacionales, legales y estratégicos con su casa matriz MercadoLibre Inc. (Holding). Después de Brasil, MercadoLibre S.R.L. (Argentina) es el segundo mercado más importante para el grupo con una participación del 26% de los ingresos consolidados. En Argentina se sitúa la sede de la gerencia, y es donde se determina la estrategia global. Desde el país se exportan servicios a los demás países. FIX considera que el link reputacional es clave y que el soporte del accionista luego del follow-on de USD 2.000 millones será estratégico para el crecimiento de las operaciones locales.

Modelo de negocio exitoso en industria disruptiva: MercadoLibre S.R.L. es líder de comercio electrónico en Argentina. La compañía ha mostrado una evolución en su estrategia de crecimiento y ha sido exitosa en sus desarrollos, sosteniendo un riesgo de ejecución bajo. Luego de una etapa inicial de crecimiento inorgánico incorporando compañías de soluciones complementarias, la estrategia de MercadoLibre se encuentra enfocada en el crecimiento orgánico desde sus propios centros de desarrollo tecnológico. FIX espera que el mayor crecimiento esté ligado a la evolución de MercadoPago que en 2018 representó el 40% de los ingresos, significativamente superior al 28% observado en 2017.

Moderado Riesgo Regulatorio: El principal segmento de crecimiento de la compañía se basa en la expansión de MercadoPago, el cual incluye una billetera virtual, inversión de saldos en FCI locales, transferencias de dinero entre sus usuarios, créditos personales, entre otros, que actualmente está fuera de la órbita de las reglamentaciones del BCRA. Una aplicación de nuevas leyes o normas que afecte al crecimiento de las compañías FinTech podría afectar el potencial crecimiento de MercadoLibre. La compañía mitiga parcialmente dicho riesgo al auto-cumplir con las exigencias de los países donde existen dichas regulaciones (Brasil y México).

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada a la baja en un escenario de elevado nivel de crecimiento apalancado en una estructura de capital más agresiva que resulte en niveles de endeudamiento superiores a lo esperado. Asimismo, la calificación podría verse afectada ante cambios regulatorios, legales u operacionales que tengan un significativo impacto en la rentabilidad del negocio.

Liquidez y estructura de capital

Estructura de capital conservadora: MercadoLibre S.R.L. posee una estructura de capital conservadora con un Patrimonio Neto que representa el 76% del capital total de la compañía. El nivel de apalancamiento medido contra EBITDA fue históricamente menor a 0.5x EBITDA con coberturas de intereses holgadas. Hacia adelante, FIX espera que la compañía continúe mostrando una estructura de capital conservadora a pesar del elevado crecimiento del negocio en el mercado local.

Holgada liquidez y elevada flexibilidad financiera: FIX considera que MercadoLibre posee una holgada posición de liquidez. A diciembre'18, la caja e inversiones corrientes cubrían en 1.2x las deudas financieras corrientes. En los últimos 12 meses, MercadoLibre Inc. ha demostrado una elevada flexibilidad financiera con la emisión de un bono convertible en acciones con vencimiento en 2028 por USD 880 millones a una tasa de 2% y con el follow-on colocado por USD 2.000 millones que serán utilizados principalmente para la financiación del crecimiento de MercadoPago y MercadoCrédito en los principales mercados donde opera la compañía.

Perfil del negocio

Mercadolibre S.R.L. es la plataforma de comercio electrónico líder en Argentina y donde se centraliza la gerencia y administración del resto de las compañías del grupo. Su holding principal es MercadoLibre, Inc., cuyas acciones cotizan en el Nasdaq (NASDAQ:MELI) desde su oferta pública inicial (IPO) en el año 2007 y con un exitoso follow-on en marzo de 2019.

El grupo, cuenta con operaciones en 18 países de Latinoamérica, siendo los principales Brasil, Argentina, México, Colombia y Chile ocupando el octavo puesto mundial en visitas de plataformas de retail con más de 267.4 millones de usuarios.

