

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	Estable

Emisor de corto plazo	A1+(arg)
-----------------------	----------

Resumen Financiero

(\$ millones)	31/03/21 Año Móvil	31/12/20 12 Meses
Total Activos	81.261	96.330
Deuda Total	7.452	11.143
Ventas Netas	19.125	27.361
EBITDA Operativo	11.104	17.819
Margen EBITDA (%)	58.1	65.1
Deuda / EBITDA	0.7	0.6
EBITDA / Intereses	7.3	10,4

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
 Federico Caeiro
 Director Asociado
 +54 11 5235-8146
federico.caeiro@fixscr.com

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

Factores Relevantes de la Calificación

Suba de calificación: FIX SCR S.A. - afiliada de Fitch Ratings - subió las calificaciones de largo plazo de Transportadora de Gas del Norte S.A. -TGN- a 'A+(arg)' desde 'A-(arg)' y la calificación de Emisor de corto plazo a 'A1+(arg)' desde 'A1(arg)'. La suba refleja la expectativa que la compañía continúe manteniendo un sólido perfil financiero con fuertes niveles de liquidez en términos comparativos, sin necesidades de deuda adicional. El riesgo regulatorio es manejable, considerando la trayectoria de TGN en el manejo de los negocios aun sin incorporar ajustes tarifarios.

Panorama Sectorial Favorable: FIX espera que el sector de gas mejore gradualmente tras el impulso del Gas-Ar. A junio '21 la producción de gas fue de 127 MMm3/d, estando levemente por debajo de niveles pre-pandemia de 2019. En un contexto de reducción de importaciones de gas de Bolivia y un crecimiento de la producción de gas en la cuenca Neuquina el principal limitante se encuentra en la capacidad de transporte. Las nuevas inversiones de capacidad no están contempladas en el actual cuadro tarifario, por lo cual las mismas tendrán un reconocimiento adicional. Las condiciones macroeconómicas y regulatorias continuaran determinando la velocidad e expansión del sector.

Estabilidad de la demanda: la compañía posee ingresos estables provenientes de los contratos en firme que representan el 80% de la capacidad instalada (en 2020 representaron el 57% de los ingresos). Los clientes son principalmente las distribuidoras de gas natural que representan el 75% del volumen, grandes usuarios industriales (24%) y comercializadoras y exportadores (1%). Las distribuidoras están legalmente 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 2020 representó el 32% de los ingresos y el 43% del volumen despachado, se esperan porcentajes similares para 2021. Las exportaciones dependen del sobrante de gas en el mercado interno durante los meses de verano, en 2020 las mismas representaron el 5% de los ingresos (aprox. USD 13 millones). El incremento de dicho segmento se incrementaría en línea con el crecimiento de la producción, la cual es impulsada por el Plan Gas Ar. 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: ante la suspensión de la RTI, la compañía revisó su plan de inversiones, estableciendo un plan para el mantenimiento de activos y en concordancia con las posibilidades de ejecución considerando las limitaciones en las obras por la pandemia. FIX espera que esta relación entre inversiones e ingresos se mantenga cercanas a 15% para el período 2021-2022. Las inversiones por mantenimiento se estiman en USD 30 millones anuales.

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 abr'22. La generación de fondos de TGN dependerá de la conjunción entre los ajustes tarifarios, el nivel de inflación y las inversiones establecidas para el mantenimiento de los activos. En dic'19 el gobierno decidió suspender los ajustes tarifarios y en dic'20 se suspendió la implementación de la RTI, estableciéndose un período transitorio hasta la implementación de una nueva RTI que debería ser implementada no más allá de 2022. En marzo'21 se estableció un nuevo cuadro tarifario con 0% de aumento para 2021.

Sensibilidad de la Calificación

La Perspectiva Estable de la calificación refleja nuestra expectativa que las métricas crediticias continuarán robustas en los próximos 18 meses dado su perfil de flujo de caja, nivel de caja en moneda extranjera vis a vis sus compromisos financieros, aun asumiendo un congelamiento tarifario para 2021 y niveles de inflación entre 40% y 50% .

Los factores que podrían mejorar la calidad crediticia estarían íntimamente relacionados con un marco regulatorio más predecible y sostenible y/o un cambio de mix entre el negocio regulado y el no regulado.

