

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

Informe Integral

Calificaciones

Emisor de largo plazo A-(arg)
 ON Clase 1 por hasta \$ 800 MM,
 ampliable a \$ 1.500 MM A-(arg)
 Perspectiva **Negativa**

Emisor de corto plazo A1(arg)

Resumen Financiero

(\$ millones)	31/03/20 Año Móvil	31/12/19 12 Meses
Total Activos	67.781	67.524
Deuda Total	7.282	7.822
Ventas Netas	18.975	19.179
EBITDA Operativo	11.958	12.268
Margen EBITDA (%)	63.0	64.0
Deuda / EBITDA	0.6	0.6
EBITDA / Intereses	10.9	10.2

Informes Relacionados

Metodología de Calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores (CNV)

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Analistas

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

Analista Secundario
 Pablo Cianni
 Director Asociado
 +54 11 5235-8146
pablo.cianni@fixscr.com

Responsable Sector
 Cecilia Minguillón
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Sólidas métricas crediticias: las métricas crediticias son sólidas para el nivel de calificación pero la misma se encuentra limitada por la elevada incertidumbre regulatoria. FIX estima que la generación operativa (FGO) para 2020, considerando la suspensión de ajustes tarifarios a partir de oct'19 y hasta dic'20, rondará en \$ 5.400 millones, y el flujo de fondos libre continuará siendo positivo. El ratio de deuda/EBITDA para 2020 quedaría en torno a 0.5x y las coberturas de intereses con EBITDA serían superiores a 6x.

Perspectiva Negativa/Elevado riesgo regulatorio: los constantes cambios regulatorios realizados en los últimos años generan incertidumbre sobre el desarrollo del sector, con suspensión de ajustes tarifarios a partir de oct'19 hasta dic'20. La generación de fondos operativa de TGN dependerá de la conjunción entre los ajustes tarifarios y el nivel de inflación. En marzo 2017 se había regularizado la situación contractual de las transportistas tras aprobarse la Revisión Tarifaria Integral (RTI). La misma estableció un cuadro tarifario inicial y un mecanismo de actualización semestral por Índice de Precios Internos al por Mayor (IPIM) publicados por el INDEC, por un período de 5 años, que le permite a la compañía afrontar sus gastos operativos y el plan obligatorio de inversiones asumiendo ajustes tarifarios similares a la inflación. Bajo el mencionado mecanismo las tarifas se incrementaron en un 483% (a partir de abril'17 hasta oct'19) y los márgenes de rentabilidad crecieron de 19% en 2016 a 64% en dic'19. FIX espera que en 2020 los márgenes de rentabilidad rondan el 55%.

Estabilidad de la demanda: En 2019 el 71% de los ingresos provino principalmente de contratos de transporte en firme que representan aprox. el 80% de la capacidad instalada. Estos ingresos son muy estables, dado que se cobran independientemente del grado de utilización de la capacidad. Los clientes bajo dicha modalidad son las distribuidoras de gas natural (75% del volumen), grandes usuarios industriales (23%) y comercializadoras y exportadores (2%). Las distribuidoras están regulatoriamente obligadas a contratar el transporte en firme para asegurar el abastecimiento. La porción no utilizada de transporte se vende a través de la modalidad de transporte interrumpible que en 2019 representó el 18% de los ingresos y el 43% del volumen despachado. En 2019 la totalidad de entrega de gas representó el 89% de la capacidad instalada. En 2019 las exportaciones representaron el 7% de los ingresos (aprox. USD 20 millones), y las mismas dependen del sobrante de gas en el mercado interno, en los meses de verano. El cuadro tarifario de exportación se encuentra estipulado en dólares, permitiéndole a TGN generar divisas para cubrirse parcialmente del riesgo de descalce de moneda.

