

Pampa Energía S.A. (PAMPA)

Informe Integral

Factores Relevantes de la Calificación

Perspectiva Estable: la calificación incorpora la fuerte posición de liquidez de PAMPA que le va permitir atravesar el ciclo adverso aun alcanzando un apalancamiento pico cercano a 3.8x en 2020. La compañía mantiene una considerable flexibilidad financiera y un flujo de fondos libre positivo, a la vez que alcanzaría en los próximos meses la maduración de su negocio de electricidad con la puesta en marcha del ciclo cerrado de Genelba Plus en julio'20. Los mayores riesgos regulatorio y de contraparte son mitigados por las fortalezas operativas y financieras de la compañía.

Solida generación de fondos: Pampa mantiene un flujo de caja positivo derivado de la fuerte posición de mercado en los negocios en los que participa, de los contratos de venta existentes, y la trayectoria y desempeño en los mismos. FIX espera que en 2020 la rentabilidad ajustada de la compañía se reduzca a USD 450 MM de USD 690 MM en 2019 (sin considerar las compañías vinculadas). En 2020 el EBITDA del segmento de generación se estima en USD 350 MM (-8% vs USD 383 en 2019); la reducción en la remuneración de energía base (estimada en - USD 55 MM) será parcialmente compensada con la habilitación del ciclo cerrado de Genelba Plus. En el segmento de Petróleo y Gas el EBITDA se reducirá a USD 90 MM de USD 172 MM, explicado por la baja del 5% en la producción y del 20% en el precio del gas. En cuanto a EDENOR, se espera una rentabilidad neutra o levemente positiva (USD 10 MM) versus USD 136 MM en 2019. Pampa planea reducir las inversiones de expansión a niveles mínimos, compensando la menor rentabilidad y mayores necesidades de capital de trabajo por la extensión de días de pagos de CAMMESA, logrando un flujo de fondos libre levemente positivo.

Riesgo regulatorio en alza: En 2020 los cambios regulatorios para reducir los costos del sistema incluyeron: pesificación de la remuneración de energía base, suspensión de los ajustes mensuales por inflación y reducción de la remuneración de un 15% para la generación térmica y un 45% para las hidroeléctricas. FIX no contempla en la calificación modificaciones en los contratos de largo plazo de compra de electricidad, los cuales serían eventos evaluados en caso de ocurrencia. Se estima que el impacto de los cambios regulatorios sobre el EBITDA de Pampa rondan los USD 50/55 millones.

Mayor riesgo de contraparte: CAMMESA es la contraparte principal de las empresas del sector. El congelamiento de tarifas, unido a la dificultad en las cobranzas por parte de las distribuidoras, aumenta la dependencia de CAMMESA de las transferencias del gobierno nacional, exponiendo a las empresas del sector a mayores retrasos en los pagos de CAMMESA. El plazo de pago se incrementó a 80 días desde los 50 días promedio de 2019. La fuerte liquidez de Pampa mitiga el riesgo de contraparte.

Adecuado perfil financiero: a marzo'20 Pampa mantenía una deuda financiera (incluyendo deuda financiera con CAMMESA) por USD 1.795 millones, mayoritariamente con vencimientos en el largo plazo. El endeudamiento neto a marzo'20 medido en pesos como deuda financiera neta sobre EBITDA año móvil resultó en 2.6x, con una cobertura de intereses de 3.2x. FIX estima que el indicador de apalancamiento neto se mantenga cercano a 3.0x y las coberturas de intereses continúen holgadas.

Producción concentrada en gas: a dic'19 la producción diaria era de 48.2 miles BOE/d, concentrada en el segmento de gas (90%). A dic'19, las reservas probadas resultaron en 135 millones de BOE, representando 7.7 años de producción (levemente por debajo del óptimo de FIX de 10 años). El 90% de las reservas probadas son de gas y el 52% se encuentran desarrolladas. Se espera que en el futuro la compañía mantenga los actuales niveles de producción, enfocados en gas no convencional en la cuenca Neuquina.