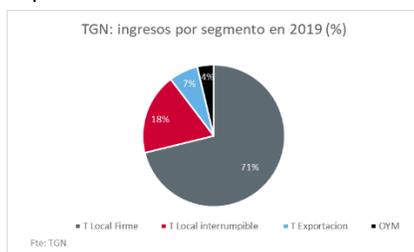
Los factores que podrían generar una baja de calificación podrían relacionarse con un deterioro de los activos, derivados de la ausencia prolongada de ajustes tarifarios o ajustes insuficientes.

Liquidez y Estructura de Capital

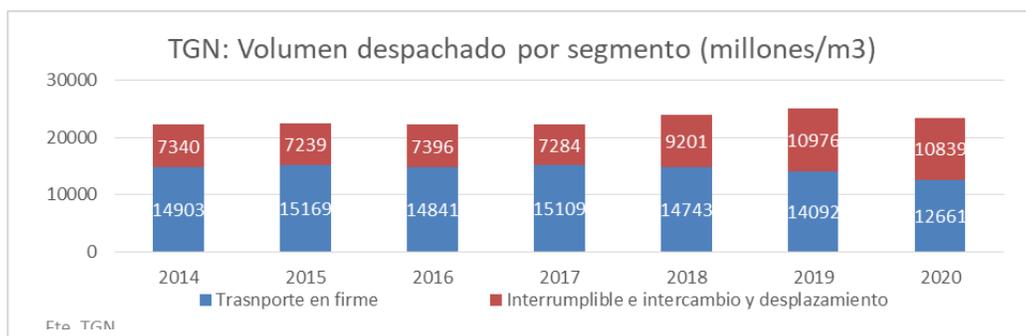
Bajo apalancamiento y fuerte liquidez: a marzo'21 la deuda financiera ascendía a USD 81 millones compuesta por un préstamo con el banco Itaú Unibanco S.A. Nassau Branch por USD 55 millones pagadero 100% al vencimiento en octubre'22, ON por USD 17 millones amortizables en 3 cuotas trimestrales consecutivas desde agosto 2021 hasta febrero 2022, y un préstamo con el banco Macro por USD 9 millones con esquema de amortización trimestral a partir de agosto 2021 y vencimiento en febrero 2022. A marzo'21 la compañía poseía caja e inversiones líquidas por USD 113 millones que cubren el 140% del endeudamiento financiero. La evolución de la liquidez en el futuro dependerá de los ajustes tarifarios y del nivel de inversiones. Se espera que para 2021 el endeudamiento (deuda/EBITDA) ronde 1.1x y el endeudamiento neto continúe negativo.

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 10.940 km de extensión aprox., con 21 plantas compresoras y 391.020 HP de potencia instalada con una capacidad instalada de 60 millones de m3/d.



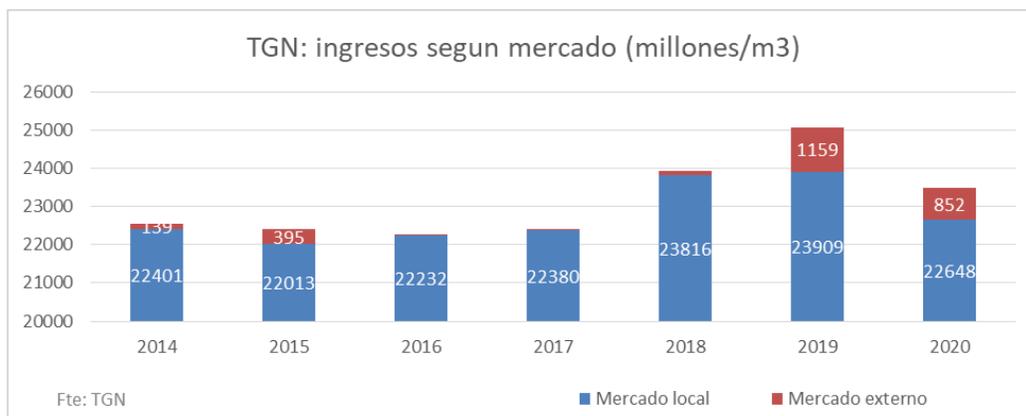
Los ingresos provenientes de actividades reguladas (transporte local en firme, transporte local interrumpible y exportaciones) representaron en 2020 el 95% de los ingresos totales. En 2020 el 57% de los ingresos provinieron de contratos de transporte en firme que representan aprox. el 80% de la capacidad. Estos ingresos tienen la modalidad Take or Pay, es decir que se perciben independientemente del grado de utilización de la capacidad contratada, eliminando el riesgo de volumen. Los clientes son principalmente las distribuidoras de gas natural (75% del volumen), grandes usuarios industriales (24%) y comercializadoras y exportadores (1%). Las distribuidoras están legalmente 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. Tanto la porción de transporte sin contrato firme, como la capacidad no utilizada del transporte firme, se venden bajo la modalidad de transporte interrumpible, la cual en 2020 representó el 33% de los ingresos y el 43% del volumen despachado.





