

Albanesi S.A. (Albanesi)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A(arg)
ON Clase I por \$ 50 MM (ampliable hasta \$ 70 MM)	A(arg)

Perspectiva

Negativa

Resumen Financiero

Cifras consolidadas

Balance	30/06/15	31/12/14
	6 Meses	12 Meses
Total Activos (\$ miles)	2.984.761	2.899.407
Total Deuda Financiera (\$ miles)	1.066.619	947.364
Ingresos (\$ miles)	797.687	1.159.368
EBITDA (\$ miles)	207.640	358.587
EBITDA (%)	31.9	30.9
Deuda/ EBITDA	2.6x	2.6x
EBITDA/ intereses	2.9x	2.5x

Informes relacionados

Metodología de calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

Analistas

Analista Principal

Gabriela Curutchet Director Asociado
 +54 11 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario

Patricio Bayona, Director Asociado
 +54 11 5235-8124
Patricio.bayona@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

GMSA y GISA son la principal fuente de flujo: Generación Mediterránea (GMSA- categoría A(arg) y Generación Independencia generan en su conjunto el 80% del EBITDA del grupo, teniendo un flujo de caja operativo neto de intereses, a partir de 2016, por arriba de \$ 200 MM e inversiones de capital por menos de \$ 20 MM. Albanesi S.A. es una compañía inversora, sin otra actividad, que consolida con 6 compañías generadoras de energía eléctrica con una capacidad total, a partir de 2016 de 642 MW.

Perspectiva Negativa: la perspectiva negativa se asigna a las compañías del sector eléctrico ya que no solo poseen el riesgo de demoras en las cobranzas al depender del fisco como ultima contraparte, sino que su capacidad de pago está expuesta a la obtención de ajustes tarifarios, reconocimiento de gastos de mantenimiento o inversiones para cubrir sus gastos y amortizar adecuadamente sus equipos.

Deuda con subordinación estructural: Albanesi es una compañía inversora que depende de los dividendos de sus subsidiarias para el repago de la deuda y por lo tanto la misma queda estructuralmente subordinada al resto de las deudas financieras emitidas por sus subsidiarias. FIX considera que la ON a emitir por un máximo de \$ 70 MM representa una deuda marginal con respecto a la generación de caja de sus subsidiarias. Albanesi tiene adecuados niveles de endeudamiento y levemente ajustados niveles de cobertura. Una vez que Generación Frías comience a operar el deuda/EBITDA de Albanesi rondará los 2.0x y las coberturas en 1.5x.

Soporte y sinergias de RGA: Rafael G. Albanesi (RGA) le ha otorgado a Albanesi S.A. préstamos que a junio '15 ascienden a \$ 387 MM y posee condiciones de tasa y plazo favorables. Los fondos han sido utilizado para realizar diversos aportes de capital en las diversas subsidiarias de Albanesi S.A. La intención del grupo es comenzar a repagar dichos préstamos con los flujos de sus subsidiarias. Las ON a emitir contarán con el aval de RGA. Operativamente, los requerimientos de gas natural del segmento energía plus se encuentran cubiertos por R.G. Albanesi. RGA es líder en la comercialización de gas con un volumen comercializado de hasta 11.000 dam³/día. Los requerimientos de GMSA representan aprox. el 9% de la comercialización de gas natural de RGA.

Sensibilidad de la calificación

Deterioro en el marco regulatorio: Un mayor deterioro en el marco regulatorio que no permita a la compañía continuar las ventas bajo los contratos de energía plus y CAMMESA 220/07 podría implicar una baja en la calificación.

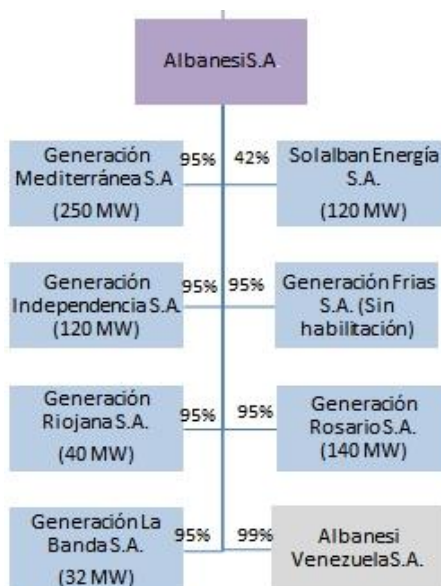
Deterioro en el perfil crediticio: Un cambio en la estructura de capital de Albanesi o un crecimiento en los índices de endeudamiento y menores coberturas de intereses podrían producir una baja en la calificación.