Los principales segmentos de negocio son:

Mercado Libre (Plataforma de comercio electrónico – 56% de las ventas): Este servicio permite que tanto las empresas como las personas realicen sus ventas y compras en línea en un formato de precio fijo o en subasta. La compañía recibe comisiones iguales a un porcentaje del valor del bien vendido.

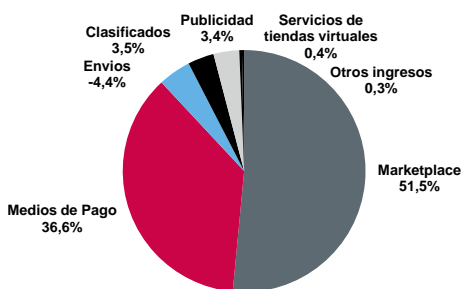
Mercado Pago (Plataforma FinTech – 40% de las ventas): Este segmento proporciona a los usuarios una amplia oferta de servicios financieros, incluido el procesamiento de pagos online y móviles, enviar y recibir dinero, pagos con cargo a tarjetas de débito y crédito. Fuera de la plataforma de comercio electrónico, MercadoPago permite a los comerciantes procesar transacciones a través de sus sitios web y aplicaciones móviles, así como en sus tiendas físicas a través de QR y puntos móviles de venta.

Mercado Crédito: La compañía ofrece préstamos de capital de trabajo a PyMES que venden a través de la plataforma o que procesan sus cobros con Mercado Pago.

Mercado Envíos (Servicios Logísticos): A través de este segmento, la compañía ofrece el servicio de logística y transporte de los productos que se ofrecen a través de la plataforma de comercio electrónico.

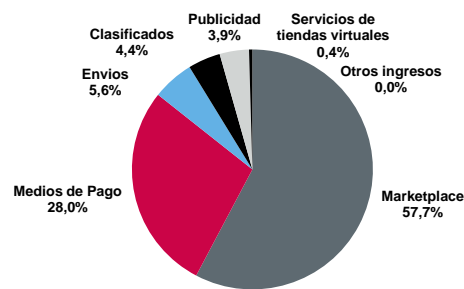
Otros: MercadoLibre presenta además otros segmentos poco significativos en la generación de fondos pero que complementan la experiencia del usuario final. Entre ellos se encuentran: MercadoShops, MercadoLibre Publicidad y MercadoLibre Clasificados.

Ventas 2018 por segmentos MercadoLibre S.R.L.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Ventas 2017 por segmentos MercadoLibre S.R.L.

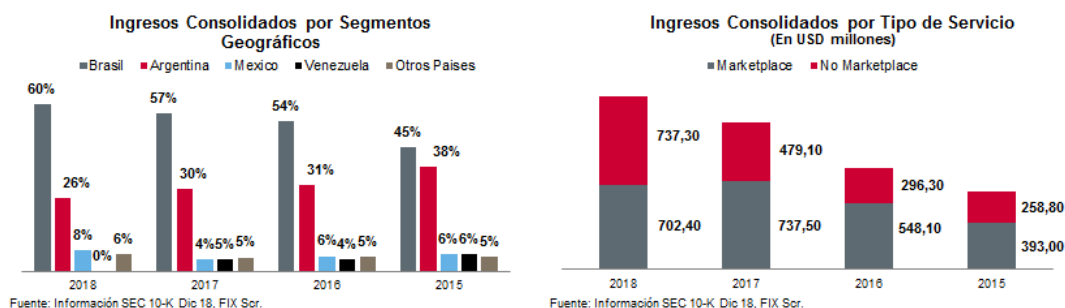


Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La calificación de MercadoLibre S.R.L. demuestra la consolidación y sólido crecimiento del negocio en un contexto de recesión económica, debido a la disociación entre el comportamiento del PBI local y la expansión de las ventas reales del comercio electrónico en detrimento del comercio retail tradicional. FIX considera que la compañía posee un muy fuerte posicionamiento competitivo en dos industrias que presentan tasas de crecimiento elevadas: Comercio electrónico y MercadoPago. Dicha consolidación de las operaciones genera un elevado nivel de sinergias que posicionan a MercadoLibre como una de las compañías líderes de Argentina y Latinoamérica.