Sensibilidad de la Calificación

FIX podría adoptar una acción de calificación negativa en cualquiera de los siguientes casos: 1) cambios en las regulaciones que impacten sustancialmente en la generación de fondos de la compañía y 2) un deterioro significativo en la estructura de capital o en la liquidez. .

Liquidez y Estructura de Capital

La liquidez corriente se ve favorecida por un perfil de vencimientos de largo plazo. A marzo'20 la compañía presenta una estructura de capital con un apalancamiento reducido en el corto plazo (USD 96 millones) y una alta posición de caja e inversiones corrientes (USD 497 millones) que le permite mantener acotadas sus necesidades de financiamiento.

Calificaciones

| | |
|---|----------|
| Emisor largo plazo | AA-(arg) |
| ON Clase 6 por hasta USD 20 MM, ampliable a USD 100 MM* | AA-(arg) |
| ON Clase 7 por hasta USD 20 MM, ampliable a UDS 100 MM* | AA-(arg) |

*En su conjunto las ON Clase 6 y Clase 7 no podrán superar USD 100 MM

Perspectiva **Estable**

Resumen Financiero

| (\$ millones) | 31/03/20 Año móvil | 31/12/19* 12 Meses |
|--------------------|-----------------------|-----------------------|
| Total Activos | 355.984 | 340.428 |
| Deuda Total | 115.744 | 116.603 |
| Ventas Netas | 175.725 | 166.703 |
| EBITDA Operativo | 43.889 | 39.819 |
| Margen EBITDA (%) | 25.0 | 23.9 |
| Deuda / EBITDA | 2.6 | 2.9 |
| EBITDA / Intereses | 3.2 | 3.2 |

Las cifras han sido reexpresadas en moneda homogénea al 31/03/2020.

Informes Relacionados

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

[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

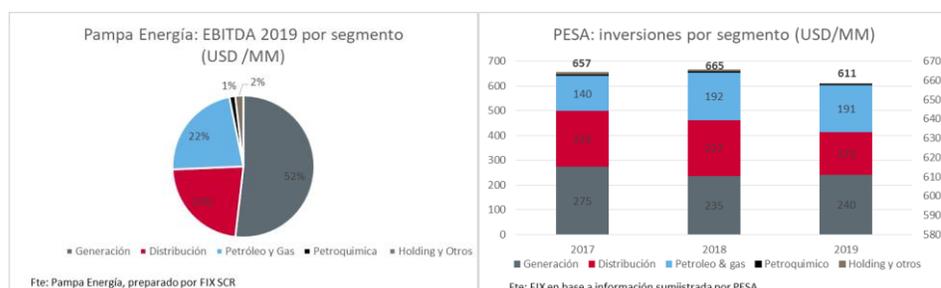
Responsable Sector
 Cecilia Minguillón
 Director Senior
 +54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Hechos Recientes

El 21 de julio Pampa informó que el octavo período de intereses correspondiente a las ON Clase T por USD 18.457.500 se pagará durante el período de gracia de 30 días establecido en el Prospecto de Emisión y no en la fecha de vencimiento (21 de julio). El 28 de mayo el Banco Central de la República Argentina (BCRA) mediante la Comunicación A 7030 extendió a 90 días previos (de 30) y a 90 días posteriores (de 30) la restricción para realizar operaciones de compra venta de títulos públicos en moneda local con liquidación de divisas para empresas que requieran acceder al mercado oficial de cambio. En el caso de Pampa a partir del 3 de agosto se cumplirían los 90 desde la última transferencia de títulos quedando habilitada para acceder al mercado de cambios y pagar los intereses de la ON Clase T. Considerando que el motivo de la demora obedece a las limitaciones regulatorias establecidas de forma retroactiva por el BCRA y no a cuestiones de liquidez y que dicho incumplimiento quedará subsanado durante el plazo previsto por el Prospecto de Emisión, FIX no prevé un cambio de calificación para Pampa Energía.

