

Celulosa Argentina S.A. (Celulosa)

Informe Integral

Calificaciones

ON Clase 12
 por hasta USD 5 millones A3(arg)

Perspectiva Rating Watch (Alerta) Negativa

Resumen Financiero

Consolidado	28/02/2019	31/05/2018
(\$ miles)	9 Meses*	12 Meses
Total Activos	13.181.022	9.186.701
Deuda Financiera	6.009.963	4.448.180
Ingresos	7.819.951	5.147.531
EBITDA	1.384.333	625.589
EBITDA (%)	17,7	12,2
Deuda Total / EBITDA	3,3	7,1
Deuda Neta Total / EBITDA	3,2	6,8
EBITDA / Intereses	2,1	1,5

* Balance al 28/02/2019 ajustado por inflación no comparable con anual a 31/05/2018.

NIIF: Normas internacionales de información Financiera

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

Cándido Pérez
 Analista
 +54 11 5235-8119
candido.perez@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Andrés Artusso
 Director Asociado
 +54 11 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del sector

Cecilia Minguillon
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

ON Clase 12: FIX SCR (afiliada a Fitch Ratings) – en adelante FIX – asignó en A3(arg) la calificación de corto plazo de las ON Clase 12 por hasta USD 5 millones a ser emitidas por Celulosa S.A. que le permitirá a la compañía refinanciar las ON Clase 11 de \$ 178 millones con vencimiento en junio del presente año.

Rating Watch (Alerta) Negativa: La Alerta Negativa está vinculada al riesgo de refinanciamiento de las ON Clase 10 que vencen en diciembre de 2019 con un servicio de deuda (capital más intereses) por USD 62.8 millones. FIX estima que si bien las recientes devaluaciones del peso y la recuperación de los precios internacionales de pulpa podrían continuar mejorando la generación de fondos de Celulosa, existe una elevada incertidumbre sobre la evolución en la refinanciación de sus pasivos financieros de corto plazo.

Débil posición de liquidez: A feb'19 Celulosa presentaba una posición de caja de \$ 122 millones con una deuda de corto plazo en torno a los \$ 4.544 millones, de los cuales \$ 178 millones corresponden a la ON Clase 11 con vencimiento en jun'19 y \$ 2.700 millones corresponden al capital de la ON Clase 10 con vencimiento en dic'19. La compañía ha presentado históricamente bajos niveles de liquidez lo que la expone a mayores riesgos de refinanciación en contextos de baja liquidez en el mercado bancario y de capitales.

Sólida posición competitiva local: Celulosa se constituye como uno de los principales productores en el mercado local de papel junto a Ledesma S.A. Ambas compañías detentan aproximadamente el 70% de participación de mercado. La industria de papel en Argentina exhibe precios, y costos superiores a otros países por cuestiones estructurales (costos laborales, fortaleza de sindicatos, y costos de transporte), no obstante, históricamente ha presentado un alto grado de proteccionismo tanto por barreras arancelarias como para arancelarias.

Expropiación de Planta de Fanapel: En Dic'18 el Poder Ejecutivo de Uruguay decidió iniciar el proceso de expropiación de la planta y el predio de Fanapel en Juan Lacaze, Departamento de Colonia, debido a la ampliación del puerto de esa localidad. Previamente la compañía firmó un acuerdo de reestructuración de su deuda bancaria en el cual cancelará los USD 11 millones adeudados, en 9 cuotas cuatrimestrales de USD 1.2 millones a partir de enero 2019. FIX considera que los fondos para la cancelación de deuda provendrán de los fondos producto de la expropiación de la planta en Juan Lacaze, aunque existe cierta incertidumbre en cuanto a los plazos y montos que efectivamente serán cancelados en dicho proceso.

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada a la baja en más de un escalón de continuar las restricciones en el mercado de capitales local que dificulten la refinanciación de las Obligaciones Negociables Clase 10 en diciembre de 2019.

Liquidez y estructura de capital

Métricas crediticias en proceso de mejora: Durante los 9 meses del año fiscal 2019, la compañía logró reducir sus niveles de endeudamiento medidos en pesos ajustados por inflación a 3.3x desde 7.1x EBITDA en 2018, mientras que las coberturas de intereses con EBITDA mejoraron a 2.1x desde 1.5x. FIX considera que de sostenerse la mejora en el perfil operativo, acompañado de precios internacionales de la pulpa en torno a USD 700 dólares por tonelada y de un tipo de cambio real competitivo, la compañía podría generar niveles de EBITDA entre USD 45 y 50 millones anuales lo que implicaría una relación de Deuda a EBITDA promedio de 3.5x y coberturas de intereses por encima de 2.0x para los próximos años.