Plan de inversiones moderado: La RTI estableció para TGN un plan de inversiones quinquenal de \$ 5600 millones ajustables por IPIM. En 2019 (de acuerdo a los Estados Contables) TGN realizó inversiones de capital por USD 52.4 millones, que representan el 15% de sus ingresos. FIX espera que esta relación entre inversiones e ingresos se mantenga entre 15% y 20% para el período 2020-2022. Adicionalmente la revisión tarifaria no contempla las inversiones en obras de expansión, las cuales deberán tener un mecanismo de reconocimiento adicional. A pesar de no tener ajustes tarifarios, TGN se encuentra cumpliendo el plan de inversiones establecido en la RTI. En octubre'19, la compañía presentó ante el ENARGAS un plan de adecuación de inversiones en línea con su cuadro tarifario pero a la fecha no obtuvo respuesta. Las inversiones por mantenimiento se estiman en USD 30 millones anuales.

Sensibilidad de la Calificación

La perspectiva negativa contempla el elevado riesgo regulatorio, con la suspensión de ajustes tarifarios hasta dic'20. Una menor generación de fondos debido a la falta de ajustes tarifarios o ajustes insuficientes o una estructura de capital menos conservadora podría implicar una baja en la calificación.

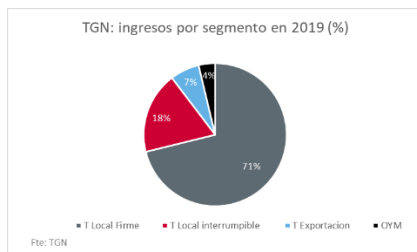
La suba en la calificación podría derivarse en el caso de vislumbrarse un marco regulatorio estable y sustentable.

Liquidez y Estructura de Capital

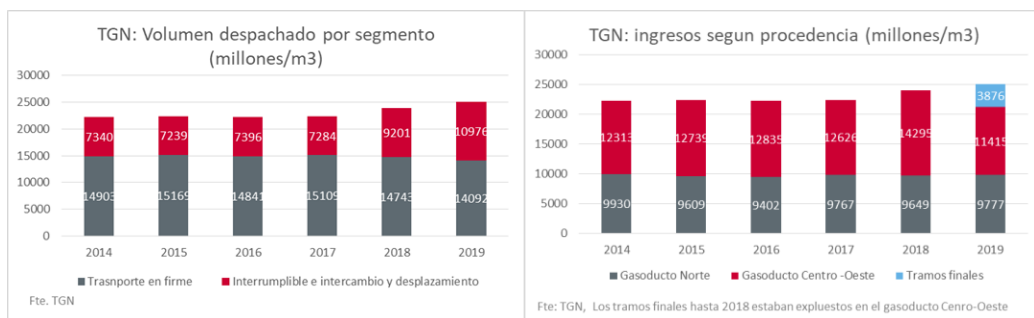
Bajo apalancamiento y adecuada liquidez: a marzo'20 la deuda financiera ascendía a USD 110 millones compuesta 100% por un préstamo sindicado amortizable en dos cuotas semestrales de USD 55 millones, en abril'20 (ya cancelada) y octubre'20. En abril y mayo la compañía utilizó líneas bancarias por aproximadamente \$ 3970 millones para refinanciar su endeudamiento. A marzo'20 la compañía poseía caja e inversiones liquidas por \$ 4.830 millones que cubre el 66% del endeudamiento financiero. La evolución de la liquidez en el futuro dependerá de los ajustes tarifarios. Para 2020, TGN planea mantener una estructura de deuda de corto/mediano plazo a través de bancos locales y emisión de Obligaciones Negociables en pesos. En el año móvil a marzo'20, el ratio de deuda/EBITDA resultó en 0.6x y las coberturas de intereses en 10.9x. Se espera que para 2020 el endeudamiento continúe rondando 0.5x y las coberturas se mantengan holgadas pero levemente reducidas por el cambio de denominación de la deuda de dólares a pesos.

Perfil del Negocio

TGN es la licenciataria para la prestación de servicio de transporte de gas natural del Gasoducto Norte y Gasoducto Centro Oeste. La compañía opera a través de un sistema de más de 6.800 km de extensión, con 20 plantas compresoras y 375.620 HP de potencia instalada con una capacidad instalada de 60 millones de m3/d.