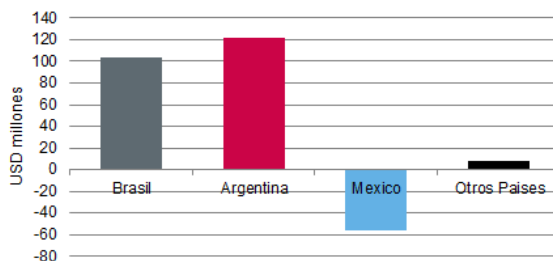
La importancia de Argentina en el grupo

Los ingresos del segmento Argentina representaron el 26.2%, 29.5% y 31.1% en 2018, 2017 y 2016 respectivamente. Durante 2018, los mismos decrecieron un 8% medido en dólares, principalmente por la depreciación del peso argentino frente al dólar, con un crecimiento en pesos del 73% interanual debido al incremento en transacciones de pago y el aumento del volumen de envíos.



A dic'18 la contribución directa (Ingresos netos – costos directos) de MercadoLibre SRL fue de USD 122 millones (68.4% del total consolidado), con un margen de rentabilidad bruta del 32.4%.

Contribución Directa por Segmento a Dic-18



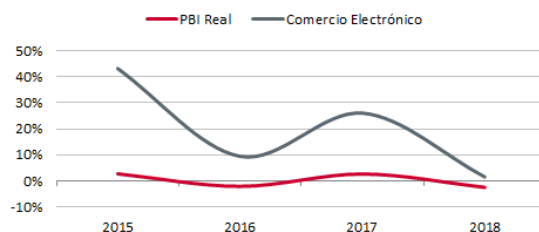
Riesgo del sector

El mercado de comercio electrónico evoluciona a gran velocidad y es altamente competitivo. Las perspectivas favorables de desarrollo futuras y el amplio espacio para el crecimiento, harán que la competencia se intensifique aún más en el futuro.

Según datos de la Cámara Argentina de Comercio Electrónico, a diciembre 2018, la facturación del comercio electrónico local creció un 47% con respecto a diciembre 2017. FIX considera que el comercio electrónico posee un gran potencial de crecimiento ya que aún representa menos del 4% del comercio total en el país.

Evolución PBI y Facturación Comercio Electrónico

Variación interanual



Riesgo Regulatorio: El principal segmento de crecimiento de la compañía se basa en la expansión de MercadoPago, el cual incluye una billetera virtual, inversión de saldos en FCI locales, transferencias de dinero entre sus usuarios, créditos personales, entre otros, que actualmente está fuera de la órbita de las reglamentaciones del BCRA. Una aplicación de nuevas leyes o normas que afecte al crecimiento de las compañías FinTech podría afectar el potencial crecimiento de la industria. La compañía mitiga parcialmente dicho riesgo al auto-cumplir con las exigencias de los países donde existen dichas regulaciones (Brasil y Mexico).

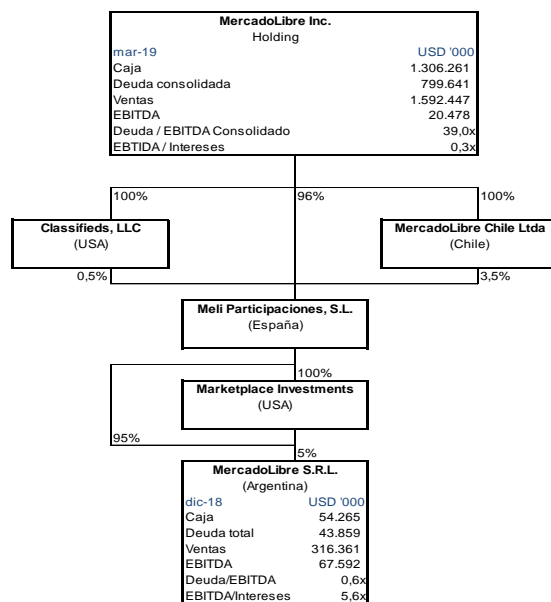
Posición competitiva

MercadoLibre ostenta una posición de liderazgo en los mercados en los que opera. La compañía ha demostrado una evolución en su estrategia de crecimiento y ha sido exitosa en sus desarrollos. La participación de mercado promedio en Argentina es del 40%. Los principales competidores están compuestos por otras plataformas, grandes retailers que también cuentan con plataformas de comercio electrónico y comercios minoristas. Particularmente en Argentina, la compañía compite con OLX, Aliexpress, Garbarino, NetShoes, Falabella y Fravega. OLX posee una participación de mercado superior al resto pero aún se encuentra por debajo del 5%.