Liquidez y estructura de capital

Ajustada liquidez: Albanesi opera con una liquidez ajustada. A junio 2015 la compañía poseía caja en inversiones líquidas por \$ 60.5 MM con una deuda consolidada con vencimientos de corto plazo por \$ 417MM. Dado el buen acceso al mercado de capitales y al financiamiento bancario FIX espera que la compañía y sus subsidiarias logren refinanciar sus vencimientos sin inconveniente.

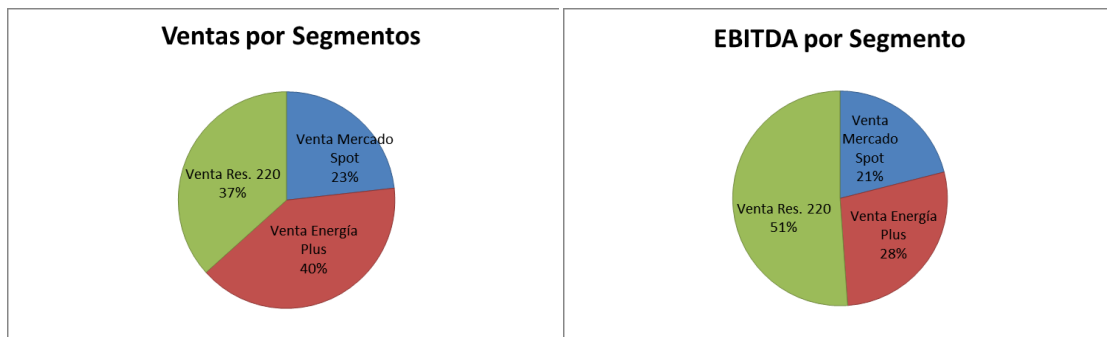
Perfil del negocio

Albanesi S.A. es una sociedad inversora del Grupo Albanesi que concentra la mayor parte de las compañías generadoras del grupo. En la actualidad la compañía posee una capacidad de 582 MW segmentado en cinco compañías con la posibilidad de agregar 60MW adicionales, luego de la habilitación comercial de la turbina de Generación Frías estipulada para noviembre 2015. Además su compañía vinculada (42%) Solalban Energía S.A. posee 120 MW.



	Fusión de GMSA					
	Generación Mediterránea	Generación Independencia	Generación Riojana	Generación La Banda	Generación Rosario	Generación Frías
Descripción de los equipos	Tres turbinas Pratt & Whitney de 60 MW, Dos turbinas Thomassen de 24 MW y dos turbinas Stork de 11 MWh	Dos turbinas Pratt & Whitney de 60 MW c/u	Una turbina John Brown de 14 MW y dos marca Fiat de 13 MW C/u	Dos turbinas duales marca Fiat de 16MW c/u	Una turbina de marca Ansaldo	En construcción de una turbina Pratt & Whitney de 60 MW
Combustible	Gas y Gas oil	Gas y Gas oil	Gas y gas oil	Gas y gas oil	Gas y fuel oil	Gas y gas oil
Acceso al gas	Contratos con RGA	Contratos con RGA + CAMMESA	CAMMESA	CAMMESA	CAMMESA	CAMMESA
Almacenamiento	Almacenamiento de 7 días de combustible líquido	Almacenamiento para 10 días de combustible líquido	N/A	N/A	N/A	En construcción
Mantenimiento	Contrato de mantenimiento con Pratt & Whitney + US\$ 2,0 stock de respuestos	Contrato de mantenimiento con Pratt & Whitney + Stock de respuestos de US\$ 1,0 MM	Directamente por GRSA	Directamente por GBSA	Directamente por GROSA	Contrato de mantenimiento por PW Power Inc.
Disponibilidad promedio en 2014	96% Ciclo combinado y 80% para ciclo abierto	Superó los 92%	95%	95%	96%	N/A
Despacho en 2014	36%	31%	7,23%	14%	64%	N/A
Eficiencia de las Centrales Kcal/MWh	2250	2450	4000	4320	2600	2200
Generación 2014	1560 GWh	314 GWh			717 GWh	N/A

Diversificación: Albanesi posee diversificación geográfica, diversificación de equipos y diversificación en cuanto a los ingresos y EBITDA en el mercado termoeléctrico.