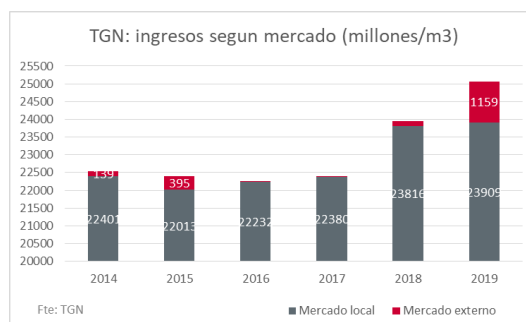
Los ingresos provenientes de actividades reguladas (transporte local en firme, transporte local interrumpible y exportaciones) representaron en 2019 el 96% de los ingresos totales. En 2019 el 71% de los ingresos provinieron de contratos de transporte en firme que representan aprox. el 80% de la capacidad. Estos ingresos tienen la modalidad Take or Pay, es decir que la capacidad de transporte se reserva y se paga independientemente de la utilización del servicio, eliminando el riesgo de volumen. En 2019, las distribuidoras de gas natural representaron el 75% del volumen contratado, los grandes usuarios industriales el 23% y comercializadoras y exportadores el 2%. Las distribuidoras están regulatoriamente obligadas a contratar el transporte en firme para asegurar el abastecimiento. Por contrato las compañías deben notificar con anticipación en caso de no utilizar el transporte contratado. El transporte local sin contrato firme o contratos de transporte interrumpible se utiliza cuando existe capacidad disponible sin utilizar en el gasoducto. Dicha modalidad representó en 2019 el 18% de los ingresos y el 43% del volumen despachado.



Las tarifas reguladas del mercado local son denominadas en pesos y de acuerdo a lo establecido en la Revisión Tarifaria Integral (marzo'2017) poseen ajustes semestrales en función del Índice de Precios Internos Mayorista (IPIM). A partir de octubre'19 el gobierno decidió suspender dichos ajustes hasta el 31 de diciembre'19. En diciembre'19 a través de la Ley de Solidaridad Social y Reactivación Productiva en el Marco de la Ley de Emergencia Pública, se congelaron las tarifas por 180 días y en junio'20 a través del DNU 543/20 se extendió el congelamiento por 180 días

adicionales. A pesar de la falta de ajustes la compañía continúa cumpliendo con sus compromisos de inversiones establecido en la RTI y se espera que en 2020 logre mantener un flujo de fondos libre positivo.

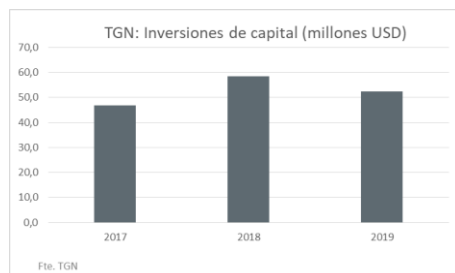
Ajustes tarifarios				
	Indice	Variación	Infl en RTI	IPIM
abr-16	100,0			
abr-17	152,0	52,0%		
dic-17	262,8	72,9%	15,1%	15,2%
abr-18	386,7	47,1%	13,2%	13,2%
oct-18	462,8	19,7%	19,7%	30,6%
abr-19	583,1	26,0%	26,0%	26,0%
oct-19	583,1	0,0%	0,0%	29,3%
abr-20	583,1	0,0%	0,0%	21,1%



En 2019 las exportaciones representaron el 7% de los ingresos (aprox. USD 20 millones) y fueron destinadas principalmente a Chile y en menor medida a Uruguay. Las mismas se realizan en el periodo estival y dependen del sobrante de gas en el mercado interno. El cuadro tarifario se encuentra estipulado en dólares, permitiéndole a TGN generar divisas para cubrirse parcialmente del riesgo de descalce de moneda.

Otros ingresos (4%) incluyen otros servicios de transporte y contratos de operación y mantenimiento de gasoducto.

La RTI estableció un plan de inversiones obligatorio, el cual se ha ido cumpliendo. En 2019 TGN realizó inversiones de capital por USD 52.4 millones, los cuales representaron el 15% de los ingresos. En dicho año la compañía cumplió con todos los indicadores que miden los estándares de calidad de la operación y mantenimiento, de protección ambiental y de transparencia de mercado.



