

Petrolera Pampa S.A. (PEPASA)

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor A(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ miles)	31/03/17 Año Móvil	31/12/16 12 Meses
Total Activos	6.010.124	7.068.426
Deuda Total	3.068.606	4.849.398
Ingresos Operativos (*)	4.740.100	4.362.244
EBITDA Operativo	3.443.509	3.232.280
Margen EBITDA (%)	72,6	74,1
Deuda Neta / EBITDA	0,8	1,2
FGO / Intereses Brutos	5,3	4,8

(*) Venta de hidrocarburos y subsidios devengados correspondientes a los planes de estímulo para la producción de gas natural.

Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas registrada ante la Comisión Nacional de Valores \(CNV\)](#)

[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

Factores Relevantes de la Calificación

Madurez de los proyectos de inversión: La madurez de las inversiones relacionadas con el proyecto compartido con YPF en *Rincón del Mangrullo (RdM)*, le permitió a PEPASA alcanzar un nivel de producción propia cercano a los 19.300 bpe diarios durante el primer trimestre de 2017 (25% por encima de los registros del mismo período del año anterior) y robustecer su generación interna de fondos. En el corto plazo la mejora evidenciada por el resultado operativo, junto con nuestra expectativa de una gradual normalización del capital de trabajo y menores inversiones de capital comprometidas, redundarían en el fortalecimiento de la estructura de capital, posicionado favorablemente a la empresa de cara al crecimiento futuro. No obstante, consideramos que la alta dependencia del flujo de caja de la evolución del acuerdo con YPF para el desarrollo del área RdM, limita la flexibilidad operativa y la calificación de la compañía.

Riesgo de ejecución acotado: PEPASA acordó inversiones con operadores experimentados como YPF y *Petrobras Argentina* (recientemente adquirida por *Pampa Energía*) en áreas desarrolladas de explotación no convencional. La producción derivada de dichos acuerdos ha avanzado conforme al objetivo de la compañía. A marzo de 2017, la empresa había realizado la mayor parte de los gastos de capital comprometidos. Hacia adelante, las inversiones exploratorias se financiarían con recursos propios.

Debilitamiento de las métricas operacionales: Al cierre del pasado ejercicio, PEPASA contaba con reservas probadas de alrededor de 22,5 MM de bpe (más del 85% desarrolladas). El significativo crecimiento de la producción evidenciado durante 2016, implicó un deterioro de la vida de dichas reservas que se redujo hasta algo menos de 4 años desde unos 8 años en el ejercicio anterior. Por otro lado, el nivel de desarrollo de las mismas sugiere ciertas dificultades para incorporar nuevas reservas de este tipo de manera orgánica. Entendemos que la compañía deberá realizar importantes inversiones a fin de incrementar su base de reservas para sostener los niveles de producción en el largo plazo.

Expectativa de mejora en las cobranzas: Al 31 de marzo de 2017, PEPASA acumulaba un crédito contra el Estado por algo más de \$970 MM originado en las demoras en el pago de la compensación derivada de los planes de estímulo a la producción adheridos, lo cual impactó fuertemente en el capital de trabajo. Si bien los subsidios devengados e impagos se encuentran en vías de normalización, en la actualidad los plazos de cobro superan los 180 días.

Bajo riesgo de volumen y precio: Los precios en el sector de hidrocarburos se encuentran altamente regulados. La producción de gas está contractualmente vendida a usuarios industriales, *CAMMESA* y ciertas empresas del grupo. El precio de venta fue aprobado por el *Ministerio de Energía y Minería* bajo el *Programa Gas Plus* a precios que oscilan alrededor de los 4,0-5,0 USD/MMBtu. Además, la compañía se beneficia del *Programa de Estímulo a la Inyección Excedente de Gas Natural* (el *Plan Gas*, recientemente prorrogado hasta el 2021) que garantiza un precio final muy superior al promedio del mercado local para las empresas que califican dentro del mismo. En el período de 12 meses a marzo de 2017, los ingresos vinculados al *Plan Gas* alcanzaron aproximadamente los USD 100 MM.