Eficiencia de turbinas: las turbinas de GMSA, GISA y GFSA tienen una eficiencia media. GRSA y GBSA se consideran con un bajo nivel de eficiencia, despachando solamente en casos de alta demanda de energía.

Abastecimiento de combustible: el abastecimiento del combustible para la producción de energía destinada a la venta de energía plus se obtiene a través de los contratos con R.G. Albanesi S.A, el resto del combustible es provisto por CAMMESA. Al ser un grupo integrado, en el caso que en el futuro CAMMESA deje de proveer el gas a las centrales, RGA podrá abastecer a las mismas.

Mantenimiento: para cubrir la disponibilidad exigidas en los contratos de CAMMESA 220 y Energía Plus tanto GMSA como GISA y GFSA posee contratos firmados con Pratt & Whitney, proveedor de las turbinas, que le garantizan la disponibilidad necesaria. Además, las compañías poseen stock de repuestos por U\$S 2.0 MM en el caso de GMSA y U\$S 1.0 MM en GISA. Las turbinas que destinan sus ventas al segmento spot o energía base no poseen contratos de mantenimiento, sin embargo a partir de la Res. 529/14 CAMMESA prevé un agregado tarifario "Remuneración Mapro" que es desembolsado en caso de existir un mantenimiento mayor. Generación Riojana obtuvo un préstamo de CAMMESA por \$ 27 MM para reparación y reacondicionamiento de la turbina, el mismo se repaga con un flujo adicional desembolsado por CAMMESA. Generación Rosario S.A. posee un préstamo de U\$S 200 MM para la ampliación de la turbina que será cancelado con la generación adicional de la misma.

	Generación Mediterránea	Generación Independencia	Generación Riojana	Generación La Banda	Generación Rosario	Generación Frias
Ubicación de la central	Provincia de Córdoba, Río Cuarto	Pcia de Tucumán, San Miguel de Tucumán	Provincia de la Rioja, La Rioja	Provincia de Santiago del Estero, La Banda	Provincia de Santa Fe, Rosario.	Provincia de Santiago del Estero, Frias
Capacidad de Generación Bruta	250 MW	120 MW	40 MW	32 MW	140 MW	60 MW
CAMMESA 220	45 MW	100 MW	---	---	---	60
Energía plus	135 MW	5 MW	---	---	---	---
Spot o energía base	70 MW	15 MW	40 MW	32 MW	140 MW	---
Contrato de O&M	Contrato con PWSA (proveedor de la turbina) asegurando la disponibilidad exigida por CAMMESA	Contrato con PWSA (proveedor de la turbina) asegurando la disponibilidad exigida por CAMMESA	N/A	N/A	N/A	Contrato con PW (proveedor de la turbina) asegurando la disponibilidad exigida por CAMMESA

Riesgo del sector

El marco regulatorio es el principal riesgo del sector. Las limitadas inversiones en el sector privado se deben al cambiante marco regulatorio que no permite operar con reglas claras y sostenidas. Las últimas inversiones se han realizado principalmente atando las mismas a contratos por 10 años, de potencia y energía denominados en dólares que le permiten a las empresas obtener certidumbre en cuanto a los ingresos. CAMMESA es la principal fuente de financiamiento tanto de los mantenimientos mayores como de las nuevas inversiones. El financiamiento a través de CAMMESA le permite a las compañías recuperar los ingresos descontados por mantenimientos mayores (ingresos mapro - RES 529/14). Dado que en los últimos años la demanda de energía es creciente y la oferta escasamente llega a cubrir la misma, el gobierno ha priorizado la disponibilidad, dejando de lado la eficiencia. Así algunos generadores poco eficientes instalados o reparados en los últimos años cuentan con precios más beneficiosos que otros generados más antiguos pero más eficientes.

