

## Central Térmica Loma de la Lata S.A. (CTLL)

### Informe Integral

#### Calificaciones

Emisor	A(arg)
ON Clase 4 por hasta US\$ 200 MM	A(arg)
ON Clase A por hasta el equivalente a US\$ 5.0 MM	A(arg)
ON Clase E por hasta el equivalente a US\$ 5 MM, ampliable hasta US\$ 60 MM	A(arg)

#### Perspectiva

Estable

#### Resumen Financiero

	30-06-17	31-12-16
	6 Meses	12 Meses
Ingresos (\$ miles)	907.780	1.459.757
EBITDA (\$ miles)	799.411	1.164.837
Deuda Financiera (\$ miles)	3.588.686	4.054.873
Deuda/ EBITDA	2.2	3.5
EBITDA/ intereses	2.2	2.2

#### Informes relacionados

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

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings) Reg. CNV N°9

#### Analistas

##### Analista Principal

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

##### Analista Secundario

Pablo Cianni, Director Asociado  
+54 11 5235-8146  
[pablo.cianni@fixscr.com](mailto:pablo.cianni@fixscr.com)

##### Responsable del Sector

Cecilia Minguillon Director Senior  
+54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

#### Factores relevantes de la calificación

**Anuncio de fusión con Pampa Energía:** El grupo Pampa inició el proceso de integración de sus negocios estratégicos, que incluye la fusión por absorción de Pampa Energía S.A. con Central Térmica Loma de la Lata S.A. La fecha efectiva de fusión es el 1 de octubre 2017, pero a la fecha quedan pendientes ciertas autorizaciones. Una vez finalizada la fusión, Fix calificará los instrumentos emitidos por CTLL bajo la compañía fusionada Pampa Energía S.A. quien absorberá los instrumentos financieros (calificada actualmente por Fix en AA-(arg)).

**Flujo estable y bajo riesgo operacional:** Fix considera que la compañía tiene un flujo de caja predecible y bajo riesgo operacional luego de sucesivas adiciones de activos, contratos de venta de energía a largo plazo y contratos de O&M con los proveedores de las principales turbinas. El EBITDA estimado para 2018 es de aprox. US\$ 100 millones derivado de contratos de venta de largo plazo con CAMMESA denominado en dólares, de los cuales al menos el 80% representa un flujo estable por cargos fijos por potencia.

**Plan de crecimiento para incrementar rentabilidad y diversificar activos:** en 2016-2017 la compañía habilitó dos turbinas a gas por 210 MW y se encuentra construyendo un parque eólico por 100 MMW y planta de generación térmica mediante motogeneradores que totalizarán una potencia instalada de 100MW. Las inversiones le permitirán a la compañía diversificar sus activos incorporando centrales eficientes, atadas a contratos de ventas con CAMMESA. En los proyectos térmicos el riesgo de construcción y operación son considerados bajos dada la experiencia del grupo en activos de generación térmica. La puesta en marcha del parque eólico está prevista para segundo trimestre 2018.

**Endeudamiento para inversiones:** la compañía presenta un endeudamiento que será utilizado para financiar los proyectos térmicos. Actualmente el endeudamiento financiero incluye la deuda con CAMMESA utilizado para financiar inversiones. El pico máximo de ratio de Deuda/EBITDA (incluyendo la deuda con CAMMESA) podría llegar a valores cercanos a 3.5x. Una vez finalizado el proyecto el ratio de endeudamiento debería resultar por debajo de 3.0x. En todos los casos las coberturas de intereses medidas como EBITDA/Intereses deberían rondar los 2.0x.

**Perspectiva sectorial estable:** el gobierno ha demostrado su interés en lograr una industria sustentable con una tendencia hacia una menor discrecionalidad e interferencia gubernamental. Las últimas resoluciones buscaron reducir el déficit operacional de CAMMESA e impulsar inversiones para incrementar la capacidad instalada en generación térmica y en energías renovables. En febrero '17 (Res 19/2017) se dolarizaron las tarifas al segmento spot otorgando ajustes sucesivos hasta noviembre'2017. Dichas tarifas contemplan además premios por eficiencia y por disponibilidad ofertada siendo suficiente para que las centrales eficientes cubran los costos operativos incluyendo los mantenimientos ordinarios.

#### Sensibilidad de la calificación

**Reorganización societaria:** La fusión por absorción con su controlante Pampa Energía S.A. producirá un cambio de calificación de los instrumentos emitidos por CTLL Actualmente Pampa Energía S.A. se encuentra calificada por Fix en AA-(arg). FIX considera que la integración consolida la importancia del grupo en el mercado argentino de energía, con perspectivas positivas basadas en las condiciones de mercado de sus principales negocios conjuntamente con un plan de ejecución de proyectos de envergadura con características específicas favorables.

