

## Transportadora de Gas del Norte S.A. (TGN)

### Informe de Actualización

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Menor presión sobre la liquidez:** Consideramos que la mejora tarifaria de mayo de 2015 en el segmento de transporte de gas con destino local, contribuyó a aliviar la presión sobre la liquidez corriente de TGN. No obstante, la perspectiva es negativa dada la merma en las tenencias líquidas de la compañía, el creciente déficit operativo y los mayores costos asociados a su endeudamiento que, en su conjunto, redundan en una situación de estrés financiero, sin expectativas de una mejora inmediata dadas las actuales condiciones económicas y del negocio.

**Insostenible estructura de capital:** La capacidad de TGN para cumplir con el pago de intereses de la deuda se encuentra limitada por su débil perfil operativo. En marzo de 2015 la empresa reestructuró sus obligaciones negociables con vencimiento en 2017, ofreciendo una mayor tasa de interés a cambio del diferimiento en la cancelación del capital y la ampliación del período de capitalización de intereses, todo hasta 2016. Si bien entendemos que dicha transacción no resultó en una pérdida de valor para el acreedor, confirmó lo inviable de la estructura de capital de la compañía en el contexto actual de su negocio. En este sentido creemos que TGN podría enfrentar nuevas reestructuraciones de su deuda, ya que, desde septiembre del presente año, está obligada contractualmente a cancelar en efectivo parte de los intereses de sus obligaciones negociables a tasa incremental. Además, a dicha fecha quedaba un saldo de capital vencido e impago (USD 21,3 millones) relacionado con la reestructuración de pasivos llevada a cabo en 2012. Por tal razón, las obligaciones negociables Clases A y B se encuentran calificadas en Categoría D(arg).

**Débil perfil operativo:** El flujo de fondos de la empresa se encuentra significativamente afectado por una estructura tarifaria atrasada, elevadas tasas de inflación que presionan sus costos, restricciones a la exportación de gas, y un descalce de monedas entre los ingresos en pesos y la deuda denominada en dólares que se acentúa con la continua depreciación de la moneda local. Adicionalmente, la frágil situación financiera de las distribuidoras de gas, clientes de TGN, podría afectar el flujo de sus cobranzas. Para lo que resta de 2015, esperamos que la compañía continúe reportando un Flujo de Fondos Libre negativo en un contexto de déficit operativo.

**Marco regulatorio incierto:** Entre abril de 2014 y mayo de 2015, el Ente Nacional Regulador del Gas (ENARGAS) autorizó por primera vez desde 1999 incrementos en las tarifas de transporte de gas de alrededor del 100%. Sin embargo, dicho incremento no compensa totalmente el atraso tarifario que sufre la empresa y no se basa en una política racional y continua de ajustes de cara al futuro. Además, parte de los ingresos adicionales recibidos (un 20%) no son de libre disponibilidad, ya que solamente pueden ser destinados a financiar inversiones de capital.

**Calidad crediticia de las acciones:** Con un significativo nivel de presencia en las operaciones diarias del mercado, la acción de TGN presenta una liquidez media. No obstante, la calificación del instrumento se ve afectada por el deterioro de la generación de fondos de la compañía y refleja nuestra opinión de una limitada capacidad de repago de su deuda.

#### Sensibilidad de la Calificación

Dadas las actuales condiciones económicas y financieras de TGN, FIX podría adoptar una acción de calificación negativa ante un debilitamiento de la liquidez que comprometa la capacidad de la compañía para hacer frente a los compromisos asumidos en el corto plazo. Del mismo modo, un anuncio de reestructuración forzosa de pasivos que involucre una pérdida de valor para los acreedores podría resultar en una baja de calificación. No visualizamos una mejora de la calidad crediticia en el mediano plazo, aunque sería factible asignar una perspectiva estable si la exposición a los riesgos de liquidez e insolvencia no se amplifica en los próximos meses.

#### Liquidez y Estructura de Capital

En el primer semestre de 2015 la posición de caja e inversiones líquidas se redujo unos \$185 millones, mostrando una tendencia declinante continua. A pesar de la reciente recomposición tarifaria, esperamos que el plan de inversiones y el servicio de la deuda continúen presionando la liquidez de la empresa. Por otra parte, el descalce de monedas entre la deuda y los ingresos sigue afectando a una estructura de capital que evidencia un apalancamiento cada vez mayor.

