

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

Informe de Actualización

Factores Relevantes de la Calificación

Cambios normativos de fondo: El 2 de mayo del corriente año, FIX subió las calificaciones de TGN hasta "**B-(arg)**" desde "**CCC(arg)**" y revisó la perspectiva de las mismas a "**Estable**" desde "**Negativa**", luego que el Gobierno Nacional anunciara ciertas medidas concretas tendientes a normalizar la situación financiera del sector en el que opera. Por medio de la *Resolución 31/2016 del Ministerio de Energía y Minería*, se estableció el plazo de un año para arribar a una revisión tarifaria integral (RTI) que le otorgue mayor previsibilidad al negocio de las empresas que brindan servicios de transporte y distribución de gas natural. Asimismo, a través de la *Resolución 1/3723 ENARGAS* definió un cuadro tarifario de transición (aplicable desde abril del presente año) hasta tanto se alcance la RTI, que le permitiría a las compañías cubrir sus costos operativos y ejecutar las obras necesarias para garantizar la sustentabilidad y calidad del servicio.

Incertidumbre sobre el impacto del nuevo cuadro tarifario: Si bien esperamos que el cuadro tarifario de transición conlleve una mejora en la situación económica y financiera de TGN, el impacto real sobre la rentabilidad y la calidad crediticia de la empresa dependerá en gran medida del comportamiento de la demanda frente a los incrementos en la tarifa y de la evolución de la cobranza. La mejora en la remuneración del servicio implica un fortalecimiento del perfil operativo de la compañía. No obstante, el flujo de fondos continua afectado por diversos factores entre los que se destacan el demandante cronograma de inversiones acordado con las autoridades, las elevadas tasas de inflación que presionan la estructura de costos, la vigencia de las restricciones a la exportación de gas natural, y el descalce de monedas entre los ingresos en pesos y la deuda denominada en dólares que se acentuó con el salto devaluatorio de la moneda local en diciembre pasado.

Elevados compromisos de inversión: El nuevo cuadro tarifario prevé la ejecución de un plan de inversiones obligatorio, que en el caso de TGN alcanza un monto anual de \$1.041 millones. Además, la *Resolución N° 1/3723* establece sanciones para el caso de incumplimientos en la ejecución del mencionado plan. FIX considera que las inversiones comprometidas limitarán la generación de flujo de fondos libre en el corto plazo, planteando un desafío en vistas de los vencimientos de deuda de los próximos 2 años por unos USD 57 millones (incluye intereses).

Calidad crediticia de las acciones: La calificación de las acciones ordinarias de TGN incorpora la mayor capacidad de generación de fondos derivada de un aumento de tarifas cercano a 290%, aunque entendemos que la misma es aún baja en relación con las obligaciones contractuales asumidas por la compañía y no alcanza a despejar el riesgo de refinanciación que incluyen sus calificaciones. Por otro lado, con un significativo nivel de presencia en las operaciones diarias del mercado, la acción presenta una alta liquidez.

Sensibilidad de la Calificación

La perspectiva "**Estable**" refleja nuestra expectativa de que la compañía realice las inversiones pactadas a la vez que cumpla con el pago de su deuda financiera, al menos durante 2016.

FIX podría adoptar una acción de calificación negativa ante un debilitamiento de la liquidez que limite la capacidad de TGN 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.

Una suba en la calificación podría darse ante una evolución positiva de los cambios regulatorios recientemente anunciados, tanto sobre la rentabilidad de la empresa como sobre la previsibilidad de su flujo de fondos.

Liquidez y Estructura de Capital

Al 31 de marzo de 2016, la entidad exhibía una posición de caja e inversiones líquidas de unos USD 18 millones, suficiente para cubrir el 80% del servicio de deuda de los siguientes 12 meses. A pesar de la reciente recomposición tarifaria, esperamos que el plan de inversiones y el pago de la deuda continúen presionado la liquidez de TGN. Por otra parte, el descalce de monedas entre la deuda y los ingresos sigue afectando a una estructura de capital que evidencia un grado de apalancamiento cada vez mayor.