FIX considera que la posición competitiva de MercadoLibre en Argentina podría verse deteriorada ante el ingreso de otras grandes plataformas de comercio electrónico como Amazon, aunque mitigado por la experiencia que la compañía posee compitiendo con dichas empresas principalmente en México y Brasil.

Administración y calidad de los accionistas

El capital social de MercadoLibre S.R.L. es de \$ 4.219 MM, correspondiente a 421.879 cuotas de V/N \$ 10 cada una. El 95.4% pertenece a MELI Participaciones S.L. (España), de la cual MercadoLibre Inc. posee el 96%. Los Estados Contables son auditados en forma independiente por Deloitte bajo Normas Contables Profesionales.



Factores de riesgo

Riesgo reputacional: La vinculación entre todas las compañías del grupo es muy fuerte, cualquier problema que surja tanto en Argentina como en otros países, a nivel operacional como financiero, le podría generar a MercadoLibre un gran perjuicio y dificultades en todos los segmentos en los que opera.

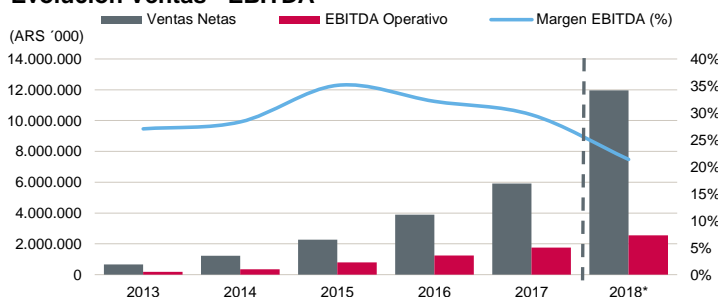
Perfil Financiero

Rentabilidad

A diciembre 2018, las ventas de MercadoLibre totalizaron \$ 11.962 MM, con un incremento real interanual del 25%, proporción que se encuentra dentro de los parámetros de crecimiento que la compañía obtuvo históricamente y acompañan las tendencias de crecimiento del comercio electrónico a nivel nacional.

El EBITDA de la compañía a diciembre'18 fue de \$ 2.556 MM y con márgenes de rentabilidad del 21%, que comparan contra un promedio de 30% en los anteriores 5 años. El leve declino del margen se debe principalmente a un incremento de los costos operativos a pesar de una expansión del margen bruto al 40%.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.
*Ajustado por inflación no comparable con años anteriores.

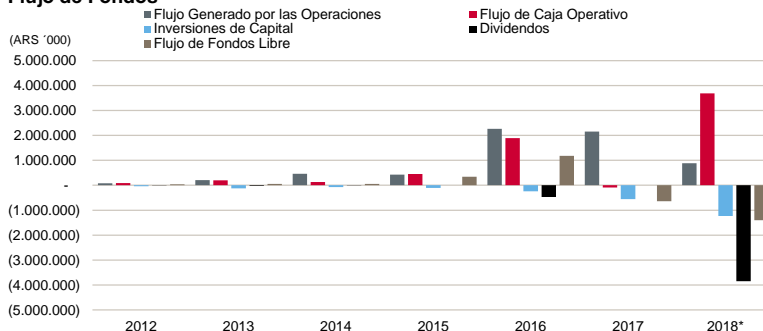
Hacia adelante, FIX espera que la compañía continúe con un EBITDA positivo aunque con márgenes decrecientes en torno al 13%, debido principalmente a una estrategia de crecimiento y consolidación de los servicios de MercadoPago y MercadoEnvíos.