El sector es altamente dependiente de CAMMESA la cual a su vez depende de los aportes del Estado Nacional. En los últimos años el plazo promedio de pago de CAMMESA a la industria pasó de 70 días a estar cercano a los 100 días.

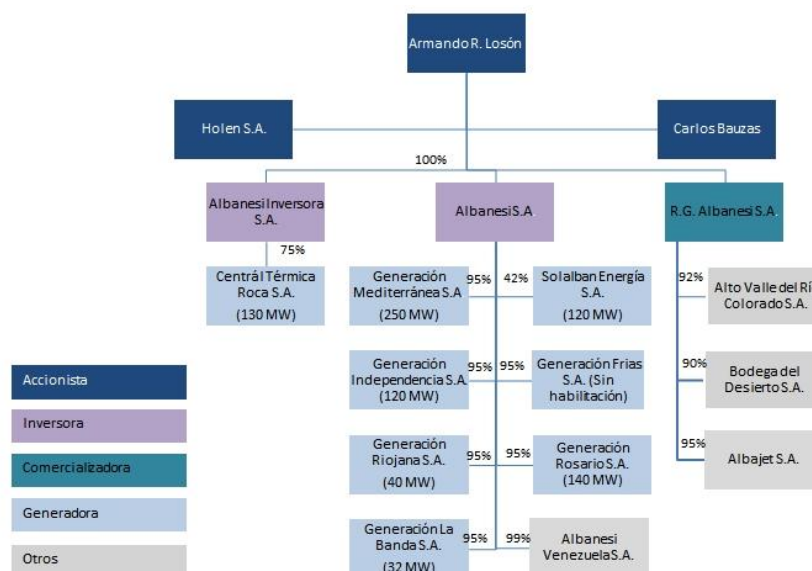
Posición competitiva

En 2014 la potencia instalada de Albanesi S.A. representó el 2% de la potencia del SADI y el 3.3% de la potencia termoeléctrica.

La tecnología de Albanesi S.A. consiste en turbinas alimentadas por gas natural y ciclo combinado con una alta disponibilidad de planta, bajos requerimientos de inversiones (excepto GFSA que está en construcción) y mínima exposición a cambios en las políticas ambientales.

Administración y Calidad de Accionistas

El grupo Albanesi está integrado por tres sociedades Albanesi S.A., Albanesi Inversora S.A. y Rafael G. Albanesi S.A. (RGA) y sus controladas. No existe ninguna compañía holding que integre directamente a todo el grupo, sin embargo los accionistas manejan las compañías como un grupo integrado.