Actualmente, existe un saldo de capital vencido e impago (USD 21,3 miles) relacionado con la reestructuración de pasivos llevada a cabo en 2012. Por tal razón, las *Obligaciones Negociables Series A y B* se encuentran en *default*.

Calificaciones

Emisor	B-(arg)
ON por hasta USD 48,9 MM	B-(arg)
ON por hasta USD 170,45 MM	B-(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	3

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ miles)	31/03/16 Año Móvil	31/12/15 12 Meses
Total Activos	4.124.001	3.875.430
Deuda Total	3.259.903	2.861.346
Ventas Netas	788.506	750.828
EBITDA Operativo	Negativo	Negativo
EBITDA (%)	Negativo	Negativo
Deuda Ajustada / FGO	2,8	3,2
FGO / Intereses Brutos	6,9	6,2

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

Analista Secundario

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

Responsable Sector

Cecilia Minguillón
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@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 del todo comparables con años anteriores.

La Deuda Total Ajustada incluye 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.

(miles de ARS; año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD (Cierre)

Norma Contable

Período

Rentabilidad

EBITDA Operativo

Margen de EBITDA (%)

Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)

Margen del Flujo de Fondos Libre (%)

Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos

EBITDA / Intereses Financieros Brutos

EBITDA / Servicio de Deuda

FGO / Cargos Fijos

FFL / Servicio de Deuda

(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda

FCO / Inversiones de Capital

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO

Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA

Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA

Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo

Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo

Costo de Financiamiento Implícito (%)

Deuda Corto Plazo / Deuda Total

Balance

Total Activos

Caja e Inversiones Corrientes

Deuda Corto Plazo

Deuda Largo Plazo

Deuda Total

Deuda Asimilable al Patrimonio

Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio

Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda

Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio

Total Patrimonio

Total Capital Ajustado

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)

Variación del Capital de Trabajo

Flujo de Caja Operativo (FCO)

Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total

Inversiones de Capital

Dividendos

Flujo de Fondos Libre (FFL)

Otras Inversiones (Neto)

Variación Neta de Deuda

Variación Neta de Capital

Otros (Inversión y Financiación)

Variación de Caja

Estado de Resultados

Ventas Netas

Variación de Ventas (%)

