

## Petrolera Pampa S.A. (PEPASA)

### Informe de Actualización

#### Calificaciones

Emisor	BBB+(arg)
ON Clase 1 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 50 MM	BBB+(arg)
ON Clase 2 por hasta USD 65 MM	BBB+(arg)
ON Clase 4 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 5 MM (ampliable hasta USD 34 MM)	BBB+(arg)
ON Clase 5 por hasta USD 5 MM (ampliable hasta USD 34 MM)	BBB+(arg)
ON Clase 6 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 5 MM (ampliable hasta USD 10 MM)	BBB+(arg)
VCP Clase 11 por hasta \$40 MM (ampliable hasta el equivalente en pesos a USD 16 MM)	A2(arg)
VCP Clase 12 por hasta el equivalente en pesos a USD 5 MM (ampliable hasta el equivalente en pesos a USD 20 MM)	A2(arg)

#### Perspectiva

Positiva

#### Resumen Financiero

(\$ miles)	30/06/15 Año Móvil	31/12/14 12 Meses
Total Activos	2.129.890	1.489.301
Total Deuda Financiera	1.520.445	1.075.265
Ingresos	536.927	356.796
EBITDA	468.101	266.365
Margen EBITDA (%)	87,2	74,7
Deuda Neta/EBITDA	2,2	2,2
EBITDA/Intereses	2,0	1,5

#### 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)

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Mejora significativa de las medidas operacionales:** La entrada en producción de los activos petrolíferos operados por YPF en Rincón del Mangrullo (RdM), contribuyó sensiblemente a la mejora del resultado operativo de la empresa. En 2014, la madurez de las inversiones contempladas en la primera fase del acuerdo que rige entre las compañías sobre esta área, le permitió a PEPASA alcanzar una producción y reservas probadas de 1.428 kBOE y 15.061 kBOE respectivamente, evidenciando un fuerte crecimiento respecto de 2013. Esperamos que la empresa continúe mejorando su desempeño operativo en la medida que avance el plan de inversiones comprometido. La reciente ampliación de la asociación con YPF en RdM respalda nuestra expectativa.

**Desempeño correlacionado con acuerdos de inversión:** PEPASA acordó inversiones con YPF y Petrobras en áreas de explotación no convencionales. La producción derivada de dichos acuerdos ha avanzado conforme al objetivo de la compañía, que cuenta además con desarrollos exploratorios marginales en el área Senillosa. Las inversiones en áreas exploratorias serían financiadas mayormente con el Flujo de Caja Operativo o aportes de capital.

**Agresivo plan de inversiones con moderado apalancamiento:** En 2014, PEPASA realizó inversiones en torno a USD 70 millones principalmente relacionadas con el acuerdo con YPF. Para 2015, la empresa contempla desembolsar gastos de capital cercanos a USD 150 millones (en su mayoría dirigidos a la explotación del área RdM). La compañía haría frente a estas inversiones con una combinación de tenencias líquidas, generación de fondos propia y deuda incremental. Si bien esperamos un mayor nivel de endeudamiento, creemos que el apalancamiento seguirá siendo moderado con una relación de Deuda Neta/EBITDA inferior a 2,5x en todo momento.

**Riesgo regulatorio:** Los precios en el sector de hidrocarburos se encuentran altamente regulados. Además, una parte significativa de las cobranzas de la empresa están dirigidas a Central Térmica Loma de la Lata (CTLL) y Central Térmica Güemes (CTG), que a su vez dependen de los pagos de CAMMESA para cancelar sus deudas comerciales con PEPASA. Cualquier cambio normativo relacionado con el plan de incentivos a la inyección excedente de gas natural o con el mecanismo de soporte del Gobierno hacia CAMMESA, podría afectar el flujo de fondos de la compañía.

**Bajo riesgo de volumen y precio:** La producción de gas vinculada a los acuerdos de inversión con YSUR y Petrobras Argentina está contractualmente vendida a 2 empresas del grupo, CTLL [calificada por FIX en A-(arg)] y CTG [A(arg)]. El precio de venta del gas de la compañía fue aprobado por la SE bajo el Programa Gas Plus, a precios que oscilan alrededor de USD 5 por millón de BTU. Además, PEPASA se beneficia del Programa de Estímulo a la Inyección Excedente de Gas Natural que garantiza un precio final de hasta USD 7,5 por millón de BTU para las empresas que califican dentro de dicho programa. A junio de 2015 (año móvil), los ingresos relacionados con la compensación por inyección de gas excedente alcanzaron unos USD 25 millones.