#### Calificaciones

Emisor	CCC(arg)
ON por hasta USD 48,9 MM	CCC(arg)
ON por hasta USD 170,45 MM	CCC(arg)
ON Serie A por hasta USD 250 MM (2012)	D(arg)
ON Serie B por hasta USD 250 MM (2012)	D(arg)
Acciones Ordinarias	4

#### Perspectiva

Negativa

#### Resumen Financiero

(\$ miles)	30/06/15 Año Móvil	31/12/14 12 Meses
Total Activos	3.303.086	3.259.158
Total Deuda Financiera	1.945.460	1.769.478
Ingresos	653.454	571.944
EBITDA	Negativo	Negativo
EBITDA (%)	Negativo	Negativo
Deuda Neta/EBITDA	Negativo	Negativo
EBITDA/Intereses	Negativo	Negativo

#### Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores](#)

[FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO](#)

#### Analistas

**Analista Principal**  
 Patricio Bayona  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8124  
[patricio.bayona@fixscr.com](mailto:patricio.bayona@fixscr.com)

**Analista Secundario**  
 Gabriela Curutchet  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

## Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de enero de 2013, y en forma comparativa con el ejercicio anterior, TGN ha adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF). Por ese motivo, las cifras no son comparables con años anteriores.

La Deuda Total Ajustada incorpora los pasivos financieros de la compañía y otros conceptos como provisiones para juicios laborales, civiles y contenciosos.

### Resumen Financiero - Transportadora de Gas del Norte S.A.

(millones de ARS; año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD (Cierre)

Norma Contable

Período

	9,10	8,57	6,53	4,93	4,31
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NCP
	<u>jun-15</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>	<u>2012</u>	<u>2011</u>
	Año Móvil	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>(127.411)</b>	<b>(109.792)</b>	<b>(4.600)</b>	<b>84.859</b>	<b>75.762</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>(19,5)</b>	<b>(19,2)</b>	<b>(1,0)</b>	<b>17,3</b>	<b>18,6</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	9,5	18,5	17,3	23,5	12,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	(48,1)	(17,6)	40,6	55,1	32,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(30,4)	(26,8)	2,7	22,6	N/A
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,0	4,2	5,4	3,9	1,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(1,0)	(0,9)	(0,1)	0,6	0,4
EBITDA / Servicio de Deuda	(1,0)	(0,5)	(0,0)	0,4	0,0
FGO / Cargos Fijos	2,0	4,2	5,4	3,9	1,9
FFL / Servicio de Deuda	(1,4)	0,1	2,0	1,8	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,6	3,0	6,8	3,8	0,5
FCO / Inversiones de Capital	(0,7)	(0,1)	1,4	7,0	1,4
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	7,7	3,7	3,3	2,3	5,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(15,3)	(16,1)	(289,4)	13,5	25,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(12,2)	(10,8)	(147,3)	8,3	17,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	(16,0)	(17,0)	(307,6)	14,5	26,6
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	(12,9)	(11,7)	(165,4)	9,3	18,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,2	7,6	6,4	9,0	N/A
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,0	0,0	0,0	0,1	1,0
<b>Balance</b>					
Total Activos	3.303.086	3.259.158	3.137.884	2.835.556	3.245.999
Caja e Inversiones Corrientes	389.625	584.236	653.833	443.185	657.234
Deuda Corto Plazo	0	83.548	58.200	87.192	1.942.330
Deuda Largo Plazo	1.945.460	1.685.930	1.273.044	1.057.237	0
<b>Deuda Total</b>	<b>1.945.460</b>	<b>1.769.478</b>	<b>1.331.244</b>	<b>1.144.429</b>	<b>1.942.330</b>
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>1.945.460</b>	<b>1.769.478</b>	<b>1.331.244</b>	<b>1.144.429</b>	<b>1.942.330</b>
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	89.835	93.980	83.543	89.594	75.282
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>2.035.295</b>	<b>1.863.458</b>	<b>1.414.787</b>	<b>1.234.023</b>	<b>2.017.612</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>738.454</b>	<b>829.559</b>	<b>1.086.184</b>	<b>1.057.308</b>	<b>842.695</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>2.773.749</b>	<b>2.693.017</b>	<b>2.500.971</b>	<b>2.291.331</b>	<b>2.860.307</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
<b>Flujo Generado por las Operaciones (FGO)</b>	<b>130.084</b>	<b>380.758</b>	<b>352.315</b>	<b>399.121</b>	<b>164.036</b>
Variación del Capital de Trabajo	(253.167)	(389.783)	(236.761)	(63.634)	(80.362)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>(123.083)</b>	<b>(9.025)</b>	<b>115.554</b>	<b>335.487</b>	<b>83.674</b>
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(20.751)	29.147	163.880	(16.254)	108.444
Inversiones de Capital	(170.548)	(120.733)	(82.864)	(48.248)	(61.150)
Dividendos	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(314.382)</b>	<b>(100.611)</b>	<b>196.570</b>	<b>270.985</b>	<b>130.968</b>
Otras Inversiones (Neto)	(23.070)	(30.402)	7.770	101.500	(240.793)
Variación Neta de Deuda	(11.808)	(62.168)	(10.033)	(485.307)	0
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	2.317	4.758	(16.743)	(13.097)	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>(346.943)</b>	<b>(188.423)</b>	<b>177.564</b>	<b>(125.919)</b>	<b>(109.825)</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
<b>Ventas Netas</b>	<b>653.454</b>	<b>571.944</b>	<b>483.907</b>	<b>491.681</b>	<b>406.924</b>
Variación de Ventas (%)	14,3	18,2	(1,6)	20,8	N/A
<b>EBIT Operativo</b>	<b>(268.835)</b>	<b>(247.666)</b>	<b>(139.170)</b>	<b>(53.902)</b>	<b>(55.342)</b>
Intereses Financieros Brutos	133.607	118.269	79.353	138.691	179.384
<b>Resultado Neto</b>	<b>(238.410)</b>	<b>(256.625)</b>	<b>28.876</b>	<b>214.613</b>	<b>(135.931)</b>