Perfil del negocio

Celulosa es una compañía dedicada a la elaboración de pasta celulósica, papel y productos de madera. Sus principales productos incluyen papel para impresión, y escritura, estucados, y no estucados; papel para packaging, conversión y especiales y papel tissue.

La empresa cuenta con dos plantas de producción de celulosa y tres de papel, y un área forestal de aproximadamente 11.000 hectáreas, aunque aproximadamente 95% de las necesidades de madera son adquiridas a productores externos. La empresa cuenta con una fuerte presencia en el mercado local de papel, y en Uruguay a través de Fanapel.

Celulosa es propietaria y opera una planta de pasta celulósica y papel en Capitán Bermúdez (Provincia de Santa Fe). La compañía tiene una segunda planta de papel en Zárate (Provincia de Buenos Aires), que procesa pasta celulósica producida en la planta de Capitán Bermúdez.

Principales métricas por compañía del grupo

Apertura por subsidiaria 9 meses de 2019 ajustado por inflación										
Principales Subsidiarias	Part. (%)	Ventas	EBITDA	EBITDA (%)	Deuda	Caja y Eq.	Intereses	Deuda/ EBITDA	Deuda Neta/ EBITDA	EBITDA/ Intereses
CASA Individual		6.191.172	1.419.405	22,9%	5.540.358	73.448	489.138	3,9x	3,9x	2,9x
Casa Hutton	100%	542.511	24.113	4,4%	-	14.165	4.709	0,0x	-0,6x	5,1x
Fanapel	97,76%	611.029	6.467	1,1%	428.931	27.921	92.257	66,3x	62,0x	0,1x
Forestadora Tapebicuá	97,74%	584.514	- 10.561	-1,8%	40.580	4.368	6.365	-3,8x	-3,4x	-1,7x
CASA Consolidado		7.819.951	1.384.333	17,7%	6.009.963	121.537	661.582	3,3x	3,2x	2,1x

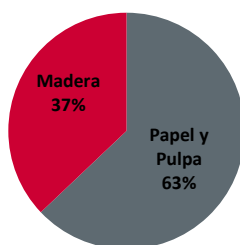
Fuente: Balances auditados al 28/02/2019. Cifras en miles de pesos ajustados por inflación.

Celulosa individual genera el 79% de las ventas y más del 100% del EBITDA consolidados y, asimismo, posee el 92% de la deuda del grupo. Luego de la restructuración durante los últimos dos ejercicios, Fanapel se encuentra operando como una distribuidora de papeles y otros productos importados desde Celulosa Argentina S.A solo para cubrir la demanda interna de Uruguay, la cual no se espera que genere resultados positivos significativos hacia adelante.

Históricamente el volumen de ventas de papel y pulpa representó el 66% del volumen de ventas de la compañía mientras que el resto corresponde a ventas de madera y dichos porcentajes varían según las condiciones de precios y demanda principalmente en el mercado local.

Volumen de Ventas por Segmento

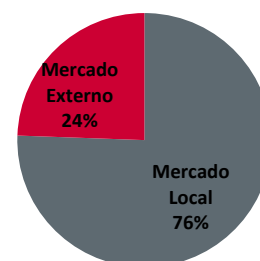
9 meses de 2019 (en volumen)



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Ventas de Papel y Pulpa por Mercado

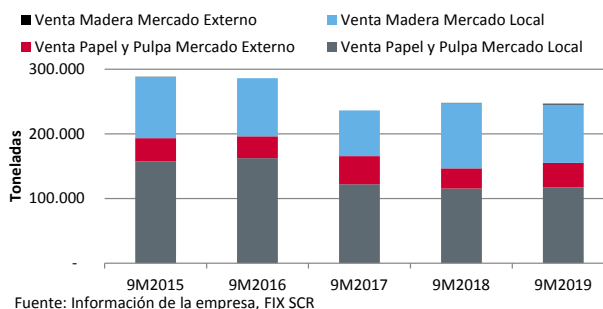
9 meses de 2019 (en volumen)



Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Evolución de Volumen de Ventas por segmento

Periodo de 9 meses de cada año



Subsidiaria Fanapel

Fanapel interrumpió las actividades productivas en la planta industrial localizada en Juan Lacaze. Los planes para la subsidiaria consisten en continuar comercializando papeles y otros productos importados en su mercado local (Uruguay). Actualmente, FIX estima que la generación de fondos de Fanapel cubre las necesidades operativas de la compañía y el pago de intereses de la deuda. En Oct'18 la compañía firmó un acuerdo de re-estructuración de su deuda bancaria en el cual cancelará los USD 11 millones adeudados, en 9 cuotas cuatrimestrales de USD 1.2 millones a partir de enero 2019.