Posición Competitiva

TGN transporta aproximadamente el 40% del gas consumido en Argentina, es concesionario de una licencia exclusiva de explotación de dichos gasoductos hasta diciembre de 2027, prorrogable por 10 años. Dada la naturaleza del negocio, TGN no posee competencia significativa en el servicio de transporte de gas en las regiones norte y centro-oeste del país.

Administración y Calidad de los Accionistas

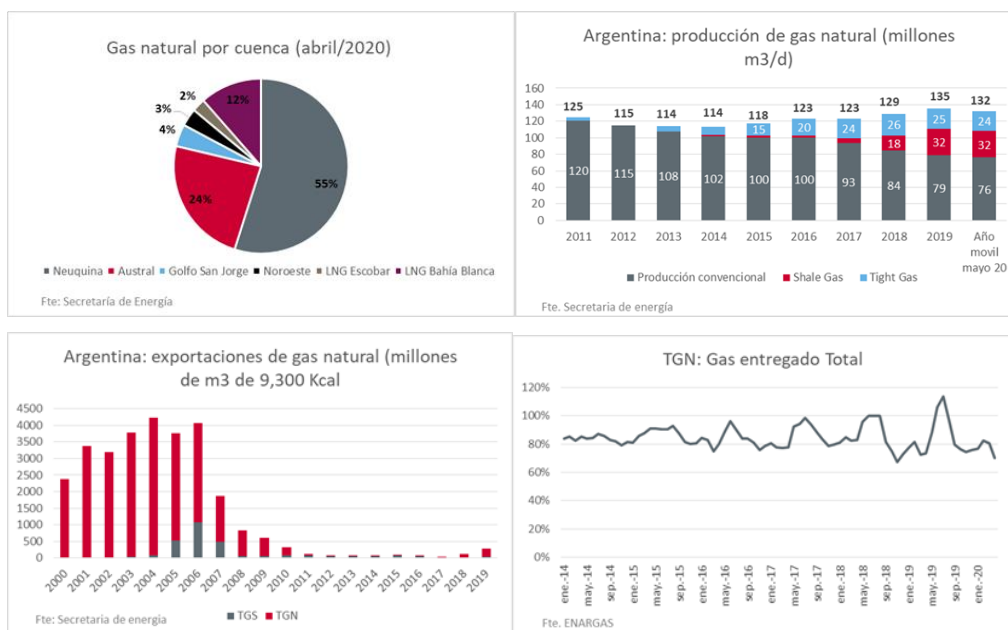
Los principales accionistas de TGN son Gasinvest (56,4%), Southern Cone Energy Holding Company (23,6%) y el público inversor a través de la Bolsa de Comercio de Buenos Aires (20%). A su vez, los accionistas de Gasinvest son Tecpetrol Internacional del Grupo Techint (50%) y Compañía General de Combustibles (50%). El grupo Techint (a través de Tecpetrol) y el grupo Corporación América (a través de CGC) mantienen el co-control de la compañía.

Riesgo del Sector

El riesgo regulatorio representa el mayor riesgo para el sector. El historial de incumplimiento de los contratos de concesión primero con la pesificación de tarifas (2002), después con la falta de ajustes por casi 13 años y sin RT hasta marzo'17 y nuevamente a partir de octubre'19 con la decisión de suspender los ajustes hasta dic'19, prorrogado hasta junio'20 y posteriormente hasta diciembre'20, demuestran la inestabilidad e imprevisibilidad del sector.

La matriz energética de Argentina es altamente dependiente del gas natural. En 2019 el gas natural representó el 54% de la matriz energética del país, seguido por petróleo 31%, energía hidráulica 4%, Energía nuclear 3%, fuentes renovables 1%, carbón 1% y otros 6%. El 55% del gas proviene de la cuenca Neuquina, 24% de la cuenca Austral, 12% del gas comprado e ingresado por LNG de Bahía Blanca y el resto entre el Golfo San Jorge, cuenca Noroeste y el LNG ingresado por Escobar.