## Anexo II. Glosario

- 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.
- EBITDA: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres Devengados.
- MM: Millones.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

## Anexo III. Características de los Instrumentos

### **Obligaciones Negociables por hasta USD 48,9 millones.**

*Resumen de términos y condiciones originales:* Bono emitido el 21 de diciembre de 2012 por USD 29,3 millones como parte del proceso de reestructuración de deuda de TGN. El título, cuyo vencimiento tendrá lugar el 21 de diciembre de 2017, devenga una tasa de interés del 7,0% anual. La empresa tiene la opción de capitalizar la totalidad de los intereses en los primeros 2 años. El capital será amortizado en 3 cuotas anuales equivalentes al 33,3% del capital original a partir del tercer año; la última cuota incluirá los intereses capitalizados durante los primeros 2 años. Las Obligaciones Negociables podrán ser canceladas, a opción exclusiva de la compañía, en dólares estadounidenses o en pesos al tipo de cambio vigente, y se registrarán por la ley Argentina.

*Resumen de términos y condiciones (modificación aprobada por la Asamblea de Tenedores de Obligaciones Negociables a 5 años de fecha 26 de marzo de 2015):* El vencimiento del título tendrá lugar el 21 de diciembre de 2017. El capital se amortizará de la siguiente manera: (i) el 33,33% en el cuarto aniversario de la fecha de emisión; y (ii) el 66,67% en el quinto aniversario de la fecha de emisión. Las Obligaciones Negociables devengarán intereses, a partir de la fecha de emisión y hasta el 31 de diciembre de 2014, a una tasa del 7,0% anual; y a partir del 1 de enero de 2015, a una tasa del 9,0% anual. A opción de TGN, el 100% de los intereses que se devenguen hasta el mes 48 inclusive contado a partir de la fecha de emisión podrán ser capitalizados, sumando todos esos intereses devengados e impagos a la segunda y última cuota de amortización del instrumento.

### **Obligaciones Negociables a Tasa Incremental por hasta USD 170,45 millones.**

Bono emitido el 22 de agosto de 2012 por USD 150,07 millones como parte del proceso de reestructuración de deuda de TGN. El título, cuyo vencimiento tendrá lugar el 22 de agosto de 2019, devenga una tasa de interés anual del 3,5% para los años 1 y 2, del 7,0% para los años 3 y 4, y del 9,0% para los años 5 a 7. La empresa tiene la opción de capitalizar la totalidad de los intereses en los primeros 3 años y una porción de los mismos en el cuarto año. El capital será amortizado íntegramente al vencimiento.