#### Liquidez y estructura de capital

**Adecuada liquidez:** A junio'17 CTLL poseía caja e inversiones por \$289 millones y vencimientos de corto plazo por \$724 millones. FIX espera que en futuro la compañía logre refinanciar su endeudamiento de corto a través del buen acceso al mercado de capitales y al financiamiento bancario.

## Hechos Recientes

### Fusión con Electricidad Argentina S.A. y IEASA S.A.

La fusión por absorción con Electricidad Argentina S. A. (EASA): y IEASA S.A. no tendrá impacto crediticio sobre CTLL. IEASA es una compañía inversora, cuyo objeto principal es ser accionista de EASA. A su vez, EASA es la compañía inversora accionista del 51.5% EDENOR S.A. El objetivo de la fusión es maximizar la situación impositiva del grupo. Las compañías absorbidas no poseen endeudamiento financiero. Fix califica la capacidad de repago de CTLL en forma individual considerando además que CTLL no otorgará préstamos a su subsidiaria EDENOR.

## Perfil del negocio

Central Térmica Loma de la Lata S.A. la dueña de la central termoeléctrica de ciclo combinado Loma de La Lata, ubicada sobre el yacimiento homónimo, Provincia de Neuquén, con una capacidad instalada de 763 MW. La planta está equipada con tres turbinas idénticas (en cuanto a tecnología y equipos) alimentadas a gas natural con 375MW instalados en total, una turbina a vapor de 178 MW y dos turbinas de alta eficiencia a gas por 210MW (habilitadas en julio 2016 y agosto 2017). Además posee el 74,2% de participación en Central Térmica Güemes S.A.

### Ingresos:

Los ingresos de la compañía son destinadas a distintos mercados según el siguiente cuadro:

U\$S / MM	2013	2014	2015	2016
<b>Ventas energía Spot y Mat</b>	44.5	31.7	26.1	26.4
<b>Venta energía Resolución 220/07</b>	57.9	84.6	87.7	61.0
<b>Otras Ventas</b>	0.2	0.2	--	
<b>Total</b>	<b>102.6</b>	<b>116.5</b>	<b>113.8</b>	<b>87.3</b>

En 2016 el 70% de los ingresos fueron denominados en dólares con ingresos a través de contrato CAMMESA 220/07 por U\$S 61.0 MM, lo que le permitió a la compañía tener estabilidad de ingresos y bajo riesgo devaluatorio. La baja en los ingresos se debe a la suspensión de los acuerdos de abastecimiento de gas natural calificados como "Gas Plus" por el cual CAMMESA le reconocía a CTLL el precio de compra acordado con Pan American Energy LLC (a la fecha único proveedor bajo dicho régimen) más un 10% sobre el mismo. Esto representó para la compañía una disminución de ingresos y márgenes de aprox. U\$S 18.3 MM.

El siguiente cuadro muestra la generación de la compañía en los últimos años:

	2012	2013	2014	2015	2016
Generación Neta Gwh	2479	1947	3421	2582	3644

En 2016 la generación de energía resultó mayor en un 41.1% porque en 2015 se realizaron tareas de mantenimiento en la unidad 3 y por la habilitación de TG4 a partir de julio 2016.

La Central CTLL se encuentra en una ubicación privilegiada al encontrarse en un sitio adyacente al yacimiento de gas más grande de Argentina, que lleva el mismo nombre y es operado por YPF. Se estima que el consumo máximo de la Central CTLL será menor a aproximadamente 3.000 Dam3/día representando un 18% del yacimiento el cual entrega aprox. 17.000 Dam3/día. Dicha ubicación le da la posibilidad de realizar contratos de suministro en condiciones muy competitivas en lo referente a precio, calidad, y volumen.

**Mantenimiento:** Los mantenimientos de las turbinas a gas que alimentan la turbina a vapor están a cargo de la compañía. En cuanto a la turbina vapor CTLL tiene un contrato de mantenimiento

de largo plazo con Siemens (fabricante de la unidad) que incluye asistencia técnica de especialistas en cada mantenimiento. Adicionalmente, la compañía cuenta con stock de repuestos críticos en los almacenes de la planta. Los costos incurridos por los repuestos y roturas se encuentran a cargo de la compañía. Para asegurarse el mantenimiento de las nuevas turbinas a gas la compañía cerró un contrato de mantenimiento con General Electric que contempla una disponibilidad del 95%, que cubrirían las exigencias del CAMMESA del 92%.