Flujo de fondos

Mercadolibre obtuvo históricamente un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) positivo y creciente. A diciembre'18, la variación de capital de trabajo fue positiva en \$ 2.798 MM, y el FGO fue de \$ 3.683 MM. Por su parte, las inversiones de capital en 2018 fueron \$ 1.229 MM, un 10% de los ingresos y los dividendos pagados fueron de \$ 3.851 MM, dando como resultado un Flujo de Caja Libre (FCL) negativo en \$ 1.397 MM.

El principal requerimiento de efectivo es el capital de trabajo para el financiamiento de las operaciones con MercadoPago. Para sostener su liquidez la compañía transfiere cuentas por cobrar de tarjetas de crédito a instituciones financieras a cambio de efectivo. Los cupones pendientes de pago los puede mantener en cartera, o en Argentina los utiliza frente a líneas de crédito cortas y limitadas con bancos.

Flujo de Fondos



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.
*Ajustado por inflación no comparable con años anteriores.

Liquidez y estructura de capital

FIX considera que MercadoLibre posee una estructura de capital conservadora. El Patrimonio Neto representa el 76% del capital total de la compañía. El nivel de apalancamiento medido contra EBITDA fue históricamente menor a 0.5x EBITDA con coberturas de intereses holgadas. Hacia adelante, FIX espera que la compañía continúe mostrando una estructura de capital conservadora a pesar del elevado crecimiento del negocio en el mercado local.

A diciembre '18 (12 meses) la deuda total de MercadoLibre era de \$ 1.658 MM, 100% corriente y compuesta por adelantos de cupones de tarjetas de crédito (69.3%), descuentos de cheques Tarjeta Naranja (19.5%), deuda bancaria (11.2%). El ratio deuda/EBITDA fue de 0.6x con una cobertura de intereses de 5.6x.

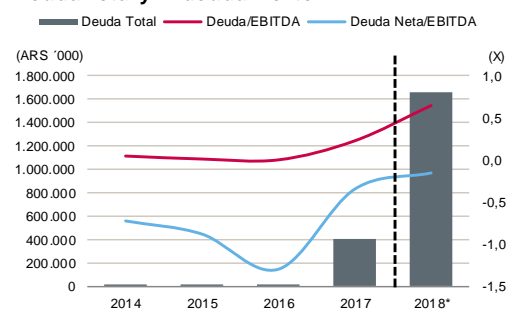
Capitalización

ARS '000

Deuda de Corto Plazo	1.658.327	24%
Deuda de Largo Plazo	0	0%
Otros	0	0%
Deuda Total Ajustada	1.658.327	24%
Total Patrimonio	5.230.597	76%
Total Capital Ajustado	6.888.924	100%

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

*Ajustado por inflación no comparable con años anteriores.

FIX considera que MercadoLibre posee una holgada posición de liquidez. A diciembre '18, la caja e inversiones corrientes cubrían en 1.2x las deudas financieras corrientes.

Liquidez - MercadoLibre S.R.L.

ARS '000

	2016	2017	2018*
EBITDA Operativo	1.251.917	1.755.189	2.555.672
Caja e Inversiones Corrientes	1.631.092	1.010.036	2.051.750
Deuda Corto Plazo	2.307	401.296	1.658.327
Deuda Largo Plazo	-	-	-

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	542,7	4,4	1,5
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	1.249,9	6,9	2,8
Deuda Total / LTM EBITDA	0,0	0,2	0,6

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr.

*Ajustado por inflación no comparable con años anteriores.

Fondeo y flexibilidad financiera

En los últimos 12 meses, MercadoLibre Inc. ha demostrado una elevada flexibilidad financiera con la emisión de un bono convertible en acciones con vencimiento en 2028 por USD 880 millones a una tasa de 2% y con el follow-on colocado por USD 2.000 millones que serán utilizados principalmente para la financiación del crecimiento de MercadoPago y MercadoCrédito en los principales mercados donde opera la compañía.

Anexo I. Resumen Financiero

Los estados financieros a dic'18 se encuentran ajustados por inflación y no son comparables con años anteriores.

Resumen Financiero - MercadoLibre S.R.L.