Perfil del Negocio

Pampa Energía es la mayor empresa privada de energía del país, exhibiendo liderazgo o fuerte presencia en los principales segmentos donde opera. La compañía opera de forma directa en los segmentos generación de energía, desarrollo y exploración de gas y petróleo (upstream), distribución de gas y petroquímica. Además a través de sus compañías vinculadas participa de los segmentos de Transporte de gas y Transporte de energía. La integración de sus operaciones le permite alcanzar sinergias que contribuyen a una mayor eficiencia operacional y la diversificación en varios segmentos actúa como mitigante frente al riesgo normativo inherente a sus negocios regulados.

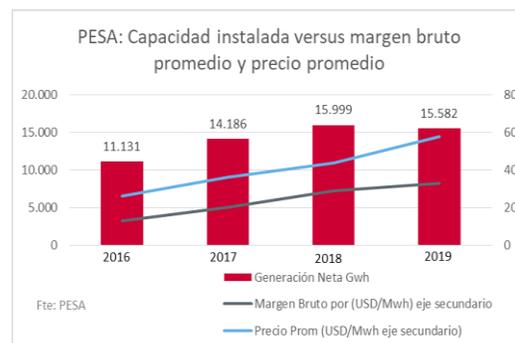
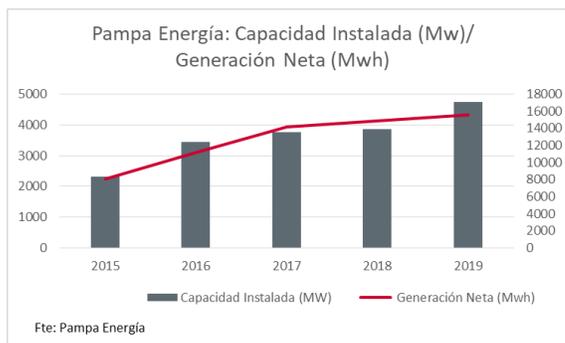


Tras la venta de Petrolera entre Lomas en el 1er trimestre de 2018, Pampa Energía concentró sus principales activos en la producción de gas y generación de energía. La compañía realizó inversiones para incrementar la producción de gas y aumentar el parque generador a través de proyectos atados a contratos de energía con CAMMESA o con la industria. Adicionalmente realizó inversiones en el segmento de distribución, acordadas en Revisión Tarifaria Integral, por entre USD 180 MM y USD 250 MM anuales. El siguiente cuadro muestra los proyectos de generación realizados en los últimos años. En 2020 PESA planea reducir las inversiones a mantenimiento en todos los segmentos, con excepción generación en el cual invertirá USD 35 MM para financiar el cierre de ciclo de Genelba Plus.

| Proyecto | MW | Equipo | Comercialización | Precio Potencia USD/MW mes | Variable USD/Mwh | Inversion Estimada (USD/MM) | Fecha de habilitacion comercial |
|---------------------|----|-------------|-------------------|----------------------------|------------------|-----------------------------|---------------------------------|
| Pampa Energía II | | 53 Vestas | Mercado a Término | N/A | | 69 | 64 may-19 |
| Pampa Energía III | | 53 Vestas | Mercado a Término | N/A | | 69 | 73 may-19 |
| CTLL | | 15 GE | Res SEE 31/20 | 4500-6000 | | 5,4 | 20 3T 2020 |
| Cierre Genelba Plus | | 383 Siemens | PPA por 15 años | 20500 | | 6 | 350 jul-20 |