#### Sensibilidad de la Calificación

Podríamos subir las calificaciones de PEPASA si la empresa lograra implementar con éxito su plan de inversiones (especialmente en el proyecto que comparte con YPF en la formación Mulichinco), manteniendo un moderado perfil de riesgo operativo (diversificación de activos y desarrollo de reservas) y financiero, consolidando su generación de fondos y conservando de manera sostenida un indicador de Deuda Neta/EBITDA por debajo de 2,0x.

La baja de las calificaciones provendría de: (i) niveles de producción o precios de venta de gas (incluyendo la compensación por inyección excedente) por debajo de lo esperado, que deriven en un aumento del apalancamiento que resulte en un indicador de Deuda Neta/EBITDA superior a 2,5x; (ii) un cambio en la estrategia de la compañía que contemple prolongar las inversiones en exploración en detrimento del desarrollo de reservas probadas; o (iii) un importante retraso en los plazos de cobranza como consecuencia de mayores demoras (o cesación) en los pagos a la industria por parte de CAMMESA.

#### Liquidez y Estructura de Capital

En el año móvil a junio de 2015, los indicadores de endeudamiento y cobertura de PEPASA se mantuvieron conforme a lo esperado, con una relación de Deuda Neta/EBITDA levemente superior a 2,0x y una cobertura de intereses con el Flujo Generado por las Operaciones cercana a 2,0x. A dicha fecha, la compañía contaba con una posición de caja e inversiones líquidas de alrededor de \$470 millones que, junto con deuda incremental, aplicaría al financiamiento de las inversiones comprometidas.

## Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de enero de 2012, y en forma comparativa con el ejercicio anterior, PEPASA ha adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

La Deuda Total Ajustada incorpora los pasivos financieros de la compañía y otros conceptos como provisiones por desmantelamiento de pozos y aquellas relacionadas con contingencias.

### Resumen Financiero - Petrolera Pampa S.A.

(miles de ARS; año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD (Cierre)	9,10	8,57	6,53	4,93	4,31
Norma Contable	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	jun-15	2014	2013	2012	2011
	Año Móvil	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>468.101</b>	<b>266.365</b>	<b>111.140</b>	<b>42.883</b>	<b>14.237</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>87,2</b>	<b>74,7</b>	<b>69,0</b>	<b>43,2</b>	<b>27,6</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	25,8	23,5	22,5	41,7	21,0
Margen del Flujo de Fondos Libre	(172,9)	(130,3)	(86,7)	(67,6)	(131,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	45,3	50,6	69,4	(35,1)	N/A
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,0	1,8	2,0	3,1	3,7
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,0	1,5	1,9	2,0	2,6
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	0,6	0,5	0,3	0,2
FGO / Cargos Fijos	2,0	1,8	2,0	3,1	3,4
FFL / Servicio de Deuda	(0,7)	(0,7)	(0,3)	(0,3)	(1,0)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,2)	0,5	0,6	(0,2)	(0,7)
FCO / Inversiones de Capital	(0,1)	0,2	(0,3)	(0,7)	(1,4)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,2	3,4	3,8	2,1	3,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,2	4,0	4,0	3,2	5,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,2	2,2	2,0	2,9	3,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	18,3	22,8	20,1	20,5	N/A
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,5	0,2	0,4	1,0	0,8
<b>Balance</b>					
Total Activos	2.129.890	1.489.301	560.698	197.544	182.097
Caja e Inversiones Corrientes	469.840	497.483	221.927	12.893	22.817
Deuda Corto Plazo	684.670	263.791	186.596	131.719	54.889
Deuda Largo Plazo	835.775	811.473	257.700	6.700	16.000
<b>Deuda Total</b>	<b>1.520.445</b>	<b>1.075.265</b>	<b>444.295</b>	<b>138.419</b>	<b>70.889</b>
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>1.520.445</b>	<b>1.075.265</b>	<b>444.295</b>	<b>138.419</b>	<b>70.889</b>
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	15.027	2.695	1.833	882	293
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>1.535.472</b>	<b>1.077.959</b>	<b>446.128</b>	<b>139.301</b>	<b>71.182</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>314.787</b>	<b>257.425</b>	<b>74.158</b>	<b>21.091</b>	<b>30.061</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>1.850.260</b>	<b>1.335.384</b>	<b>520.286</b>	<b>160.392</b>	<b>101.243</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
<b>Flujo Generado por las Operaciones (FGO)</b>	<b>238.048</b>	<b>139.402</b>	<b>58.222</b>	<b>45.180</b>	<b>15.065</b>
Variación del Capital de Trabajo	(301.751)	(50.675)	(88.052)	(73.071)	(54.136)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>(63.703)</b>	<b>88.726</b>	<b>(29.830)</b>	<b>(27.891)</b>	<b>(39.071)</b>
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	11.000	11.000	0	0	0
Inversiones de Capital	(875.386)	(564.658)	(109.721)	(39.215)	(28.696)
Dividendos	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(928.088)</b>	<b>(464.931)</b>	<b>(139.550)</b>	<b>(67.106)</b>	<b>(67.767)</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos (Neto)	0	0	247	0	0
Otras Inversiones (Neto)	588.252	(109.715)	(175.739)	19.349	0
Variación Neta de Deuda	367.624	537.038	285.196	45.065	72.892
Variación Neta de Capital	0	98.998	20.000	10.000	15.000
Otros (Inversión y Financiación)	(43)	(43)	0	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>27.744</b>	<b>61.345</b>	<b>(9.846)</b>	<b>7.308</b>	<b>20.125</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
<b>Ventas Netas</b>	<b>536.927</b>	<b>356.796</b>	<b>160.997</b>	<b>99.299</b>	<b>51.585</b>
Variación de Ventas (%)	50,5	121,6	62,1	92,5	N/A
<b>EBIT Operativo</b>	<b>250.772</b>	<b>134.910</b>	<b>67.011</b>	<b>8.777</b>	<b>(1.446)</b>
Intereses Financieros Brutos	237.709	173.504	58.481	21.474	5.516
<b>Resultado Neto</b>	<b>129.517</b>	<b>83.919</b>	<b>33.067</b>	<b>(8.970)</b>	<b>(5.805)</b>