Cifras Consolidadas Normas Contables Período	Ajustado por Inflación				
	NCP	NCP	NCP	NCP	NCP
	2018	2017	2016	2015	2014
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.555.672	1.755.189	1.251.917	797.830	349.007
EBITDAR Operativo	2.555.672	1.755.189	1.251.917	797.830	349.007
Margen de EBITDA	21,4	29,6	32,1	35,1	28,3
Margen de EBITDAR	21,4	29,6	32,1	35,1	28,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	19,4	44,1	84,1	23,2	56,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	(11,7)	(10,8)	30,4	14,9	4,5
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	42,6	48,5	62,5	70,3	52,6
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	3,0	2.626,4	940,9	101,9	129,6
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,6	2.143,1	519,9	188,2	97,5
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	5,6	2.143,1	519,9	188,2	97,5
EBITDA / Servicio de Deuda	1,2	4,4	265,5	70,1	32,1
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,2	4,4	265,5	70,1	32,1
FGO / Cargos Fijos	3,0	2.626,4	940,9	101,9	129,6
FFL / Servicio de Deuda	(0,4)	(1,6)	251,7	30,1	5,4
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,5	0,9	597,6	92,7	30,2
FCO / Inversiones de Capital	3,0	(0,2)	7,8	4,1	1,8
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,2	0,2	0,0	0,0	0,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(0,2)	(0,3)	(1,3)	(0,9)	(0,7)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,6	0,2	0,0	0,0	0,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	(0,2)	(0,3)	(1,3)	(0,9)	(0,7)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	44,0	0,4	41,0	32,6	19,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	100,0	100,0	100,0	75,7	44,0
Balance					
Total Activos	20.052.391	10.816.336	7.643.680	4.148.988	1.898.869
Caja e Inversiones Corrientes	2.051.750	1.010.036	1.631.092	713.040	269.854
Deuda Corto Plazo	1.658.327	401.296	2.307	7.145	7.303
Deuda Largo Plazo	0	0	0	2.292	9.292
Deuda Total	1.658.327	401.296	2.307	9.437	16.594
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.658.327	401.296	2.307	9.437	16.594
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.658.327	401.296	2.307	9.437	16.594
Total Patrimonio	5.230.597	4.478.427	2.691.600	1.850.721	804.082
Total Capital Ajustado	6.888.924	4.879.724	2.693.907	1.860.158	820.676
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	883.792	2.150.200	2.263.107	427.891	460.634
Variación del Capital de Trabajo	2.798.775	(2.236.713)	(370.946)	20.683	(326.848)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	3.682.567	(86.513)	1.892.161	448.573	133.786
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.229.071)	(555.533)	(241.903)	(110.108)	(75.099)
Dividendos	(3.850.509)	0	(466.220)	0	(3.614)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(1.397.013)	(642.046)	1.184.038	338.465	55.073
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(231.177)	(406.681)	(173.481)	0	10.029
Variación Neta de Deuda	2.089.781	398.990	(7.130)	(8.125)	(3.733)
Variación Neta del Capital	0	0	0	300	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	(112.546)	112.546	0
Variación de Caja	461.591	(649.738)	890.880	443.186	61.369
Estado de Resultados					
Ventas Netas	11.961.592	5.920.148	3.895.745	2.272.620	1.232.229
Variación de Ventas (%)	102,0	52,0	71,4	84,4	83,5
EBIT Operativo	2.201.390	1.607.128	1.174.439	747.097	319.503
Intereses Financieros Brutos	452.731	819	2.408	4.239	3.581
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	2.065.758	1.737.948	1.419.645	933.793	335.870

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
- Follow-on: Aplicación adicional de capital
- Holding: Casa Matriz
- Retail: Mercado de comercio minorista

Anexo III. Dictamen de calificación.

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

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)**, en adelante **FIX**, realizado el **10 de julio de 2019** asignó en la categoría **AAA(arg)** la calificación del emisor otorgada a **MercadoLibre S.R.L.** La Perspectiva es Estable.

Categoría AAA(arg): “AAA” nacional implica la máxima calificación asignada por FIX en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones del país.

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

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. 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.

Fuentes

- Balances auditados hasta el 31-12-18. Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

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