Segmento Generación de Energía

Pampa posee doce centrales de energía con una capacidad instalada de 4751.9 MW segmentada en: energía térmica 3040 MWWW, hidroeléctrica 938 MW, y eólica 206 MW. La capacidad no considera la Central Térmica Ensenada Barragán por 567 MW la cual es co-controlada junto con YPF con 50% cada una. La tecnología y eficiencia de las centrales térmicas, sumada a la ubicación estratégica de varias de ellas, ya sea por cercanía al gas o a las estaciones transformadoras, permiten lograr un nivel de despacho promedio superior al 50% (incluyendo paradas por mantenimiento).



| Incremento de capacidad por trimestre (MW) | | | | | | | | | |
|--|-------------|--------------|------------|--------------|------------|--------------|------------|-------------------|------------|
| 3T'16 | | 3T'17 | | 4T'17 | | 2T'18 | | 2T'19 | |
| CTGEB A | 825 | CTLL | 105 | CTLL | 15 | PEMC | 100 | Pampa Energía II | 53 |
| ECO energía | 14 | CTGEB A | 18 | CTIW | 100 | | | Pampa Energía III | 53 |
| HPPL | 285 | CTPP | 100 | | | | | | |
| TOTAL | 1124 | TOTAL | 223 | TOTAL | 115 | TOTAL | 100 | TOTAL | 106 |

Actualmente el 53% de los ingresos proviene de contratos de largo plazo con CAMMESA (Res. 220 y 21) y luego de la habilitación del ciclo cerrado de Genelba los mismos representarían el 69%. Dicho segmento representa solamente el 14% de la capacidad bruta.

| Central | MW | Precio Potencia | | |
|----------------|------|-----------------|------------|-------------|
| | | Resolución | USD MW/Mes | Vencimiento |
| Piquirenda | 30 | 220/2007 | 18.000 | 2020 |
| CTLL | 180 | 220/2007 | 23.200 | 2021 |
| CTLL | 78,5 | 220/2007 | 27.500 | 2025 |
| CTLL | 105 | 21/2016 | 23.200 | 2027 |
| CT Ingeniero | | | | |
| White | 100 | 21/2016 | 21.800 | 2027 |
| CT Parque | | | | |
| Pilar | 100 | 21/2016 | 26.900 | 2027 |
| P.EM: Cobreirt | 100 | Renvoar | 58* | 2038 |

* Precio variable MWh

A partir de la Res. 31/20 de feb'20 que redujo y pesificó las remuneraciones de energía base o sin contrato (spot), se estima que el 70% del EBITDA del segmento generación, estimado en USD 350 MM para 2020, provendrá de contratos de largo plazo con CAMMESA que contemplan remuneraciones diferenciales de potencia y energía. Los contratos representan aprox. el 15% de la capacidad bruta. El 20% del EBITDA se logra a través de la venta de potencia y energía a CAMMESA, energía base o spot. Los ajustes mensuales a la remuneración base están por el momento suspendidos. La energía base representa aprox. el 75% de la capacidad instalada. El 10% restante del EBITDA proviene a través de contratos anuales con la industria. Los ingresos bajo dicha modalidad representan una potencia bruta de 283 MW, el 6% de la capacidad instalada.

La elevada concentración de ingresos con CAMMESA es una característica propia del segmento generador en Argentina. El riesgo de contraparte es considerado elevado ya que CAMMESA depende de las transferencias de fondos por parte del Estado Nacional para cubrir el déficit energético (Ver Riesgo Regulatorio). Actualmente los plazos de cobro a CAMMESA rondan los 77 días, habiendo crecido de 50 días a mediados de 2019. La elevada liquidez de PAMPA permitiría cubrir los incrementos de capital de trabajo por extensión de plazos de cobro sin inconvenientes. Bajo la actual regulación el riesgo de descalce de moneda es bajo; las facturas son denominadas en dólares pero cobradas en pesos, estableciendo el tipo de cambio 48hs antes del pago.

La puesta en marcha del cierre del ciclo de Genelba Plus en julio 2020, le permitirá lograr un EBITDA anualizado de USD 80 millones, a través de un contrato a 15 años con CAMMESA, compensando la reducción en los precios de energía sin contratos.