Ante un declino anual del gas convencional entre 7%-10% por año, el país necesita desarrollar el shale gas para evitar el declino de la producción. El mismo requiere inversiones más elevadas y sostenidas ya que la declinación en dichos yacimientos es mayor que en los de gas convencional. Se estima que un precio promedio sustentable para el desarrollo de shale gas sería de por lo menos USD 3.5 MMBTU. Actualmente, se encuentra vigente el plan de incentivos a la producción de gas no convencional (Res 46/17) que estipula un precio de USD 6.5 millón/BTU para 2020 y USD 6.0 millón/BTU para 2021 para los productores autorizados. Existen ocho empresas que operan bajo el marco de dicha resolución, siendo Tecpetrol el principal beneficiario del plan (representando el 80% del mismo), a través del desarrollo del yacimiento Fortín de Piedra. La falta de previsibilidad de precio a partir de 2022, limita las actuales inversiones del sector y podría implicar mayores necesidades de importación de gas.

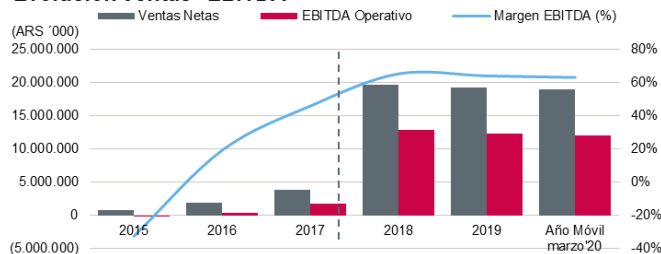


Perfil Financiero

Rentabilidad (rentabilidad histórica y esperada)

En el año móvil a marzo'20 la compañía obtuvo ingresos por \$ 18.975 millones y un EBITDA de \$ 11.958 millones (versus \$19.179 millones y \$ 12.268 millones en 2019 respectivamente). El margen de EBITDA se redujo a 63% de 64% en 2019 y 65% en 2018. La falta de ajuste tarifario a partir de octubre'19 explica la menor rentabilidad. En 2020 bajo un contexto inflacionario y sin ajustes FIX espera que los márgenes ronden el 55%, con un EBITDA de unos \$ 8.100 millones.

Evolución Ventas - EBITDA



(*)Desde 2018 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de Fondos

En el año móvil a marzo'20 el flujo de caja operativo resultó en \$ 5.087 millones. TGN realizó inversiones por \$3.008 millones (en línea con lo estipulado en la RTI) y distribuyó dividendos por \$ 4.168 millones, resultando el flujo de fondos libre negativo en \$ 2.090 millones. Desde 2017, las inversiones rondan entre 15% y 20% de los ingresos. La empresa no posee una política de dividendos establecida, los mismos se distribuyen en base a la liquidez y perspectiva de generación de fondos de la compañía. FIX espera que en 2020-2021 el flujo de fondos libre resulte positivo con una distribución de dividendos flexible en base a la generación de fondos.

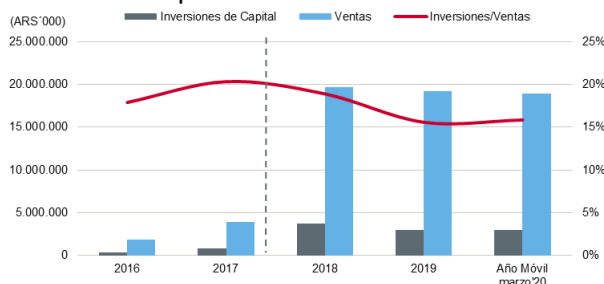
Liquidez y Estructura de capital

A marzo'20 la deuda financiera ascendía a USD 110 millones compuesta 100% por un préstamo sindicado amortizable en dos cuotas semestrales de USD 55 millones, en abril'20 (ya cancelada) y octubre'20. En abril y mayo la compañía utilizó líneas de crédito bancarias por aproximadamente \$ 3970 millones para refinanciar su endeudamiento. En el año móvil a marzo'20 el endeudamiento era de 0.6x y endeudamiento neto de 0.2x. Las coberturas de intereses resultaron en 10.9x

Para 2020, TGN planea mantener una estructura de deuda de corto/mediano plazo a través de bancos locales y emisión de Obligaciones Negociables. FIX espera que para 2020 el endeudamiento (deuda/EBITDA) continúe en torno a 0.5x y las coberturas por arriba de 6.0x.