Sensibilidad de la Calificación

En opinión de FIX la calidad crediticia se encuentra limitada por el perfil operativo, que incorpora una fuerte concentración de activos productivos y un horizonte de reservas muy cercano. En este sentido, podríamos subir las calificaciones si la empresa logra reducir el riesgo operacional mediante la diversificación de su cartera de proyectos y el crecimiento y desarrollo de su base de reservas, a la vez que mantiene acotado el endeudamiento. Del mismo modo, las calificaciones podrían subir ante señales concretas de un mayor grado de soporte financiero por parte de *Pampa Energía*, entidad controlante de PEPASA. Un deterioro de la calidad crediticia provendría de (i) precios de venta de gas (incluyendo la compensación por inyección excedente) por debajo de lo esperado que deriven en un aumento del apalancamiento con un ratio de deuda neta sobre EBITDA superior a 2,5x; (ii) un acortamiento de la vida de las reservas que limite el potencial de producción de los yacimientos; o (iii) un importante retraso en los plazos de cobranza como consecuencia de mayores demoras en los pagos del *Tesoro Nacional*.

Liquidez y Estructura de Capital

Durante los primeros 3 meses del presente año, la compañía cobró un préstamo intercompañía otorgado en 2016 al accionista controlante por unos USD 85 MM. Además, liquidó títulos *BONAR 2020* por USD 26,7 MM. Esto le permitió reducir su endeudamiento un 35%, registrando un total de USD 195,8 MM al cierre del primer trimestre y manteniendo sólidos indicadores crediticios (relación entre deuda neta y EBITDA inferior a 1,0x y coberturas de intereses por encima de 5,0x). Por otro lado, a dicha fecha PEPASA contaba con una débil posición de caja e inversiones líquidas que le permitía cubrir tan solo el 15% de los pasivos financieros corrientes. Dependiendo de la evolución del cronograma de inversiones y del flujo de cobranzas del gas vendido bajo el esquema de subsidios, la empresa podría continuar emitiendo deuda localmente con el objeto de refinanciar ciertos vencimientos de corto plazo.

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.

El EBITDA / EBIT operativo se calculó revirtiendo el costo de la compensación variable otorgada a ciertos ejecutivos en relación con su participación en el valor de la empresa así como otros resultados no recurrentes.

El margen de EBITDA se calcula adicionando a las ventas netas otros ingresos operativos, que en el año móvil al 31 de marzo de 2017 incluyen unos \$1.507 millones relacionados con la compensación recibida por inyección excedente de gas natural.

Resumen Financiero - Petrolera Pampa S.A.

(miles de ARS; año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD (Cierre)	15,67	16,17	13,30	8,57	6,53	4,93
Tipo de Cambio ARS/USD (Promedio)	15,35	15,04	9,26	8,13	5,49	4,55
Norma Contable	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Periodo	mar-17	2016	2015	2014	2013	2012
	Año Móvil	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	3.443.509	3.232.280	987.115	277.365	111.140	42.883
Margen de EBITDA (%)	72,6	74,1	66,2	57,3	60,5	43,2
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	77,8	58,1	35,9	24,4	22,5	41,7
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(8,7)	(4,9)	(144,7)	(129,9)	(86,7)	(67,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	42,1	56,9	81,2	50,6	69,4	(35,1)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	5,3	4,8	2,9	1,9	2,0	3,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	5,2	4,5	2,6	1,6	1,9	2,0
EBITDA / Servicio de Deuda	1,1	0,6	0,7	0,6	0,5	0,3
FGO / Cargos Fijos	4,9	4,5	2,8	1,9	2,0	3,1
FFL / Servicio de Deuda	0,1	0,1	(0,7)	(0,7)	(0,3)	(0,3)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	0,3	(0,4)	0,5	0,6	(0,2)
FCO / Inversiones de Capital	1,0	1,1	0,1	0,2	(0,3)	(0,7)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	0,9	1,4	2,2	3,3	3,8	2,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,9	1,5	2,5	3,9	4,0	3,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,8	1,2	2,2	2,1	2,0	2,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	16,6	19,5	21,6	22,8	20,1	20,5
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,8	0,9	0,5	0,2	0,4	1,0
Balance						
Total Activos	6.010.124	7.068.426	3.969.845	1.489.301	560.698	197.544
Caja e Inversiones Corrientes	335.762	838.286	310.083	497.483	221.927	12.893
Deuda Corto Plazo	2.376.056	4.447.527	1.128.846	263.791	186.596	131.719
Deuda Largo Plazo	692.550	401.871	1.323.626	811.473	257.700	6.700
Deuda Total	3.068.606	4.849.398	2.452.472	1.075.265	444.295	138.419
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.068.606	4.849.398	2.452.472	1.075.265	444.295	138.419
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	98.637	97.131	49.238	2.695	1.833	882
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.167.243	4.946.529	2.501.710	1.077.959	446.128	139.301
Total Patrimonio	1.367.480	1.093.277	609.162	257.425	74.158	21.092
Total Capital Ajustado	4.534.722	6.039.806	3.110.872	1.335.384	520.286	160.393
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	2.800.708	2.731.487	721.275	151.931	58.222	45.182
Variación del Capital de Trabajo	(1.901.952)	(1.478.379)	(575.195)	(50.675)	(88.052)	(73.071)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	898.756	1.253.108	146.079	101.255	(29.830)	(27.889)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(281.125)	(281.125)	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(900.144)	(1.110.691)	(1.511.347)	(564.658)	(109.721)	(39.215)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(282.513)	(138.708)	(1.365.268)	(463.402)	(139.550)	(67.104)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos (Neto)	0	0	0	0	247	0
Otras Inversiones (Neto)	108.580	(1.416.211)	310.875	(122.287)	(175.739)	19.349
Variación Neta de Deuda	155.995	1.731.242	1.034.639	537.038	285.196	45.065
Variación Neta de Capital	0	0	0	98.998	20.000	10.000
Variación de Caja	(17.938)	176.322	(19.754)	50.345	(9.846)	7.310
Estado de Resultados						
Ventas Netas	3.232.640	2.838.586	943.491	356.796	160.997	99.299
Variación de Ventas (%)	13,9	200,9	164,4	121,6	62,1	92,5
EBIT Operativo	2.518.634	2.365.019	711.492	196.457	75.915	8.777
Intereses Financieros Brutos	658.006	711.474	381.559	173.504	58.481	21.474
Resultado Neto	575.163	484.115	351.737	83.919	33.067	(8.970)