A partir del 30 de dic'2019 el gobierno restableció en CAMMESA la gestión comercial y el suministro de combustible a las centrales, salvo en los casos de contratos de Energía Plus, el cual en el caso de Pampa es provisto a través del segmento de upstream. Bajos los actuales niveles de producción, el gas derivado del segmento upstream sería suficiente para autoabastecer el 100% del gas utilizado por las generadoras.

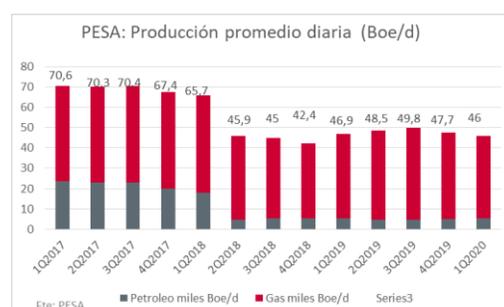
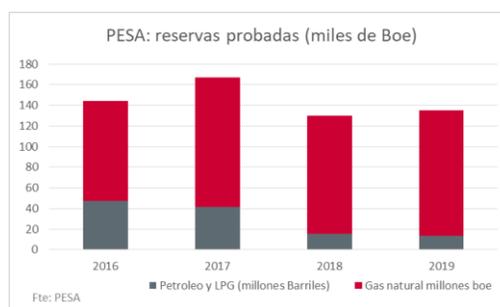
Segmento Petróleo y Gas (upstream)

Pampa participa en 11 áreas productivas de petróleo y gas en Argentina y 9 áreas exploratorias. La producción diaria en el primer trimestre de 2020 resultó en 46.000 boe/d, siendo el 88% de gas y el 12% de petróleo. Actualmente, la producción neta de gas se concentra en la cuenca Neuquina en las áreas El Mangrullo, Sierra Chata, Rincón del Mangrullo y Río Neuquén, representando el 94% de la misma. A su vez, El Mangrullo, operada por Pampa representa el 51% de la producción neta total.

Al 31 de diciembre de 2019 las reservas probadas resultaron en 135 millones de Boe representando 7.7 años de producción (levemente por debajo del óptimo de 10 años estimado por FIX). El 90% de las reservas probadas son de gas y el 52% se encuentran desarrolladas (en el límite superior al rango óptimo de FIX de 40%-60%). El índice de remplazo de reservas ascendió a 1.3x.

| Area | Cuenca | Participación | Operador |
|-------------------------------|-----------------|--------------------|----------------------|
| El mangrullo | Neuquina | 100% | Pampa |
| Sierra Chata | | 45,50% | |
| Rincón del Mangrullo | | 50% | YPF |
| Río Neuquen | | 33,07 & 31,42% | |
| Estación Fernandez Oro | | 15% sobre 13 pozos | |
| Anticlinal Campamento | | 15% sobre 9 pozos | YPF a través de Ysur |
| Río Limay Este (ex Senillosa) | | 85% | Pampa |
| Aguarique | Noroeste | 15% | Tecpetrol |
| La Trapera - Puesto Quiroga | Golfo San Jorge | 35,60% | |
| El Tordillo | | | |
| Gobernador Ayala | Neuquina | 22,50% | |

En 2019 el precio promedio de venta de gas resultó en USD 3.0 MM/BTU representando una reducción del 36% con respecto a 2018. La baja se explica principalmente por una elevada oferta (especialmente en verano) y el menor precio pagado por CAMMESA en las licitaciones. Se espera que el precio promedio de 2020 continúe su tendencia declinante producto de la sobreoferta de gas dado el menor nivel de actividad industrial (aprox. USD 2.4 MM BTU).