Las tarifas del segmento regulado 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 oct'19 el gobierno decidió suspender dichos ajustes sucesivamente hasta dic'21. Las inversiones por mantenimiento se estiman en torno de los USD 30 millones.

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 2020 las exportaciones representaron el 5% de los ingresos (aprox. USD 13 millones) y fueron destinadas principalmente a Chile. 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 (5%) 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 hasta 2019. En ese año TGN realizó inversiones por USD 52.4 millones, las cuales representaron el 15,5% de los ingresos, cumpliendo asimismo con todos los indicadores que miden los estándares de calidad de la operación y mantenimiento, de protección ambiental y de transparencia de mercado. En 2020, bajo el contexto de falta de actualización tarifaria y limitaciones a la movilidad por pandemia, las inversiones se redujeron a USD 32.3 millones, las cuales representaron el 13,7% de los ingresos.

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 es un monopolio natural en el servicio de transporte de gas en las regiones norte y centro-oeste del país.

Administración y Calidad de los Accionistas

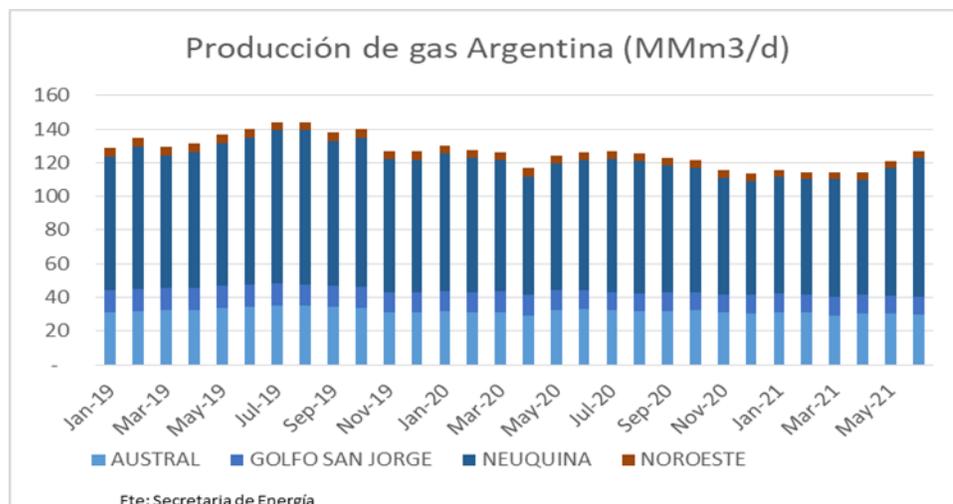
Los principales accionistas de TGN son Gasinvest (56,4%), Southern Cone Energy Holding Company (23,6%) y el público inversor a través de Bolsas y Mercados Argentinos S.A. (20%). A su vez, los accionistas de Gasinvest son Tecpetrol Internacional del Grupo Techint (50%) y Compañía General de Combustibles (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 RTI hasta marzo'17 y nuevamente a partir de octubre'19 con la decisión de suspender los ajustes hasta dic'21, 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 55% de la matriz energética del país, seguido por petróleo 35%, energía hidráulica 4%, fuentes renovables 1% y otros 5%. El 53% del gas proviene de la cuenca Neuquina, 22% de la cuenca Austral, 10% del gas comprado a Bolivia y el resto entre el Golfo San Jorge, cuenca Noroeste y el LNG ingresado por Escobar.

La producción local de gas se espera muestre un repunte importante tras los mínimos alcanzados en el primer trimestre de 2021 impulsado por el Plan Gas.Ar definido en dic-20 con niveles de precios promedio que saltarían a 3.0 USD/MMBTU desde valores piso de USD 2.2 USD/MMBTU en 2020. Las compañías concentradas en dicho segmento se favorecerán durante cuatro años de un escenario de precios predecible con el objetivo de incentivar las inversiones y aumentar la producción. En un contexto de reducción de importaciones de gas de Bolivia y un crecimiento de la producción de gas en la cuenca Neuquina el principal limitante se encuentra en la capacidad de transporte.