## Anexo II. Glosario

- BOE: Sigla en inglés para Barriles Equivalentes de Petróleo.
- CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico. Ente regulador que administra el mercado eléctrico mayorista argentino. Sus principales funciones incluyen la operación y despacho de la generación eléctrica y el cálculo de precios en el mercado al contado, la operación en tiempo real del sistema eléctrico y la administración de las operaciones comerciales en el mercado eléctrico.
- 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.
- SE: Secretaría de Energía.
- Servicio de Deuda: Intereses Fcieros. Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

## Anexo III. Características de los Instrumentos

### **Obligaciones Negociables Clase 1 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 50 millones.**

Valor nominal: \$254.810.000 (equivalentes a USD 47.546.276 al tipo de cambio inicial).

Fecha de emisión: 28 de junio de 2013.

Amortización y vencimiento: El capital se amortizará en un solo pago el 28 de junio de 2016.

Intereses: Badlar + 300 puntos básicos. Pago de intereses trimestral.

### **Obligaciones Negociables Clase 2 por hasta USD 65 millones.**

Valor nominal: \$525.362.500 (equivalentes a USD 65.000.000 al tipo de cambio inicial).

Fecha de emisión: 6 de junio 2014.

Amortización y vencimiento: El capital se amortizará en un solo pago el 6 de junio de 2017.

Intereses: Badlar + 0 puntos básicos. Pago de intereses trimestral.

### **Obligaciones Negociables Clase 4 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 5 millones (ampliable hasta USD 34 millones).**

Valor nominal: \$51.027.777 (equivalente a USD 5.864.722 al tipo de cambio inicial).

Fecha de emisión: 26 de febrero de 2015.

Amortización y vencimiento: El capital se amortizará en un solo pago el 26 de agosto de 2016.

Intereses: Las Obligaciones Negociables devengan intereses trimestralmente a una tasa fija del 27,48% durante los primeros 9 meses desde la fecha de emisión y, luego, a una tasa variable (Badlar + 500 puntos básicos) hasta su vencimiento.

### **Obligaciones Negociables Clase 5 por hasta USD 5 millones (ampliable h/ USD 34 millones).**

Valor nominal: USD 18.549.000 (equivalente a \$161.391.139 al tipo de cambio inicial).

Fecha de emisión: 26 de febrero de 2015.

Amortización y vencimiento: El capital se amortizará en un solo pago el 26 de noviembre de 2016.

Intereses: Las Obligaciones Negociables devengan intereses trimestralmente a una tasa fija del 5,00%.

### **Obligaciones Negociables Clase 6 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 5 millones (ampliable hasta USD 10 millones).**

Valor nominal: \$49.870.000 (equivalente a USD 5.611.062 al tipo de cambio inicial).

Fecha de emisión: 30 de abril de 2015.

Amortización y vencimiento: El capital se amortizará en un solo pago el 30 de octubre de 2016.