El 70% de los ingresos de gas se destinan a CAMMESA para las centrales de generación. La venta de gas se realiza a los precios licitados por CAMMESA en el mercado electrónico. En los últimos meses el precio promedio de Pampa se redujo de 6.2 USD/MM BTU en 2017 a 2.3 USD/MM BTU en el primer trimestre de 2020. La baja se explica principalmente por la mayor oferta de gas impulsado por el crecimiento del gas no convencional.

Segmento Distribución

Pampa posee el 51.8% de EDENOR S.A., la mayor distribuidora eléctrica local en términos de número de clientes y volumen de electricidad vendida. La empresa forma parte del grupo Pampa Energía pero se maneja en los aspectos operativos y financieros de forma independiente.

La concesión de EDENOR abarca a más de 3.1 millones de usuarios (el 21% de los usuarios conectados del país). El 88% de los usuarios son residenciales, y representan una población aproximada de 8,5 millones de personas. El 11% de los usuarios restantes son pequeños y medianos comerciantes, y 2% son industrias y peajistas.

EDENOR suministra el 42% de la energía a usuarios residenciales. Su tendido alcanza 39.000 Km de redes de media y baja tensión (26% del total nacional) y 1.400 Km de red de alta tensión (1% del total nacional). Su área de servicio abarca 4.637 km². En 2019 se distribuyeron 19.974 Gwh.

El elevado riesgo regulatorio representa el mayor riesgo para dicho sector. En sep'19 Edenor acordó posponer la actualización tarifaria siguiendo los costos propios de distribución (CPD) equivalente al 19.05% para el 1 de agosto de 2019 hasta el 1 de enero 2020. Sin embargo a partir de la entrada en vigencia de la Ley de Solidaridad, el 27 de diciembre, el ENRE instruyó a Edenor a mantener los cuadros tarifarios vigentes hasta junio'20, suspendiendo las actualizaciones previstas y el 19 de junio anunció que el congelamiento se prolongará hasta fin de año. El segmento de distribución se maneja financieramente independiente del resto del grupo. En el pasado, ante la falta de ajustes tarifarios, CAMMESA representó la principal fuente de financiamiento de la compañía.

| USD/Miles | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|-------------|------|------|------|------|
| Ingresos | 1328 | 1469 | 1648 | 1502 |
| EBITDA | -10 | 210 | 179 | 184 |
| Inversiones | 183 | 250 | 276 | 173 |

Segmento Petroquímico

Pampa posee dos plantas petroquímicas con una capacidad de producción anual de Estireno de 160 mil ton, caucho sintético 55 mill ton. Además, Pampa es el único productor integrado de poliestireno a nivel nacional, con una capacidad de producción de 65 mil toneladas al año.

Segmento Holdings y Otros

El segmento Holdings y Otros incluye la participación de la compañía en Transener y TGS. FIX no considera los resultados en la participación de dichas compañías ya que las mismas no representan generación de fondos. En 2019 Pampa cobró dividendos por empresas asociadas por aprox. \$ 3.798 millones (cifra actualizada a dic'19).

Riesgo del Sector

Energía

En 2020 se incrementó el riesgo regulatorio y de contraparte a raíz de las mayores restricciones fiscales que enfrenta el gobierno nacional para cubrir el déficit del sector eléctrico, que a marzo'20 era del 35% del costo del sistema. También se incrementó el riesgo de descalce de moneda tras la pesificación de la remuneración base con la Res.31/20.

En 2020, los cambios regulatorios para reducir los costos del sistema incluyeron: la pesificación de la remuneración de la energía base (67% de la energía total del sistema), reducción de la remuneración de potencia en un 15% para la generación térmica y en un 45% para las hidroeléctricas, y luego la suspensión del ajuste mensual por inflación que estaba estipulado en la Res.31/20. Pampa posee sus ingresos mayormente atados a contratos de largo plazo y por lo tanto los cambios en la remuneración de energía base no tiene un elevado impacto en los ingresos.