A marzo'20 la compañía poseía caja e inversiones liquidas por \$ 4.830 millones, que cubre el 66% del endeudamiento financiero. La evolución de la liquidez en el futuro dependerá de los ajustes tarifarios.

Inversiones de Capital



(*)Desde 2018 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Fondeo y flexibilidad financiera

El bajo nivel de endeudamiento y la solidez crediticia le permite a TGN lograr buen acceso al mercado bancario. La emisión de ON le permitirá volver a participar del mercado de capitales tras haber cancelado las Obligaciones Negociables en 2017.

Anexo I. Resumen Financiero

FIX ha actualizado a moneda homogénea a marzo'20 los estados contables al 31/12/2018 y 31/12/2019, utilizando el Coeficiente de Actualización publicado por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas. Los estados contables al 31/12/2016 y 31/12/2017, se expresan en valores nominales y por lo tanto no son comparables con los expresados en moneda homogénea.

Resumen Financiero -Transportadora de Gas del Norte S.A.

(millones de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda	
	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	42,45	42,45	42,45	37,81	18,77	15,85
Tipo de Cambio Promedio	37,94	44,04	44,04	32,81	16,57	14,78
Año	Móvil marzo'20	mar-20	2019	2018	2017	2016
Período	Últ. 12 meses	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	11.958.110	2.771.011	12.267.658	12.833.026	1.777.361	351.977
EBITDAR Operativo	11.958.110	2.771.011	12.267.658	12.833.026	1.777.361	351.977
Margen de EBITDA	63,0	64,4	64,0	65,2	45,9	19,2
Margen de EBITDAR	63,0	64,4	64,0	65,2	45,9	19,2
Margen del Flujo de Fondos Libre	(11,0)	32,2	(5,9)	33,6	(1,4)	14,4
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,6	14,4	4,7	14,0	11,5	5,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	10,9	17,3	10,2	12,8	10,5	1,4
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	10,9	17,3	10,2	12,8	10,5	1,4
EBITDA / Servicio de Deuda	1,4	1,4	1,4	1,6	8,9	0,5
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	1,4	0,4	1,4	1,6	8,9	0,5
FGO / Cargos Fijos	4,6	14,4	4,7	14,0	11,5	5,5
FFL / Servicio de Deuda	(0,1)	0,8	0,0	0,9	0,6	0,7
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	1,4	0,8	1,4	1,0	2,1	2,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,6	0,7	0,6	1,1	2,3	9,7
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,2	0,2	0,3	0,4	2,0	8,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,6	0,7	0,6	1,1	2,3	9,7
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	0,2	0,2	0,3	0,4	2,0	8,7
Costo de Financiamiento Implícito (%)	14,6	17,3	30,4	11,2	4,5	8,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	99,9	99,9	99,9	50,6	0,8	14,1
Balance						
Total Activos	67.780.517	67.780.517	67.523.975	76.729.179	25.059.911	4.584.665
Caja e Inversiones Corrientes	4.829.598	4.829.598	4.233.851	8.549.999	602.132	360.892
Deuda Corto Plazo	7.272.095	7.272.095	7.810.944	7.036.749	31.250	482.615
Deuda Largo Plazo	10.227	10.227	11.055	6.859.782	4.047.412	2.945.213
Deuda Total	7.282.322	7.282.322	7.821.999	13.896.530	4.078.662	3.427.828
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	7.282.322	7.282.322	7.821.999	13.896.530	4.078.662	3.427.828
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	7.282.322	7.282.322	7.821.999	13.896.530	4.078.662	3.427.828
Total Patrimonio	47.080.104	47.080.104	46.282.811	48.218.985	15.035.441	55.866
Total Capital Ajustado	54.362.426	54.362.426	54.104.810	62.115.515	19.114.103	3.483.694
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	3.993.133	2.144.722	4.430.090	13.102.585	1.771.002	1.152.442
Variación del Capital de Trabajo	1.093.370	129.343	1.594.465	(1.949.153)	(1.038.361)	(560.069)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	5.086.503	2.274.065	6.024.555	11.153.431	732.641	592.373
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(3.008.422)	(890.534)	(2.988.830)	(3.719.242)	(788.137)	(328.610)
Dividendos	(4.167.926)	0	(4.167.926)	(821.523)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(2.089.845)	1.383.531	(1.132.201)	6.612.666	(55.496)	263.763
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	8.501.258	956.733	6.482.924	(4.138.800)	25.526	24.520
Variación Neta de Deuda	(7.166.629)	(635.386)	(6.528.185)	0	181.140	(295.611)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(9.531)	0	(9.531)	0	10.003	(25)
Variación de Caja	(764.746)	1.704.878	(1.186.992)	2.473.866	161.173	(7.353)
Estado de Resultados						
Ventas Netas	18.975.241	4.300.547	19.179.193	19.670.910	3.875.276	1.835.265
Variación de Ventas (%)	(1,1)	(4,5)	(2,5)	407,6	N/A	143,7
EBIT Operativo	6.579.612	1.336.659	6.413.707	7.037.149	1.577.900	208.043
Intereses Financieros Brutos	1.099.285	160.488	1.204.912	1.004.587	168.766	256.937
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	4.487.869	801.153	4.586.934	6.172.122	841.856	(368.705)