Eficiencia: Las unidades a gas poseen una eficiencia del 32,4% y con el ciclo combinado la Planta CTLL posee una eficiencia de alrededor del 50%. Dicha eficiencia es considerada muy buena. La nueva turbina a gas posee una eficiencia del 43%.

Transporte: La central posee una conexión directa con la cuenca a través de su propio gasoducto, por lo que le permite a la compañía tener bajísimos costos de transporte no teniendo además que requerir el uso de capacidad de transporte, que en determinados periodos es utilizado para satisfacer demandas de otros consumidores de gas con prioridad como consumidores residenciales y comerciales.

Interconexión Eléctrica: la central se encuentra conectada mediante líneas de alta tensión al Sistema Argentino de Interconexión (SADI).

### **Posición competitiva**

La central opera con unas turbinas que en su conjunto poseen una eficiencia del 50%, permitiendo a la empresa posicionarse como uno de los generadores más eficientes del mercado, reduciendo el riesgo de despacho. Las ventajas competitivas en cuanto al abastecimiento y transporte de gas natural, le permiten a la compañía contar con un despacho cercano a su máxima capacidad disponible.

### **Administración y calidad de los accionistas**

El accionista principal es Pampa Energía S.A, la empresa líder en materia energética del país. Pampa Energía opera en los segmentos de generación, distribución y transporte de energía. Además, a través de su subsidiaria Petrolera Pampa S.A. posee un acuerdo de inversión con YPF para el desarrollo de hidrocarburos.

### **Riesgo del sector**

Las calificaciones en el sector eléctrico argentino son vulnerables a cambios normativos y aún están más influenciadas por la política energética que por el desarrollo y eficiencia de la capacidad instalada. La perspectiva estable que asignó FIX para el sector de generación eléctrica refleja las medidas adoptadas por la nueva Administración política en las cuales evidencian una menor discrecionalidad e interferencia gubernamental. Las regulaciones buscaron reducir el déficit operacional de CAMMESA, actualizar las tarifas al segmento energía base (Res. SEE 22/16 Y 19/17) e impulsar inversiones para incrementar la capacidad instalada en generación térmica y en energías renovables. A partir de las nuevas resoluciones los principales grupo del sector energético estarán concentrados en incrementar su capacidad instalada.

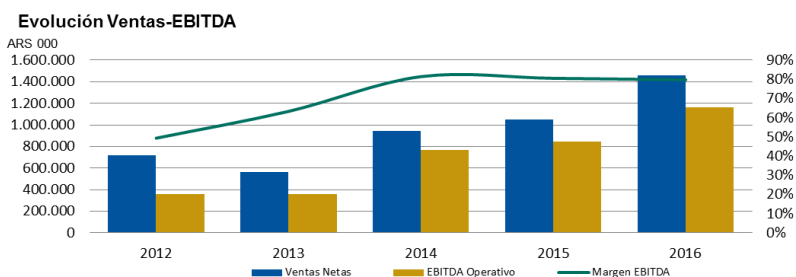
### **Factores de riesgo**

- Concentración de cobranzas con CAMMESA.
- Mercado regulado.
- Riesgo de construcción de la nueva central de moto generadores.

### **Perfil financiero**

#### **Rentabilidad**

La rentabilidad de la compañía proviene principalmente de los contratos con CAMMESA con tarifas sustentables denominadas en dólares, derivados de las turbinas de ciclo combinado y a de las turbinas eficientes a gas (habilitadas en julio 2016 y agosto 2017).



Elaboración: Información de la Empresa

En el primer semestre de 2017 los ingresos de la compañía cerraron en \$907.7 millones y el EBITDA en \$ 799.4 millones. Para 2017 se espera que la compañía cierre con un EBITDA con valores cercanos a U\$S 90 millones, por la puesta en marcha de las turbinas a gas. En 2018 se espera que la compañía logre un EBITDA normalizado por arriba de U\$S 100 millones.

### Flujo de fondos

La generación de fondos de la compañía proviene principalmente del contrato con CAMMESA 220/07 y de las turbinas a gas por 210 MW.

En 2016 la compañía logró un flujo de caja operativo de \$ 250.4 millones, el cual utilizó junto con endeudamiento adicional para financiar las inversiones de la turbina a gas por \$ 626 millones. La compañía no distribuyó dividendos ni planea hacerlo en el futuro.

En el primer semestre de 2016 CTLL generó un flujo de caja operativo de \$ 502 millones que fueron utilizados junto con el cobro de préstamos a compañías relacionadas \$ 2116 millones le permitieron financiar las inversiones por \$ 1.862 millones y reducir el endeudamiento por \$ 650 millones.