EBIT Operativo

Intereses Financieros Brutos

Resultado Neto

	14,89	13,30	8,57	6,53	4,93	4,31
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NCP
	mar-16	2015	2014	2013	2012	2011
	Año Móvil	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
EBITDA Operativo	(385.106)	(154.209)	(109.792)	(4.600)	84.859	75.762
Margen de EBITDA (%)	(48,8)	(20,5)	(19,2)	(1,0)	17,3	18,6
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	35,6	28,5	18,6	17,3	23,6	12,1
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(22,0)	(36,1)	(17,6)	40,6	55,1	32,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	(456,0)	(90,7)	(26,8)	2,7	22,6	N/A
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,9	6,2	4,2	5,4	3,9	1,9
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	(2,2)	(1,0)	(0,9)	(0,1)	0,6	0,4
EBITDA / Servicio de Deuda	(1,2)	(0,6)	(0,5)	(0,0)	0,4	0,0
FGO / Cargos Fijos	6,7	6,1	4,1	5,3	3,8	1,9
FFL / Servicio de Deuda	0,0	(0,4)	0,1	2,0	1,8	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,8	0,8	3,0	6,8	3,8	0,5
FCO / Inversiones de Capital	1,0	(0,4)	(0,1)	1,4	7,0	1,4
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	2,8	3,2	3,7	3,3	2,3	5,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(8,5)	(18,6)	(16,1)	(289,4)	13,5	25,6
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	(7,8)	(16,4)	(10,8)	(147,3)	8,3	17,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	(8,8)	(19,6)	(17,4)	(600,8)	14,2	26,0
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	(8,1)	(17,4)	(12,0)	(323,1)	9,1	17,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	5,7	6,4	7,6	6,4	9,0	N/A
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	1,0
Balance						
Total Activos	4.124.001	3.875.430	3.259.158	3.137.884	2.835.556	3.245.999
Caja e Inversiones Corrientes	266.202	336.900	584.236	653.833	443.185	657.234
Deuda Corto Plazo	143.605	127.388	83.548	58.200	87.192	1.942.330
Deuda Largo Plazo	3.116.298	2.733.958	1.685.930	1.273.044	1.057.237	0
Deuda Total	3.259.903	2.861.346	1.769.478	1.331.244	1.144.429	1.942.330
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.259.903	2.861.346	1.769.478	1.331.244	1.144.429	1.942.330
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	104.040	100.939	93.980	83.543	89.594	75.282
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.363.943	2.962.285	1.863.458	1.414.787	1.234.023	2.017.612
Total Patrimonio	27.793	311.921	829.559	1.086.184	1.057.308	842.695
Total Capital Ajustado	3.391.736	3.274.206	2.693.017	2.500.971	2.291.331	2.860.307
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.028.033	781.853	380.758	352.315	399.121	164.036
Variación del Capital de Trabajo	(853.387)	(840.166)	(389.783)	(236.761)	(63.634)	(80.362)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	174.646	(58.313)	(9.025)	115.554	335.487	83.674
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(164.282)	(53.624)	29.147	163.880	(16.254)	108.444
Inversiones de Capital	(183.687)	(159.343)	(120.733)	(82.864)	(48.248)	(61.150)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(173.323)	(271.280)	(100.611)	196.570	270.985	130.968
Otras Inversiones (Neto)	71.385	193.275	(30.402)	7.770	101.500	(240.793)
Variación Neta de Deuda	(47.101)	(25.850)	(62.168)	(10.033)	(485.307)	0
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	1.303	0	4.758	(16.743)	(13.097)	0
Variación de Caja	(147.736)	(103.855)	(188.423)	177.564	(125.919)	(109.825)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	788.506	750.828	571.944	483.907	491.681	406.924
Variación de Ventas (%)	5,0	31,3	18,2	(1,6)	20,8	N/A
EBIT Operativo	(473.391)	(351.767)	(218.517)	24.710	(70.156)	(57.341)
Intereses Financieros Brutos	174.934	149.001	118.269	79.353	138.691	179.384
Resultado Neto	(774.492)	(517.663)	(256.625)	28.876	214.613	(135.931)

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.
- ENARGAS (*Ente Nacional Regulador del Gas*): Organismo descentralizado en el ámbito del *Ministerio de Energía y Minería*, creado por la Ley N° 24.076 con el objeto de regular, fiscalizar y resolver las controversias suscitadas en relación con el servicio público de gas.
- *Ministerio de Energía y Minería*: Sus principales tareas incluyen la administración de subsidios al gas y la electricidad, el ajuste de las tarifas de los servicios públicos, el reordenamiento de los marcos regulatorios para la prestación de servicios públicos y la redefinición de las políticas necesarias para lograr el autoabastecimiento energéticos en todo el territorio argentino.
- MM: Millones.
- RTI (*Revisión Tarifaria Integral*): Procedimiento que implementará el ENARGAS con el fin de determinar el nuevo régimen de tarifas máximas de las licenciatarias del servicio de transporte y distribución de gas natural, conforme la *Ley 24.076*, sus modificaciones y complementarias y las pautas que surgen del *Acta Acuerdo de Renegociación Contractual Integral*.
- 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 de 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 a 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 regirán 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 de 7,0% anual, y a partir del 1 de enero de 2015 a una tasa de 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 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 de 3,5% para los años primero y segundo, de 7,0% para los años tercero y cuarto, y de 9,0% entre el quinto y el séptimo año. 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 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 de 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. Se acordó una tasa de interés anual incremental de 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 31 de marzo de 2016 alcanzaba los USD 98.