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 creado por la Ley 24.076 con el objeto de regular, fiscalizar y resolver las controversias suscitadas en relación con el servicio público de gas.
- MM: Millones.

Anexo III. Descripción de los Instrumentos Calificados

Obligación Negociable Clase1

Monto Autorizado: por hasta \$ 800 millones, ampliable a \$ 1500 millones

Monto Emisión: a determinar

Moneda de Emisión: pesos

Fecha de Emisión: a determinar

Fecha de Vencimiento: 18 meses desde la fecha de emisión

Amortización de Capital: el capital será amortizado en tres cuotas iguales trimestrales y consecutivas, que serán abonadas a los 12 meses, 15 meses y 18 meses contados desde la

Intereses: Badlar Privada + margen de corte a determinar

Cronograma de Pago de Intereses: trimestral

Destino de los fondos: inversiones en activos físicos y bienes de capital situados en el país, para financiar el plan de inversiones productivas, para la expansión, adquisición, construcción y/o mejoras de activos utilizados en la prestación del servicio público del transporte de gas, para refinanciación de deudas, para la adquisición de participaciones sociales y/o financiamiento del giro comercial del negocio y para la integración de capital de trabajo en el país.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIXSCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de *Fitch Ratings*) - Reg. CNVNº9

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de *Fitch Ratings*), en adelante FIX, realizado el **31 de julio de 2020**, asignó en '**A-(arg)**' con Perspectiva Negativa la calificación de Emisor de largo plazo de *Transportadora de Gas del Norte S.A.* y a las Obligaciones Negociables Clase 1 por hasta \$800 millones, ampliable a USD 1.500 millones a ser emitidas por la compañía. Adicionalmente asignó en categoría '**A1(arg)**' a la calificación de Emisor de corto plazo.

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.

Categoría A1(arg): "A1" Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo país. Cuando las características de la emisión o emisor son particularmente sólidas, se agrega un signo "+" a la categoría.

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

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

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

La calificación asignada se desprende del análisis de 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.

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 de carácter público (disponible en www.cnv.gob.ar):

- Estados financieros anuales consolidados hasta el 31-12-2019 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.*).
- Estados financieros intermedios condensados hasta el 31-03-2020: *PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.*).

Adicionalmente, FIX cuenta con el Suplemento de prospecto de las *Obligaciones Negociables Clase 1* provistos de forma privada por la compañía el 28 de julio 2020.

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.