En Dic'18 el Poder Ejecutivo de Uruguay decidió iniciar el proceso de expropiación de la planta y el predio de Fanapel en Juan Lacaze, Departamento de Colonia, debido a la ampliación del puerto de esa localidad. Dichos fondos podría ser destinado al pago de la totalidad de la deuda de Fanapel.

Riesgo del sector

La empresa se encuentra expuesta a la volatilidad de los precios internacionales del papel y de la celulosa. En el caso de Argentina, la industria local presenta un elevado grado de proteccionismo, lo que mitiga la estructura de altos costos que Celulosa Argentina detenta, principalmente costos de transporte y laborales.

La compañía presenta un moderado descalce de moneda, ya que su estructura de costos tiene un componente de costos denominados en moneda local, mientras que los precios de venta, principalmente de pulpa, muestran una fuerte correlación con el tipo de cambio. Atrasos cambiarios afectan la habilidad de la empresa a exportar, mientras que un tipo de cambio real elevado es positivo para su rentabilidad en el mediano plazo.

Posición competitiva

La industria de papel en Argentina exhibe precios, y costos superiores a otros países por cuestiones estructurales (costos laborales, fortaleza de sindicatos, y costos de transporte), no obstante, históricamente ha presentado un alto grado de proteccionismo tanto por barreras arancelarias como para arancelarias.

Celulosa se constituye como uno de los principales productores en el mercado local de papel junto a Ledesma S.A. Ambas compañías detentan conjuntamente el 70% de participación de mercado.

Dadas las características del papel que la compañía produce tiene la posibilidad de volcar el excedente de producción al mercado externo, aunque con precios hasta 30% inferiores, mientras que el resto de los participantes locales no pueden hacerlo. La participación de papeles importados también depende de la política gubernamental sobre importaciones y permisos a las mismas.

Administración y calidad de los accionistas

Celulosa es una empresa con oferta pública de acciones. Su capital se compone de 360.625 acciones no endosables con derecho a 5 votos por acción y 10.093.818.443 acciones no endosables con derecho a 1 voto por acción. En el año 2007 el grupo Tapebicuá, tomó control de la compañía y reorganizó su estructura corporativa.

Los balances son auditados por contadores externos independientes bajo normas NIIF.

Factores de riesgo

Riesgo de descalce en el segmento de Papel: FIX considera que la compañía presenta un moderado riesgo de descalce en el segmento de papel dado que los principales costos de Celulosa están valuados en dólares, mientras que el traspaso a precios en el mercado de papel local no es inmediato. Este riesgo se ve parcialmente mitigado por la flexibilidad operativa de la empresa a cambiar su mix de producción hacia pulpa o con mayor orientación al mercado externo.

Exposición a cambios regulatorios: En el mercado local, los precios poseen una prima sobre los precios de exportación. Dado el reducido volumen de la compañía, su estructura de costos es ineficiente en comparación con la de líderes regionales, principalmente de Brasil. Modificaciones en los aranceles externos comunes y convenios comerciales, podrían afectar negativamente la rentabilidad de la empresa.

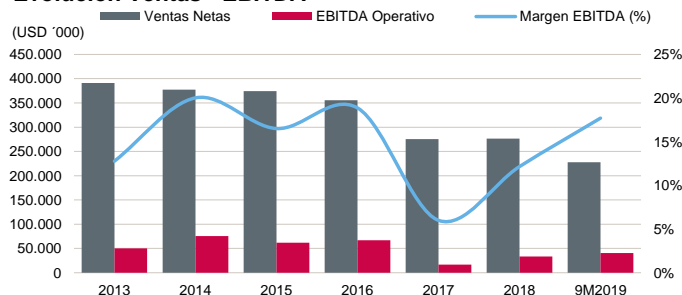
Liquidez Ajustada: La compañía ha presentado históricamente bajos niveles de liquidez lo que la expone a mayores riesgos de refinanciación en contextos de baja liquidez en el mercado bancario y elevadas tasas de interés. FIX considera que este riesgo se ve mayormente mitigado por la posición competitiva de Celulosa en el mercado local y por la industria en la que opera.