### **Obligaciones Negociables Serie A por hasta USD 250 millones (emitidas bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta USD 500 millones).**

Las Obligaciones Negociables Serie A se encuentran en incumplimiento desde diciembre de 2008. Las mismas fueron emitidas como resultado de la reestructuración de deuda de TGN realizada el 29 de septiembre de 2006 y su vencimiento final operó el 31 de diciembre de 2012. El esquema de amortización anual de estos bonos era del 9,0% en 2005, 12,0% en 2006 y 2007, 13,5% en 2008 y 2009, 15,0% en 2010 y 2011, y 10,0% en 2012. La tasa de interés anual se acordó en 6,0% para 2005, 6,5% para los años 2006 a 2010, y 7,5% para 2011 y 2012. Los intereses eran pagaderos trimestralmente, en dólares estadounidenses, a partir de la fecha de canje (29 de septiembre de 2006). El saldo de capital impago al 30 de septiembre de 2015 era de USD 98.

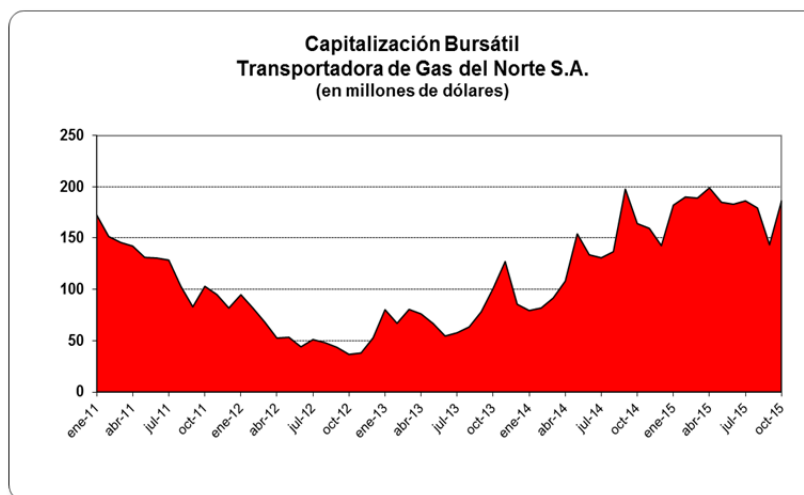
**Obligaciones Negociables Serie B por hasta USD 250 millones (emitidas bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta USD 500 millones).**

Las Obligaciones Negociables Serie B se encuentran en incumplimiento desde diciembre de 2008. Las mismas fueron emitidas como resultado de la reestructuración de deuda de TGN realizada el 29 de septiembre de 2006 y su vencimiento final operó el 31 de diciembre de 2012. El esquema de amortización contemplaba un único pago a la fecha de vencimiento. Se acordó una tasa de interés anual incremental del 7,0% para 2005, 7,5% para 2006 y 2007, 8,0% para 2008 y 2009, 9,0% para 2010, 9,5% para 2011 y 10,0% para 2012. Los intereses eran pagaderos trimestralmente, en dólares estadounidenses, a partir de la fecha de canje (29 de septiembre de 2006). Estos bonos podían cancelarse anticipadamente una vez que se hubieran repagado en su totalidad las Obligaciones Negociables Serie A. El saldo de capital impago al 30 de septiembre de 2015 era de USD 21.246.

## ANEXO IV. Acciones

TGN cotiza 87.874.754 de sus acciones ordinarias (20% del capital social), de valor nominal \$1 y con derecho a un voto por acción, en la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA). Dichas acciones fueron emitidas como parte del proceso de reestructuración de deuda finalizado en septiembre de 2006 y comenzaron a cotizar en la BCBA el 7 de noviembre del mismo año.

La valor de mercado de la compañía al 31 de octubre de 2015 era de alrededor de USD 185 millones. El siguiente cuadro detalla la evolución de la capitalización bursátil en los últimos años:



**Presencia**

En el período de 12 meses a octubre de 2015, la acción de la empresa mantuvo una presencia del 100% sobre el total de ruedas en las que operó el mercado.

**Rotación**

Al considerar la cantidad de acciones negociadas durante el citado período, el instrumento registró una rotación de aproximadamente 28% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en torno al 4%.