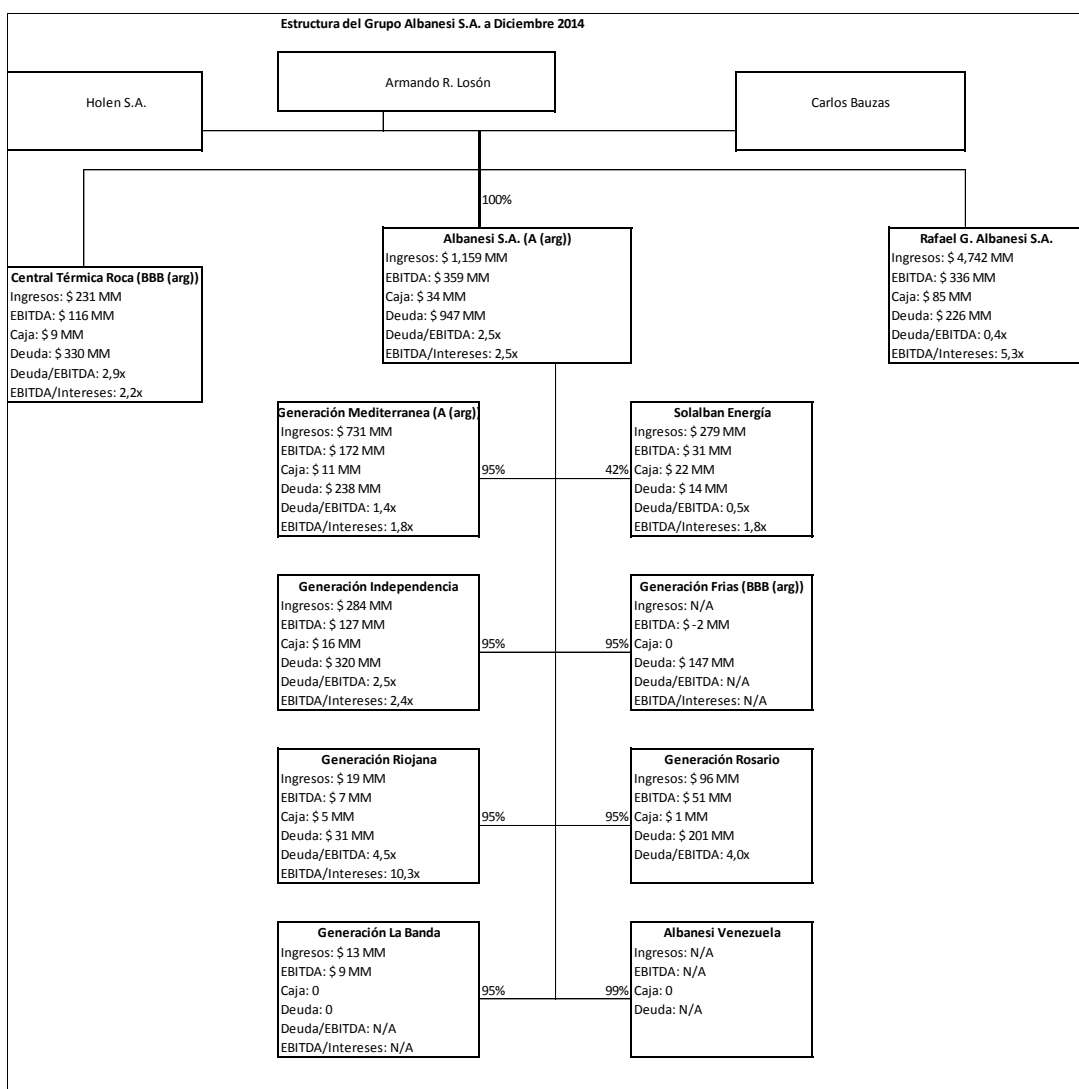
RGA con veinte (20) años de experiencia en el negocio es el mayor comercializador de gas natural del país. En la actualidad RGA ha alcanzado valores máximos diarios del orden de los 11.000.000 m3/día, lo que representa el 29.4% del gas natural consumido por el segmento comercializadoras. Esto representa el 9% del total del gas natural consumido en el país.

Factores de riesgo

- Débil marco regulatorio
- Concentración de ingresos en CAMMESA
- Deuda con subordinación estructural con respecto a la deuda sus subsidiarias.

Perfil Financiero

El siguiente cuadro muestra los ingresos, EBITDA, caja, deuda y ratios de endeudamiento y coberturas de Albanesi S.A. y sus subsidiarias a diciembre 2014



Rentabilidad

Hasta 2015 el 80% del EBITDA de la compañía proviene de GMSA y GISA y a partir de 2016 el 70% provendrá de GMSA y GISA mientras que el 19% de Generación Frías. El 51% de la rentabilidad proviene de los contratos de CAMMESA 220 y el 28% de los contratos de Energía Plus. Dichos contratos son denominados en dólares y pagadores en pesos al tipo de cambio del día de facturación. Una suba de los costos por presiones inflacionarias por encima de la suba del dólar impacta directamente en la rentabilidad de las compañías del grupo con ingresos medidos en dólares (GMSA y GISA). Por otro lado una devaluación por sobre la suba de costos produce una mejora en la rentabilidad de dichas compañía.

A junio de 2015 el EBITDA consolidado cerró de acuerdo a lo esperado en \$ 207 MM. FIX espera que la compañía logre cerrar el año con un EBITDA superior a \$ 400 MM. Para 2016 la rentabilidad crecerá en aprox. \$ 100 MM producto de la habilitación de la Central Frías.