Perfil Financiero

Rentabilidad

A feb'19 (9 meses), Celulosa presentó ventas y EBITDA por USD 228 millones y USD 40.3 millones respectivamente, lo que significó un margen del 17.7%. Durante el ejercicio fiscal 2018 reportó ventas y EBITDA por USD 276 millones, USD 33.6 y un margen del 12.2%. En los periodos de 9 meses la compañía presentó prácticamente el mismo nivel de toneladas vendidas, pero con mayores márgenes de rentabilidad. Durante 2019, la mejora en el EBITDA provino de una recuperación de los precios de pulpa y papel a nivel mundial y de la fuerte devaluación del peso. FIX estima que de sostenerse una política con tipo de cambio real competitivo, la compañía podrá presentar márgenes de entre el 15% y 18% en los próximos años.

Evolución Ventas - EBITDA

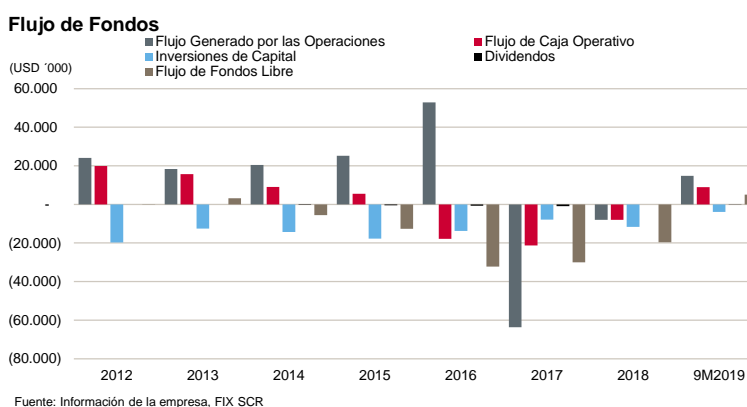


Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Flujo de fondos

Durante los últimos dos ejercicios fiscales, Celulosa presentó una débil generación de EBITDA y Flujo Generado por las Operaciones (FGO) negativo debido principalmente a una deteriorada demanda en el mercado local, a bajos precios internacionales de la pulpa presionados por un mercado mundial sobreofertado y a la restructuración de su subsidiaria Fanapel en Uruguay. No obstante, el EBITDA y el FGO de los últimos tres trimestres muestran una importante mejora debido a una tendencia positiva en el precio de la pulpa internacional y de la devaluación del peso.

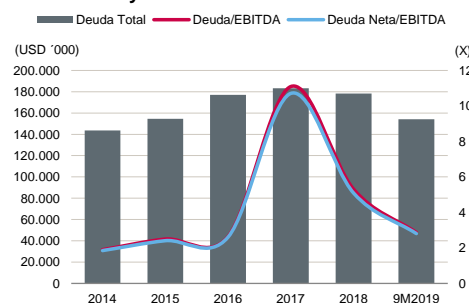
En los 9 meses de 2019, Celulosa presentó un EBITDA de USD 40.3 millones y un FGO positivo en USD 14.8 millones. Hacia adelante, FIX estima que, dado un tipo de cambio real más favorable acompañado de precios internacionales estables, la compañía genere un EBITDA de entre USD 45-50 millones anuales y un Flujo de Fondos Libres positivo con un nivel de inversiones de mantenimiento entre los USD 1-2 millones.



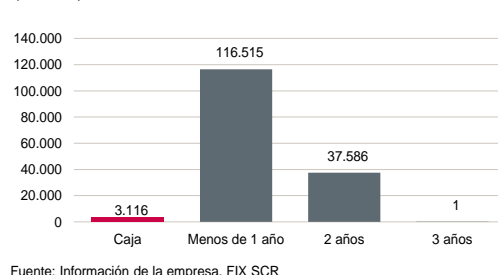
Liquidez y estructura de capital

Al cierre de febrero 2019, la deuda consolidada de Celulosa era de USD 154 millones, 92% concentrada en Celulosa individual y compuesta por préstamos garantizados (44%), Obligaciones Negociables con vencimientos en junio y diciembre de 2019 (43%), Prefinanciación de exportaciones (1%) y Otros (12%).