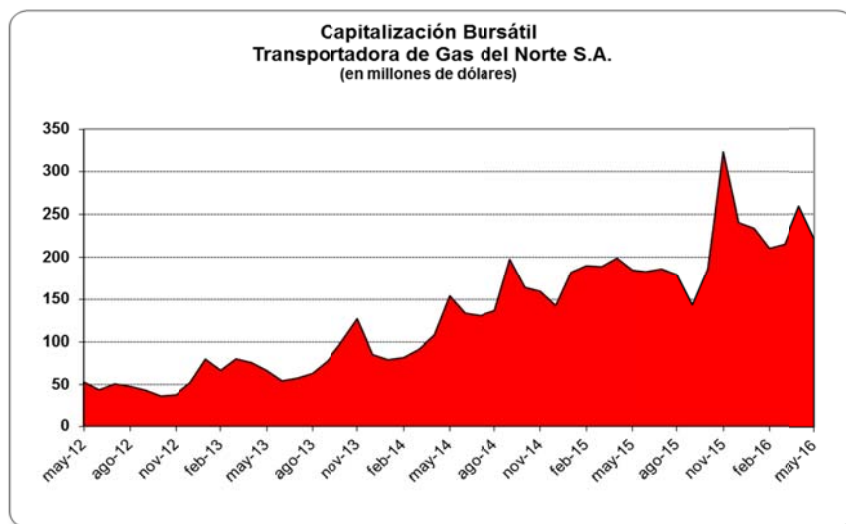
Obligaciones Negociables Serie B por hasta USD 250 millones (emitidas bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta USD 500 millones).

Las *Obligaciones Negociables Serie B* se encuentran en incumplimiento desde diciembre 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 de 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 en forma trimestral, 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 31 de marzo de 2016 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 cada una 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 el 7 de noviembre del mismo año.

El valor de mercado de la compañía al 30 de mayo de 2016 era de unos USD 221 millones. El siguiente cuadro detalla la evolución de la capitalización bursátil en los últimos años:



Presencia

En el período de 12 meses a mayo de 2016, la acción mantuvo una presencia de 100% sobre el total de ruedas en las que operó el mercado.

Rotación

Al considerar la cantidad de acciones negociadas durante dicho período, el instrumento registró una rotación de aproximadamente 20% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en torno a 4,5%.

Participación

En el año móvil a mayo de 2016, el volumen negociado de la acción fue de \$105,9 millones con una participación sobre el total negociado en el mercado de 0,2%.

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

La "**Categoría 3**" refleja, además, nuestra opinión de una baja capacidad de generación de fondos en relación con las obligaciones asumidas por la compañía, que no alcanza a despejar el riesgo de refinanciación que incorporan sus calificaciones.

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 **30 de junio de 2016** confirmó (*) en **Categoría B-(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 perspectiva **Estable**.

Asimismo, el Consejo de Calificación de FIX confirmó (*) en **Categoría D(arg)** la calificación de los siguientes instrumentos emitidos en septiembre de 2006 bajo el *Programa de Obligaciones Negociables por hasta USD 500 millones*:

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

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, el mencionado Consejo confirmó (*) la calificación de las *Acciones Ordinarias* de TGN en **Categoría 3**.

Categoría B(arg): "B" nacional implica un riesgo crediticio significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago en tiempo y forma depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

Categoría D(arg): "D" nacional se asigna a emisores o emisiones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento (*default*).

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 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.

Categoría 3: Acciones de calidad media. Se trata de acciones que cuentan con una alta 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 29 de diciembre de 2016 disponible en 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):

- Estados financieros anuales consolidados hasta el 31-12-2015 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 31-03-2016 y desde el 31-03-2015 (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 MM y USD 99,04 MM 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 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 calificadora-, 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.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe 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 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 se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, 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 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 no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o disseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no sólo, 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.