Flujo de fondos

El flujo de fondos para el repago de la deuda con RGA y de las ON a emitir por Albanesi provendrá principalmente de los dividendos distribuidos por GMSA. GMSA posee un negocio maduro con un bajo nivel de inversiones. En 2015 la compañía distribuyó dividendos por \$51 MM. En el futuro GMSA planea continuar realizando una agresiva política de dividendos por lo que el flujo libre de fondos cerrará levemente positivo.

Generación Frías va a utilizar su generación de fondos para cubrir las necesidades de capital de trabajo y a partir de 2017 para reducir endeudamiento. Generación Rosario, Generación La Banda y Generación Riojana poseen una menor generación de fondos ya que sus ventas se destinan al mercado spot, la caja van a ser utilizada para reducir endeudamiento con CAMMESA o cubrir necesidades propias.

Liquidez y estructura de capital

A junio de 2015 la deuda consolidada de Albanesi era de \$ 1.067 MM. El 39% de la deuda vence en el corto plazo, siendo el 23% denominado en dólares. EL 46% de la misma se encuentra garantizada; estando el 7% de la deuda total se encuentra garantizada con los flujos provenientes de ciertos contratos de Energía Plus que se derivan al pago de la deuda en caso de incumplimiento. El 20% con prenda inmuebles y turbinas de GISA y prenda de las acciones de dicha compañía y el 19% restante con los ingresos futuros proveniente de las ventas de Generación Rosario a CAMMESA.

A junio'2015 Albanesi tiene un ratio de deuda/EBITDA de 2.6x y coberturas de 2.9x. EL endeudamiento resulta elevado ya que la compañía posee la deuda proveniente de Generación Frías pero no posee sus ingresos, dado que la turbina todavía se encuentra en construcción. El ratio normalizado de endeudamiento es cercano a 2.0x. Para 2016 esperamos un leve deterioro en las coberturas ya que la ON emitir por \$ 70 MM se utilizará para repagar parte de los préstamos otorgados por RGA que no devengan tasa de interés. El ratio normalizado de coberturas es de aprox. 1.5x.

Históricamente, subsidiarias de Albanesi S.A. operan con una liquidez ajustada. A junio 2015 Albanesi tenía caja por \$ 60 MM y una deuda de corto plazo \$ 417MM. La emisión de la ON Clase IV por \$130 MM, realizada por GMSA en Julio'15 mejoró la liquidez. FIX espera que la compañía continúe operando con un nivel de liquidez bajo.

Fondeo y flexibilidad financiera

En el pasado las subsidiarias de Albanesi S.A. han tenido acceso al mercado de capitales y a préstamos financieros de largo plazo para financiar sus inversiones. Asimismo Rafael G. Albanesi ha otorgado préstamos financieros a varias compañías del grupo incluyendo a Albanesi S.A. que se han utilizado para realizar las inversiones en las distintas compañías del grupo.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios correspondientes a Junio'15 han sido estimados anualizando las cifras semestrales.