Deuda Total y Endeudamiento



Vencimiento de la Deuda



Durante los 9 meses del año fiscal 2019, la compañía logró reducir sus niveles de endeudamiento medidos en pesos ajustados por inflación a 3.3x desde 7.1x EBITDA en 2018, mientras que las coberturas de intereses con EBITDA mejoraron a 2.1x desde 1.5x. FIX considera que de sostenerse la mejora en el perfil operativo, acompañado de precios internacionales de la pulpa en torno a USD 700 dólares por tonelada y de un tipo de cambio real competitivo, la compañía podría generar niveles de EBITDA entre USD 45 y 50 millones anuales lo que implicaría una relación de Deuda a EBITDA promedio de 3.5x y coberturas de intereses por encima de 2.0x para los próximos años.

Celulosa se encuentra expuesta a un alto riesgo de refinanciación. Históricamente, la compañía ha logrado desenvolverse bajo una estructura de capital caracterizada por una alta concentración de deuda en el corto plazo y ha demostrado sólida capacidad para refinanciarla.

A feb'19 Celulosa presentaba una posición de caja de \$ 122 millones con una deuda de corto plazo en torno a los \$ 4.544 millones, de los cuales \$ 178 millones corresponden a la ON Clase 11 con vencimiento en jun'19 y \$ 2.700 millones corresponden al capital de la ON Clase 10 con vencimiento en dic'19. La compañía ha presentado históricamente bajos niveles de liquidez lo que la expone a mayores riesgos de refinanciación en contextos de baja liquidez en el mercado bancario y de capitales.

Liquidez - Celulosa S.A.						
ARS '000	2014	2015	2016	2017	2018	9M2019
Indicadores Crediticios						
LTM EBITDA / Deuda CP	0,8	0,7	0,6	0,2	0,3	0,3
LTM EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP	0,9	0,8	0,6	0,2	0,4	0,3
Deuda Total / LTM EBITDA	2,3	2,6	3,2	11,7	7,1	4,3

Fuente: Información de la empresa, FIX SCR

Fondeo y flexibilidad financiera

FIX entiende que Celulosa presenta un alto riesgo de refinanciación en el contexto actual de crédito restringido, altas tasas de interés, que afecta a todas las empresas del sector privado no financiero, por lo que la flexibilidad financiera de la compañía ha venido erosionándose, a pesar de mostrar mejoras en la rentabilidad, generación de fondos y menor nivel de apalancamiento. Celulosa ha venido renegociando exitosamente importantes vencimientos de préstamos con importantes contrapartes privadas, aunque en diciembre del presente año enfrenta el vencimiento de las ON Clase 10 con un servicio de deuda (capital más intereses) por USD 62.8 millones.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de Junio de 2012, Celulosa ha adoptado las normas internacionales de información financiera, en línea con la Resolución General Nº 562/09.

Resumen Financiero - Celulosa Argentina S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en mayo)