CAMMESA es la contraparte principal de las empresas del sector. El congelamiento de tarifas unido a la dificultad en las cobranzas por parte de las distribuidoras amplifica la dependencia de CAMMESA de las transferencias del gobierno nacional para cumplir con sus compromisos. Esto expone a las empresas del sector a mayores retrasos en los pagos de CAMMESA, presionando su capital de trabajo. El plazo de pago llegó a incrementarse hasta 85 días desde los 50 días promedio durante 2019 y actualmente está en 77 días. Teniendo en cuenta la delicada situación fiscal del gobierno, FIX considera que podrían producirse mayores retrasos en los plazos de pago de CAMMESA con los generadores, aumentando el capital de trabajo de las compañías y deteriorando su liquidez. Las compañías con elevada proporción de sus ingresos de generación de fuentes renovables tienen como mitigante la garantía del FODER que les permiten cobrar sin retrasos y la posibilidad de vender a grandes a industrias a través del mercado a término (MATER) diversificando las contrapartes.

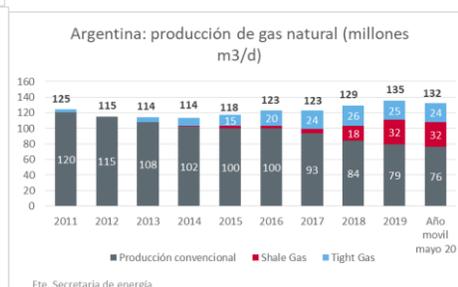
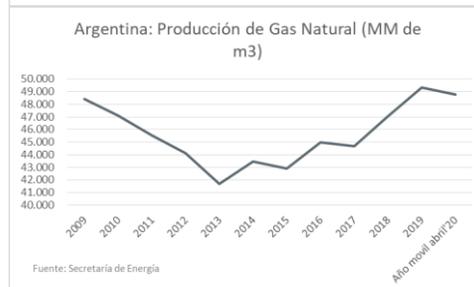
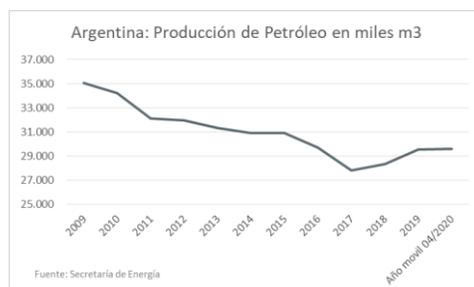
Petróleo y Gas

El sector de petróleo y gas tiene una alta exposición a los efectos derivados del COVID-19, que provocaron una caída en el nivel de actividad de la mayoría de los sectores, lo cual se tradujo en una fuerte caída de la demanda de combustibles y el consiguiente derrumbe de los precios. La elevada sensibilidad al precio en este sector, afecta el nivel de actividad, las decisiones de inversión y la dinámica esperada de la producción especialmente en no convencionales. FIX espera una reducción en los planes de inversión de las compañías del sector, fundamentalmente los de expansión, a fin de acomodarse a los menores flujos y las limitadas condiciones de financiamiento, lo cual retrasará un par de años la posibilidad de convertirse en exportador neto de hidrocarburos. La desaceleración de inversiones le permitirá a las compañías lograr flujos de fondos libres neutros o positivos que serán utilizados para mejorar la liquidez o reducir endeudamiento.

En 2019 la producción de gas de Argentina creció un 5% impulsada principalmente por el desarrollo del gas no convencional en el yacimiento Fortín de Piedra, operado por Tecpetrol. La oferta sobrepasó las necesidades de la demanda interna durante el verano y se encontró por debajo en el invierno. Sumando las limitaciones establecidas por el gobierno para los subsidios al gas no convencional, la baja de precios, la limitada capacidad de transporte para realizar exportaciones y la delicada situación fiscal del gobierno por tratar de mitigar los efectos de la pandemia, podría implicar nuevas regulaciones y/o limitaciones de precios. Bajo dicho contexto, en el segmento de gas las empresas recortaron el plan de expansión previsto para 2020.