Perfil Financiero

Rentabilidad (rentabilidad histórica y esperada)

En el año móvil a marzo'21 la compañía obtuvo ingresos por \$ 19.125 millones y un EBITDA de \$ 11.004 millones. (Versus \$18.906 millones y \$ 11.559 millones en 2020 respectivamente). El margen de EBITDA se redujo a 58% de 61% en 2020 y 64% en 2019. La falta de ajuste tarifario a partir de octubre'19 explica la menor rentabilidad. En 2021 bajo un contexto inflacionario y sin ajustes FIX espera que los márgenes rondan el 39%, con un EBITDA de unos \$ 6.696 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'21 el flujo de caja operativo resultó en \$ 4.977 millones. TGN realizó inversiones por \$2.183 millones (por debajo de lo estipulado en la RTI), resultando el flujo de fondos libre en \$ 2.794 millones. Durante el período 2017-2020 las inversiones rondaron entre 15% y 20% de los ingresos. Sin embargo, como consecuencia del congelamiento tarifario de 2019 y la pandemia, hasta la fecha se observa una disminución de las inversiones, siendo del 14% en 2020 y 11% en el año móvil a marzo 2021. Desde el Decreto 1020/20 de diciembre 2020 la empresa no puede distribuir dividendos. FIX espera que en 2021 el flujo de fondos libre resulte en torno a los \$ 2.000 millones.

Liquidez y Estructura de capital

A marzo'21 la deuda financiera ascendía a USD 81 millones compuesta por un préstamo con el banco Itaú Unibanco S.A. Nassau Branch por USD 55 millones pagadero 100% al vencimiento en octubre'22, ONs por USD 17 millones con amortizables en 3 cuotas trimestrales consecutivas desde agosto 2021 hasta febrero 2022, y un préstamo con el banco Macro por USD 9 millones pagadero en tres cuotas trimestrales consecutivas desde agosto 2021 a febrero 2022. En el año móvil a marzo'21 el endeudamiento era de 0.7x y endeudamiento neto en 0.2x negativo (incluyendo las inversiones de largo plazo). Las coberturas de intereses resultaron en 7.3x.

Se espera que para 2021 el endeudamiento (deuda/EBITDA) ronde 1.1x y el endeudamiento neto neutro o positivo, las coberturas continúen siendo por arriba de 6.0x.

A marzo'21 la compañía poseía caja e inversiones liquidas por USD 113 millones que cubre el 140% del endeudamiento financiero. La evolución de la liquidez en el futuro dependerá de los ajustes tarifarios.

Fondeo y flexibilidad financiera

El bajo nivel de endeudamiento y su solidez crediticia le permite a TGN lograr buen acceso al mercado bancario. En octubre'20 la compañía logró con éxito refinanciar la última cuota del préstamo sindicado por USD 55 millones con el préstamo otorgado por Itaú Argentina S.A. Nassau Branch.