Cifras Consolidadas Normas Contables Período	Ajustado por Inflación					
	NIIF feb-19 9 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses	NIIF 2016 12 meses	NIIF 2015 12 meses	NIIF 2014 12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	1.384.333	625.589	252.569	776.594	527.320	496.816
EBITDAR Operativo	1.384.333	625.589	252.569	776.594	527.320	496.816
Margen de EBITDA	17,7	12,2	6,0	18,9	16,5	20,0
Margen de EBITDAR	17,7	12,2	6,0	18,9	16,5	20,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,6	4,1	(13,9)	23,1	15,2	12,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,2	(7,1)	(10,9)	(9,1)	(3,4)	(1,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(21,1)	(69,0)	(86,3)	(6,9)	7,9	(16,8)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,8	0,6	(1,7)	3,1	2,3	2,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,1	1,5	0,7	2,7	3,1	3,7
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,1	1,5	0,7	2,7	3,1	3,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,1	0,5	0,6	0,7
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,3	0,3	0,1	0,5	0,6	0,7
FGO / Cargos Fijos	1,8	0,6	(1,7)	3,1	2,3	2,0
FFL / Servicio de Deuda	0,2	0,0	(0,1)	(0,1)	0,1	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	0,1	0,0	(0,0)	0,1	0,2
FCO / Inversiones de Capital	2,3	(0,7)	(2,7)	(1,3)	0,3	0,6
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,9	16,4	(4,8)	2,8	3,6	4,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,3	7,1	11,7	3,2	2,6	2,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,2	6,8	11,3	3,2	2,5	2,3
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,3	7,1	11,7	3,2	2,6	2,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,2	6,8	11,3	3,2	2,5	2,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	14,3	11,0	13,2	14,9	13,2	13,4
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	75,6	42,0	52,1	54,4	52,0	53,2
Balance						
Total Activos	13.181.022	9.186.701	6.361.983	5.345.412	3.777.451	2.953.061
Caja e Inversiones Corrientes	121.537	181.005	102.878	27.528	50.995	30.146
Deuda Corto Plazo	4.544.066	1.868.794	1.540.533	1.350.497	722.237	617.307
Deuda Largo Plazo	1.465.897	2.579.386	1.417.564	1.131.359	666.963	542.072
Deuda Total	6.009.963	4.448.180	2.958.097	2.481.856	1.389.200	1.159.379
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	6.009.963	4.448.180	2.958.097	2.481.856	1.389.200	1.159.379
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	6.009.963	4.448.180	2.958.097	2.481.856	1.389.200	1.159.379
Total Patrimonio	3.266.781	2.153.049	1.478.636	1.409.089	1.138.784	991.767
Total Capital Ajustado	9.276.744	6.601.229	4.436.733	3.890.945	2.527.984	2.151.146
Flujo de Caja						
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	508.757	(148.520)	(972.681)	611.916	215.276	134.234
Variación del Capital de Trabajo	(201.756)	77	647.322	(817.850)	(168.161)	(74.559)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	307.001	(148.443)	(325.359)	(205.934)	47.115	59.675
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(2)	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(133.627)	(216.361)	(120.407)	(158.917)	(150.981)	(94.450)
Dividendos	(198)	0	(13.881)	(7.852)	(4.460)	(1.532)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	173.174	(364.804)	(459.647)	(372.703)	(108.326)	(36.307)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	32.623	229.430	533.933	830	1.030	539
Otras Inversiones, Neto	(18.490)	178.771	(151.509)	4.520	1.126	14.799
Variación Neta de Deuda	(250.064)	22.044	150.702	369.680	128.528	21.937
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(9)	0	0	(29.177)	(1.500)	(674)
Variación de Caja	(62.766)	65.441	73.479	(26.850)	20.858	294
Estado de Resultados						
Ventas Netas	7.819.951	5.147.531	4.213.300	4.114.724	3.194.090	2.481.274
Variación de Ventas (%)	31,5	22,2	2,4	28,8	28,7	31,0
EBIT Operativo	884.025	351.430	853	571.803	399.303	405.313
Intereses Financieros Brutos	661.582	419.156	358.115	288.539	168.236	132.555
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(352.562)	(1.220.870)	(1.246.007)	(88.048)	84.525	(152.341)

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.
- NIIF: Normas Internacionales de Información Financiera.
- MM: Millones.

Anexo III. Características de los instrumentos.

Obligación Negociable Clase 12

Monto Autorizado:	Por hasta USD 5 millones.
Monto Emisión:	A definir.
Moneda de Emisión:	Dólares americanos.
Fecha de Emisión:	A definir.
Fecha de Vencimiento:	6 meses desde la fecha de emisión.
Amortización de Capital:	Serán amortizadas en 3 cuotas consecutivas, las primeras dos equivalentes al 33% y la tercera del 34%. El capital se abonará desde el mes 4 al 6.
Intereses:	A definir.
Cronograma de Pago de Intereses:	Mensualmente.
Destino de los fondos:	Refinanciación de la ON Clase 11.
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas y Rescate por Cambio de Control.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Relación de Canje:	\$1,015 de valor nominal (VN) por cada \$1 VN de la ON Clase 11.

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, reunido el **24 de mayo de 2019**, asignó la calificación en **A3(arg)** a las ON Clase 12 por hasta USD 5 millones a ser emitidas por la compañía.

A3(arg): "A3" nacional Indica una adecuada capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Sin embargo, dicha capacidad es más susceptible en el corto plazo a cambios adversos que los compromisos financieros calificados 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, 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 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 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.

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

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa pública:

- Balance al 28/02/19 (9 meses), disponible en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte& Co S.R.L.
- Suplemento de prospecto, Clase 10 disponible en www.cnv.gob.ar del 18/11/2016.
- Suplemento de prospecto, Clase 10 adicionales y Clase 11 disponible en www.cnv.gob.ar del 8/06/2017.
- Suplemento de precio Clase 10 adicionales disponible en www.cnv.gob.ar del 10/01/2018.
- Suplemento de precio Clase 12 preliminar provisto 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.