Intereses: Las Obligaciones Negociables devengan intereses trimestralmente a una tasa fija del 27,25% durante los primeros 9 meses desde la fecha de emisión y, luego, a una tasa variable (Badlar + 450 puntos básicos) hasta su vencimiento.

**Valores de Corto Plazo Clase 11 por hasta \$40 millones (ampliable hasta el equivalente en pesos de USD 16 millones).**

Valor nominal: \$89.940.000 (equivalente a USD 10.336.981 al tipo de cambio inicial).

Fecha de emisión: 26 de febrero de 2015.

Amortización y vencimiento: El capital se amortizará en un solo pago el 21 de febrero de 2016.

Intereses: Los VCP devengan intereses trimestralmente a una tasa fija del 28,00%.

**Valores de Corto Plazo Clase 12 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 5 millones (ampliable hasta USD 20 millones).**

Valor nominal: \$137.000.000 (equivalente a USD 15.414.388 al tipo de cambio inicial).

Fecha de emisión: 30 de abril de 2015.

Amortización y vencimiento: El capital se amortizará en un solo pago el 24 de abril de 2016.

Intereses: Los VCP devengan intereses trimestralmente a una tasa fija del 28,50%.

## 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 (afilada de Fitch Ratings), en adelante FIX, realizado el **9 de noviembre de 2015** confirmó (\*) en **Categoría BBB+(arg)** la calificación de Emisor de Petrolera Pampa S.A. y de los siguientes instrumentos de largo plazo emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 1 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 50 millones.
- Obligaciones Negociables Clase 2 por hasta USD 65 millones.
- Obligaciones Negociables Clase 4 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 5 millones (ampliable hasta USD 34 millones).
- Obligaciones Negociables Clase 5 por hasta USD 5 millones (ampliable hasta USD 34 millones).
- Obligaciones Negociables Clase 6 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 5 millones (ampliable hasta USD 10 millones).

Las calificaciones cuentan con una Perspectiva **Positiva**.

Asimismo, se confirmaron (\*) en **Categoría A2(arg)** las calificaciones de los siguientes instrumentos de corto plazo emitidos por la empresa:

- Valores de Corto Plazo Clase 11 por hasta \$40 millones (ampliable hasta el equivalente en pesos de USD 16 millones).
- Valores de Corto Plazo Clase 12 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 5 millones (ampliable hasta USD 20 millones).

**Categoría BBB(arg):** "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

**Categoría A2(arg):** Indica una satisfactoria capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, el margen de seguridad no es tan elevado como en la categoría superior.

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.

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

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 16 de abril de 2015 disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.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 hasta el 31-12-2014 y desde el 31-12-2011 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: PRICE WAERHOUSE & CO. S.R.L.).
- Estados financieros condensados intermedios hasta el 30-06-2015 y desde el 30-06-2014 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: PRICE WAERHOUSE & CO. S.R.L.).
- Prospecto del Programa de Obligaciones Negociables Simples (No Convertibles en Acciones) por hasta USD 250 millones (o su equivalente en otras monedas) de fecha 10 de julio de 2015 (segunda ampliación del Programa original de Obligaciones Negociables por hasta USD 100 millones de fecha 14 de junio de 2013).
- Prospecto del Programa Global de Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo por hasta USD 70 millones (o su equivalente en otras monedas) de fecha 10 de julio de 2015 (última ampliación del Programa original de Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo por hasta \$200 millones, o su equivalente en otras monedas, de fecha 20 de septiembre de 2011).
- Suplemento de Prospecto de las Obligaciones Negociables Clases 1 y 2 por hasta un V/N de USD 50 millones y Clase 3 por hasta un V/N de USD 15 millones, de fecha 14 de junio de 2013.
- Suplemento de Prospecto de las Obligaciones Negociables Clases 2 y 3 por hasta USD 65 millones de fecha 28 de mayo de 2014.
- Suplemento de Prospecto de las Obligaciones Negociables Clases 4 y 5 por hasta USD 5 millones (ampliable hasta USD 34 millones) de fecha 13 de febrero de 2015.
- Suplemento de Prospecto de las Obligaciones Negociables Clase 6 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 5 millones (ampliable hasta USD 10 millones) de fecha 21 de abril de 2015.
- Prospecto Informativo Especial de los Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo Clase 11 por hasta \$40 millones (ampliable hasta el equivalente en pesos de USD 16 millones) de fecha 13 de febrero de 2015.
- Prospecto Informativo Especial de los Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo Clase 12 por hasta un V/N en pesos equivalente a USD 5 millones (ampliable hasta USD 20 millones) de fecha 21 de abril de 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 (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 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.