### Liquidez y estructura de capital

Al 30 de junio 2017 la deuda de la compañía ascendía los \$3.589 millones (US\$ 212.6 millones), venciendo el 20% en el corto plazo.

A junio'17 el ratio de endeudamiento medido como Deuda/EBITDA era de 2.2x. Si adicionamos el préstamo otorgado por General Electric después de la fecha de cierre de balance por U\$S 68 millones, el ratio de deuda/EBITDA crecerá a valores cercanos a 2.68x. La compañía presenta adecuados ratios de cobertura. FIX espera que el ratio de EBITDA/Intereses se mantenga por arriba de 2.0x.

La compañía opera con una adecuada posición de liquidez soportada por el buen acceso al financiamiento del Grupo Pampa. A junio'16 CTLL poseía caja e inversiones líquidas por \$ 289 millones con vencimientos de corto plazo por \$ 724 millones.

### Fondeo y flexibilidad financiera

CTLL tiene probado acceso al mercado de capitales y al sistema bancario local. La fusión con Pampa Energía le permitirá acceder al financiamiento internacional.

## Anexo I. Resumen financiero

Los índices correspondientes al 30/06/2017 se han estimado anualizando las cifras semestrales.

### Resumen Financiero - Central Térmica Loma de la Lata S.A.

(miles de AR\$, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras no consolidadas

	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
	<u>jun-17</u>	<u>2016</u>	<u>2015</u>	<u>2014</u>	<u>2013</u>
	6 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>					
<b>EBITDA Operativo</b>	<b>799.411</b>	<b>1.164.837</b>	<b>846.791</b>	<b>771.417</b>	<b>356.664</b>
<b>EBITDAR Operativo</b>	<b>799.411</b>	<b>1.164.837</b>	<b>846.791</b>	<b>771.417</b>	<b>356.664</b>
<b>Margen de EBITDA</b>	<b>88,06</b>	<b>79,80</b>	<b>80,57</b>	<b>81,46</b>	<b>63,35</b>
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	23,8	23,1	17,7	55,6	30,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(149,8)	8,3	(35,8)	45,6	25,3
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	96,5	46,8	45,4	29,9	(18,1)
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,2	2,5	3,0	4,6	3,8
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,2	2,2	3,6	4,1	2,4
EBITDA / Servicio de Deuda	1,1	0,7	1,2	1,5	0,6
FGO / Cargos Fijos	2,2	2,5	3,0	4,6	3,8
FFL / Servicio de Deuda	(1,4)	0,4	(0,2)	1,2	0,5
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,2)	0,6	1,0	1,4	0,8
FCO / Inversiones de Capital	0,3	1,2	0,4	2,9	8,3
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,3	3,0	4,2	1,0	2,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,2	3,5	3,5	1,2	3,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,1	3,2	2,5	1,0	3,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	19,0	15,1	12,2	16,4	12,7
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,2	0,3	0,2	0,4	0,3
<b>Balance</b>					
Total Activos	7.387.029	6.380.247	5.041.568	3.233.673	2.440.189
Caja e Inversiones Corrientes	288.524	334.721	823.331	120.533	216.896
Deuda Corto Plazo	724.474	1.142.893	456.646	328.154	455.771
Deuda Largo Plazo	2.864.212	2.911.980	2.508.620	563.614	951.586
<b>Deuda Total</b>	<b>3.588.686</b>	<b>4.054.873</b>	<b>2.965.266</b>	<b>891.768</b>	<b>1.407.357</b>
<b>Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>3.588.686</b>	<b>4.054.873</b>	<b>2.965.266</b>	<b>891.768</b>	<b>1.407.357</b>
<b>Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio</b>	<b>3.588.686</b>	<b>4.054.873</b>	<b>2.965.266</b>	<b>891.768</b>	<b>1.407.357</b>
<b>Total Patrimonio</b>	<b>3.042.011</b>	<b>1.715.063</b>	<b>1.065.199</b>	<b>671.391</b>	<b>467.684</b>
<b>Total Capital Ajustado</b>	<b>6.630.697</b>	<b>5.769.936</b>	<b>4.030.465</b>	<b>1.563.159</b>	<b>1.875.041</b>
<b>Flujo de Caja</b>					
<b>Flujo generado por las Operaciones (FGO)</b>	<b>425.013</b>	<b>799.980</b>	<b>479.266</b>	<b>680.387</b>	<b>420.128</b>
Variación del Capital de Trabajo	76.781	34.107	(228.881)	(23.878)	(258.448)
<b>Flujo de Caja Operativo (FCO)</b>	<b>501.794</b>	<b>834.086</b>	<b>250.385</b>	<b>656.509</b>	<b>161.680</b>
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(1.861.635)	(712.969)	(626.386)	(224.965)	(19.501)
Dividendos	0	0	0	0	0
<b>Flujo de Fondos Libre (FFL)</b>	<b>(1.359.841)</b>	<b>121.117</b>	<b>(376.001)</b>	<b>431.544</b>	<b>142.179</b>
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	5	6
Otras Inversiones, Neto	1.912.171	(796.605)	(483.670)	(96.925)	(193.025)
Variación Neta de Deuda	(649.853)	745.471	856.563	(332.625)	28.042
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	22.856	0	0
<b>Variación de Caja</b>	<b>(97.523)</b>	<b>69.983</b>	<b>19.748</b>	<b>1.999</b>	<b>(22.798)</b>
<b>Estado de Resultados</b>					
<b>Ventas Netas</b>	<b>907.780</b>	<b>1.459.757</b>	<b>1.050.967</b>	<b>946.950</b>	<b>563.007</b>
Variación de Ventas (%)	35%	39%	11%	68,2	(22,0)
<b>EBIT Operativo</b>	<b>726.659</b>	<b>1.065.142</b>	<b>789.293</b>	<b>719.744</b>	<b>325.493</b>
Intereses Financieros Brutos	363.212	530.087	234.608	188.214	147.952
<b>Resultado Neto</b>	<b>1.147.881</b>	<b>650.053</b>	<b>394.052</b>	<b>170.514</b>	<b>(87.935)</b>



## Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance
- FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings).
- O&M: Operación y Mantenimiento

## Anexo III. Características del instrumento

### Obligaciones Negociables Clase 4 por hasta U\$S 200 millones

El 30 de octubre CTLL emitió las Obligaciones Negociables Clase 4 bajo las siguientes condiciones:

Valor nominal: US\$ 29.931.000.

Tasa aplicable: 6,25%.

Fecha de emisión: 30 de octubre de 2014.

Fecha de vencimiento: 30 de octubre de 2020.

Fechas de pago de intereses: Trimestrales

Capitalización y pago de intereses de la Clase 4: Los Intereses de la Clase 4 que se devenguen sobre el capital pendiente de pago durante los Períodos de Intereses comprendidos entre la Fecha de Emisión de las Obligaciones Negociables 4 (inclusive) y la fecha en la que se cumplan 24 meses desde la Fecha de Emisión de las Obligaciones Negociables Clase 4 (exclusive), serán capitalizados en forma automática en cada una de las correspondientes fechas de pago de intereses.

### Obligaciones Negociables Clase A por hasta el equivalente a U\$S 5.0 millones

El 5 de octubre de 2015 la compañía emitió las Obligaciones Negociables Clase A bajo las siguientes condiciones:

Moneda: Pesos

Valor nominal: \$ 282.4 MM.

Tasa aplicable: BADLAR + 0%

Fecha de vencimiento: 5 de Octubre 2018.

### Obligaciones Negociables Clase E por hasta el equivalente a US\$ 5 millones, ampliables hasta US\$ 60 millones.

El 13 de noviembre la compañía emitió las Obligaciones Negociables clase E bajo las siguientes condiciones:

Moneda: Pesos

Valor nominal: \$ 575.160.000

Tasa aplicable: BADLAR

Fecha de vencimiento: 13 de noviembre de 2020.

Amortización: en una cuota al vencimiento.

## Anexo IV. Dictamen de calificación.

### **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)- Reg.CNV N°9**

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings),- (en adelante Fix) -realizado el 6 de noviembre de 2017** confirmó\* en Categoría **A(arg)** a la calificación de emisor y a la calificación de las siguientes Obligaciones Negociables emitidas por Central Térmica Loma de la Lata S.A. (CTLL).

- Obligaciones Negociables Clase 4 por hasta U\$S 200 MM
- Obligaciones Negociables Clase A por hasta el equivalente a U\$S 5 millones
- Obligaciones Negociables Clase E por hasta U\$S 5 MM, ampliable a U\$S 60 MM.

La **perspectiva es estable**.

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

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

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

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Factores Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el 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.

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

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

### **Fuentes**

- Estados Contables hasta el 30-06-2017, disponibles en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar).
- Auditor externo a la fecha del último balance: Price Waterhouse & Co. S.R.L.
- Suplemento de Prospecto correspondiente a las ON Clase 4 de fecha 21 de octubre de 2014 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Suplemento de Prospecto correspondiente a las ON Clase A de fecha 24 de septiembre de 2015 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)
- Suplemento de Prospecto correspondiente a la Clase E de fecha 9 de noviembre de 2015 disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

**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.