**Participación**

En el año móvil a octubre de 2015 el volumen negociado de la acción fue de \$89,4 millones, con una participación sobre el total negociado en el mercado del 0,2%.

En conclusión, consideramos que la acción de TGN cuenta con una liquidez **MEDIA**.

Si bien las acciones presentan una liquidez media, la calificación de las mismas se ve afectada por el debilitamiento de la generación de fondos de la compañía, que esperamos persista en ausencia de cambios regulatorios que adecuen las tarifas. La **Categoría 4** asignada refleja principalmente nuestra opinión de una limitada capacidad de repago de la deuda.

## Anexo V. 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 **5 de noviembre de 2015** confirmó (\*) en **Categoría CCC(arg)** la calificación de Emisor de Transportadora de Gas del Norte S.A. y de los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables por hasta USD 48,9 millones.
- Obligaciones Negociables por hasta USD 170,45 millones.

Las calificaciones cuentan con un Perspectiva **Negativa**.

Asimismo, el Consejo de Calificación de FIX confirmó (\*) en **Categoría D(arg)** la calificación de los siguientes instrumentos:

- Obligaciones Negociables Serie A por hasta USD 250 millones (2012).
- Obligaciones Negociables Serie B por hasta USD 250 millones (2012).

**Categoría CCC(arg):** "CCC" nacional implica un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible en el entorno económico y de negocios.

**Categoría D(arg):** Indica una entidad que ha incumplido (default) respecto de todas sus obligaciones financieras. Default generalmente se define como una de las siguientes: fracaso de un emisor de realizar pagos puntuales de principal o intereses bajo los términos contractuales de cualquier obligación financiera; proceso de bancarrota, administración de quiebra, liquidación o cesación de los negocios del emisor; o canjes bajo estrés u otro tipo de canje forzado de obligaciones, donde se ofrece a los acreedores títulos con términos estructurales o económicos disminuidos comparados con las obligaciones existentes.

Las calificaciones de default no se asignan prospectivamente; dentro de este contexto, el no pago de un instrumento que contiene cláusulas de diferimiento o período de gracia no será considerado default hasta que haya expirado dicho diferimiento o período de gracia.

El default se determina por referencia a los términos de la documentación de la emisión. Se asignará una calificación de default donde se determine razonablemente que el pago no ha sido cumplido respecto de una obligación de acuerdo a los requerimientos de la documentación original de la emisión, o si considera que la calificación de default consistente con las definiciones de default publicadas en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) es la calificación más apropiada.

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

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

La 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.

Por otra parte, en base al análisis efectuado sobre la capacidad de generación de fondos de la empresa y la liquidez de sus acciones en el mercado, se confirmó (\*) la calificación de las Acciones Ordinarias en **Categoría 4**.

**Categoría 4:** Acciones de baja calidad. Se trata de acciones que cuentan con una media liquidez y cuyos emisores presentan una baja capacidad de generación de fondos.



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 Fondo y Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y Calidad de los Accionistas. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 30 de octubre de 2014 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar), y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio y Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

*(\*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior e igual a la que se publica en el presente dictamen.*

## Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)):

- Estados financieros anuales consolidados hasta el 31-12-2014 y desde el 31-12-2011 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: Price Waterhouse & Co. S.R.L.).
- Estados financieros intermedios condensados hasta el 30-06-2015 y desde el 30-06-2014 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: Price Waterhouse & Co. S.R.L.).
- Prospecto del Programa para la emisión de Obligaciones Negociables por un monto máximo de hasta USD 500 millones de fecha 14 de septiembre de 2006.
- Prospecto del Programa para la emisión de Obligaciones Negociables por un monto máximo de hasta USD 400 millones de fecha 18 de julio de 2008 (y actualizaciones).
- Suplemento de Prospecto de las Obligaciones Negociables Series A y B por un monto de hasta USD 121,97 millones y USD 99,04 millones respectivamente, de fecha 14 de septiembre de 2006.
- Suplemento de Prospecto de las Obligaciones Negociables a Tasa Incremental y Obligaciones Negociables en Protección de Reclamos por un monto de hasta USD 111,41 millones y USD 21,98 millones respectivamente, de fecha 21 de agosto de 2012.
- Suplemento de Prospecto de las Obligaciones Negociables a Cinco Años por un monto de USD 29,31 millones de fecha 18 de diciembre de 2012.

**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 (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 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 afirmó 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 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 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.