Resumen Financiero - Albanesi					
(miles de ARS\$, año fiscal finalizado en Diciembre)					
Cifras consolidadas					
Período	NIIF jun-15	NCP 2014	NCP 2013	NCP 2012	NCP 2011
	6	12	12	12	12
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	207.640	358.587	223.664	207.691	151.085
Margen de EBITDA	26,0	30,9	20,5	16,7	18,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	31,9	28,9	48,0	54,0	38,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,0	9,0	4,0	14,6	(20,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	6,1	(6,4)	(243,2)	(34,4)	(12,8)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,0	3,4	3,3	3,3	3,6
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,9	2,5	1,9	1,7	2,0
EBITDA / Servicio de Deuda	0,7	0,9	0,6	0,6	0,6
FGO / Cargos Fijos	4,0	3,4	3,3	3,3	3,6
FFL / Servicio de Deuda	0,4	0,6	0,4	0,9	(0,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,5	0,7	0,5	0,9	(0,3)
FCO / Inversiones de Capital	1,2	1,4	1,3	4,2	0,5
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,9	2,0	2,0	1,7	2,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,6	2,6	3,6	3,2	4,4
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,4	2,5	3,5	3,1	4,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	5,1	0	0	3,2	4,4
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	4,8	0	0	3,1	4,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	13,5	17,5	19,8	17,9	14,5
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,4	0,3	0,3	0,3	0,2
Balance					
Total Activos	2.984.761	2.899.407	1.524.776	1.354.929	1.207.909
Caja e Inversiones Corrientes	60.533	33.915	34.247	26.690	22.252
Deuda Corto Plazo	417.014	273.733	256.521	226.930	161.383
Deuda Largo Plazo	649.605	673.631	559.335	439.688	504.675
Deuda Total	1.066.619	947.364	815.856	666.618	666.058
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.066.619	947.364	815.856	666.618	666.058
Deuda Fuera de Balance	0	0	0		
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.066.619	947.364	815.856	666.618	666.058
Total Patrimonio	718.918	711.090	15.439	50.344	58.913
Total Capital Ajustado	1.785.537	1.658.454	831.295	716.962	724.971
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	212.762	338.142	278.581	268.256	197.913
Variación del Capital de Trabajo	(32.115)	36.874	(98.512)	(30.657)	(3.908)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	180.647	375.016	180.069	237.599	194.005
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(146.927)	(270.102)	(136.777)	(56.910)	(361.692)
Dividendos	(1.809)	(49)	0		
Flujo de Fondos Libre (FFL)	31.911	104.865	43.292	180.689	(167.687)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	37.115	0		
Otras Inversiones, Neto	108	0	0	(558)	(894)
Variación Neta de Deuda	(12.442)	(150.737)	(36.834)	(175.926)	162.188
Variación Neta del Capital	0	0	1.101	233	4.052
Otros (Inversión y Financiación)	(12.526)	0	0		
Variación de Caja	7.051	(8.757)	7.559	4.438	(2.341)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	797.687	1.159.368	1.089.228	1.241.199	822.504
Variación de Ventas (%)	(3,0)	41,0	142,2	50,9	82,9
EBIT Operativo	154.804	264.669	174.985	160.071	107.774
Intereses Financieros Brutos	71.830	140.784	120.718	118.990	77.366
Alquileres					
Resultado Neto	21.798	(24.612)	(56.005)	(18.800)	(5.751)

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- 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
- FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)

Anexo III. Características del Instrumento

La compañía emitirá el siguiente instrumento bajo el programa de Obligaciones Negociables Simples por hasta U\$S 100.000.000 (o su equivalente en otras monedas).

Obligaciones Negociables Clase I por hasta \$ 50 millones, ampliable hasta \$ 70 millones.

Monto: hasta \$ 70 MM

Moneda: Pesos

Vencimiento: 24 meses desde la fecha de emisión.

Amortización: a los 18 meses desde fecha de emisión el 30% del capital, a los 21 meses el 30% y a los 24 meses el 40%.

Intereses: trimestrales, tasa BADLAR más margen de corte.

Garantías: aval provisto por Rafael G. Albanesi.

Anexo IV. 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, reunido el **9 de noviembre de 2015**, asignó en la **Categoría A(arg)** a la calificación del emisor otorgada a Albanesi S.A y a las Obligaciones Negociables Clase I por \$ 50 millones (ampliable hasta \$ 70 millones). La Perspectiva es negativa.

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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)".

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

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.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado.

Fuentes

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

- Balances auditados hasta 30/06/2015, provistos por la compañía.
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co. S.R.L
- Suplemento de Precio Preliminar de las ON Clase I provisto por la compañía el 28 de octubre 2015.

Las calificaciones antes señaladas fueron solicitadas por el emisor, o en su nombre, y por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (antes denominada Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A., cuyo cambio de denominación se encuentra en trámite de inscripción ante la Inspección General de Justicia) –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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial 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 factual 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 factual 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 independiente 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. En última instancia, 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 futuros 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 afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" 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. 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 contactos. 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 cualquier tipo. Las calificaciones 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 70.000 (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 150.000 (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 mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. 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.