Anexo II. Glosario

- Bpe: Barril de petróleo crudo equivalente.
- BTU (*British Thermal Unit*): Unidad de energía que representa la cantidad de energía que se requiere para elevar en un grado *Fahrenheit* la temperatura de una libra de agua en condiciones atmosféricas normales.
- CAMMESA (*Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A.*): Ente que administra el mercado eléctrico mayorista argentino. Sus principales funciones incluyen la operación y despacho de la generación eléctrica y el cálculo de los 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.
- *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 del marco regulatorio para la prestación de servicios públicos y la redefinición de las políticas necesarias para el logro del autoabastecimiento energético en todo el territorio argentino.
- MM: Millones.
- Plan Gas: Programa de estímulo a la producción incremental de gas natural que garantiza un precio final decreciente en el rango de 7,5-6,0 USD/MMBtu para las empresas que califican dentro del mismo. El programa fue recientemente prorrogado hasta 2021.
- Programa Gas Plus: Bajo este programa los productores disponen libremente del gas extraído para su comercialización. Para calificar dentro del mismo, deben presentar proyectos de inversión en nuevas áreas de gas, en áreas que no se encuentran en producción desde 2004 o en áreas con características geológicas complejas
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

Anexo III. Características de los Instrumentos

A la fecha del presente informe no existen instrumentos con calificación vigente, ya que PEPASA canceló anticipadamente las *Obligaciones Negociables Serie 7* por unos \$310 millones con vencimiento el 3 de agosto de 2017 y las *Obligaciones Negociables Serie 8* por unos \$403 millones con vencimiento el 22 de junio de 2017.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN 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*) realizado el **19 de junio de 2017**, confirmó (*) en **A(arg)** la calificación de *Petrolera Pampa S.A.* La misma cuenta con perspectiva **Estable**.

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

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, motivo por el cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de *Argentina* se agregará "(arg)".

La perspectiva 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 Factores Cuantitativos y Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y la Estructura de Capital, y el Fondo y la 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 del 9 de marzo de 2017 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 al 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 es 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 hasta el 31-12-2016 y desde el 31-12-2012 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.*).
- Estados financieros intermedios hasta el 31-03-2017 y desde el 31-03-2016 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.*).

A su vez, para el presente proceso de calificación se utilizó información de gestión de carácter privada suministrada por el emisor.

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.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.