Anexo I. Resumen Financiero

FIX ha actualizado a moneda homogénea a marzo'21 los estados contables al 31/12/2018, 31/12/2019 y 31/12/2020, utilizando el Coeficiente de Actualización publicado por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas. Los estados contables al 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.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda	Moneda
	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)	Constante(*)
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	mar-21	2019	2018	2017
Período	Últ. 12 meses	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	11.104.026	1.992.113	17.819.497	18.307.604	6.208.165
EBITDAR Operativo	11.104.026	1.992.113	17.819.497	18.307.604	6.208.165
Margen de EBITDA	58,1	51,0	65,1	65,2	45,9
Margen de EBITDAR	58,1	51,0	65,1	65,2	45,9
Margen del Flujo de Fondos Libre	14,6	3,4	(43,6)	51,7	(1,0)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,6	1,0	(1,3)	21,1	8,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	7,3	8,0	10,4	12,8	10,5
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	7,3	8,0	10,4	12,8	10,5
EBITDA / Servicio de Deuda	2,8	2,3	1,4	1,6	8,9
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	2,8	0,7	1,4	1,6	8,9
FGO / Cargos Fijos	1,6	1,0	(1,3)	21,1	8,1
FFL / Servicio de Deuda	1,1	0,4	(0,8)	1,4	0,7
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,1	7,8	(4,9)	0,7	3,0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,7	0,9	0,6	1,1	2,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	0,2	0,3	0,3	0,4	2,0
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	0,7	0,9	0,6	1,1	2,3
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,2	0,3	0,3	0,4	2,0
Costo de Financiamiento Implícito (%)	19,9	12,9	30,4	8,4	6,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	32,6	32,6	100,0	50,6	0,8
Balance					
Total Activos	81.261.470	81.261.470	96.329.752	109.461.905	87.532.054
Caja e Inversiones Corrientes	5.188.732	5.188.732	6.040.014	12.197.434	2.103.194
Deuda Corto Plazo	2.427.739	2.427.739	11.143.098	10.038.631	109.153
Deuda Largo Plazo	5.024.354	5.024.354	0	9.786.170	14.137.252
Deuda Total	7.452.093	7.452.093	11.143.098	19.824.801	14.246.406
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	7.452.093	7.452.093	11.143.098	19.824.801	14.246.406
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	7.452.093	7.452.093	11.143.098	19.824.801	14.246.406
Total Patrimonio	61.401.070	61.401.070	66.027.098	68.789.240	52.517.466
Total Capital Ajustado	68.853.163	68.853.163	77.170.196	88.614.041	66.763.872
Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	889.997	(11.261)	(3.991.138)	28.754.595	4.189.731
Variación del Capital de Trabajo	4.086.964	680.913	2.274.665	(4.277.562)	(2.456.493)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	4.976.961	669.652	(1.716.473)	24.477.033	1.733.239
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(2.183.160)	(536.730)	(4.263.867)	(8.162.153)	(1.864.528)
Dividendos	0	0	(5.945.958)	(1.802.893)	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	2.793.801	132.922	(11.926.297)	14.511.987	(131.289)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(2.129.798)	651.193	9.248.544	(9.082.904)	60.388
Variación Neta de Deuda	(1.820.744)	(101.087)	997.993	0	428.530
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(15.079)	0	(13.596)	0	23.665
Variación de Caja	(1.171.820)	683.028	(1.693.356)	5.429.084	381.294
Estado de Resultados					
Ventas Netas	19.124.757	3.902.392	27.361.051	28.062.535	13.535.997
Variación de Ventas (%)	(10,5)	(36,4)	(2,5)	107,3	N/A
EBIT Operativo	2.354.211	(480.977)	9.149.800	10.039.202	5.511.465
Intereses Financieros Brutos	1.518.855	249.758	1.718.929	1.433.145	589.485
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.649.889	(702.678)	6.543.722	8.805.154	2.940.529

Reexpresado a moneda constante a mar'21

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: \$1500,000,000

Moneda de Emisión: pesos

Fecha de Emisión: 10 de agosto 2020

Fecha de Vencimiento: 10 de febrero 2022

Amortización de Capital: el capital será amortizado en tres cuotas iguales trimestrales y consecutivas. (i) la primera será abonada el 10 de agosto de 2021 por el 33,33% del capital; (ii) la segunda el 10 de noviembre de 2021 por el 33,33% del capital; y (iii) la tercera será abonada al vencimiento por el 33,34% del capital.

Intereses: Badlar Privada + 1%

Cronograma de Pago de Intereses: los intereses serán pagaderos trimestralmente, en la siguientes fechas: 10 de noviembre 2020, 10 de mayo 2021, 10 de agosto 2021, 10 de noviembre 2021 y 10 de febrero 2022.

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

FIX SCR 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 **6 de agosto de 2021**, subió a 'A+(arg)' desde 'A-(arg)' la calificación de Emisor de largo plazo de *Transportadora de Gas del Norte S.A.* y de las Obligaciones Negociables Clase 1 por hasta \$800 millones, ampliable a USD 1.500 millones emitidas por la compañía. Adicionalmente subió a categoría '**A1+(arg)**' desde A1(arg) 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 Fondeo 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.

Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público disponible en www.cnv.gov.ar :

- Estados financieros anuales consolidados hasta el 31-12-2020 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.*).
- Estados financieros intermedios condensados hasta el 31-03-2021: *PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.*).
- Suplemento de Precio de ON Clase 1, de fecha 3 de agosto 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.