Desde 2018 la producción de petróleo revirtió el declino de los últimos 10 años. En 2018 creció un 2% y en el año móvil a nov'19 creció un 4%. Cuando se normalice el entorno operativo, las principales inversiones de crecimiento se concentrarán en el desarrollo de petróleo no convencional. La reducción de costos en dichos yacimientos debido a mejoras tecnológicas, las negociaciones con los sindicatos y la reducción de ineficiencias, le permitieron a las compañías crecer en el desarrollo de hidrocarburo no convencional, manteniendo adecuados márgenes de rentabilidad. A la fecha los costos de desarrollo y producción de hidrocarburo no convencional se estiman 20% por arriba de la producción convencional, aunque varía dependiendo del yacimiento. Actualmente la producción no convencional de petróleo y gas representa el 30% del total de la producción pero se espera que en 5 años, la misma ascienda a 70%. El contexto incierto condiciona las inversiones de petróleo en Vaca Muerta para 2020.

FIX asume un precio Brent de USD/bbl 35 para 2020, que irá subiendo gradualmente a unos USD/bbl 55 para el largo plazo. Las licitaciones de CAMMESA y el incremento en la oferta provocaron una reducción del precio promedio a valores incluso por debajo de USD/MMBTU 3. FIX estima un precio promedio para 2020 (invierno y verano) de USD/MMBTU 2.4.



Posición competitiva

La compañía cuenta con una posición de liderazgo en la mayoría de los segmentos donde opera:

- La compañía es líder en la generación de energía eléctrica con una participación del mercado del 10.3% (sin considerar CT Ensenada Barragan).
- EDENOR es la mayor distribuidora de electricidad del país medida en número de clientes y electricidad vendida.
- TGS posee 9.184 km de gasoductos con una capacidad de LGN de 1 millón de ton por año, siendo la transportadora líder de gas en Argentina seguida por TGN.
- Transener posee 20.944 km de líneas de alta tensión con una participación del mercado superior al 80%.

Administración y Calidad de Accionistas

Pampa Energía es una empresa pública, el 79% de las acciones cotizan en el mercado de Nueva York y Buenos Aires. El 19% se encuentra en manos del management que controla la compañía compuesto por: Marcos Marcelo Mindlin, Damián Miguel Mindlin, Gustavo Mariani y Ricardo Alejandro Torres. El programa de recompra de acciones posee el 1% del paquete accionario. El directorio de la compañía autorizó 7 programas de recompra de acciones propias. A la fecha se compraron más de USD 600 millones. El Directorio tuvo en cuenta la diferencia entre el valor de los activos de la compañía y el precio de la cotización de las acciones en el mercado, el cual entienden que no refleja ni el valor ni la realidad económica actual ni la potencialidad. Los programas prevén condiciones específicas de plazo, cantidad y precios máximos que protegen a los accionistas minoritarios.

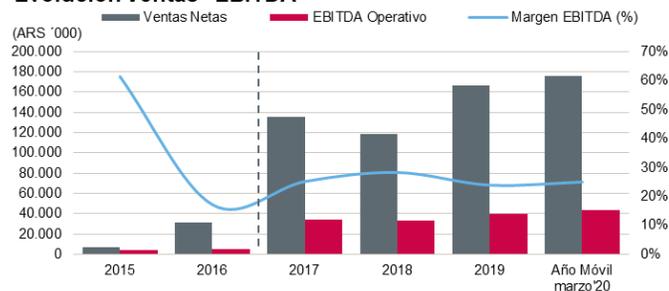
Factores de Riesgo

- Sectores distribución y generación de energía altamente regulados.
- Concentración de ingresos con CMMESA en el segmento de generación
- Volatilidad de los precios de petróleo y gas.
- Flujo de fondos libre negativo para los próximos años debido a las inversiones por aumento de capacidad, mitigado por la elevada liquidez.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Evolución Ventas - EBITDA

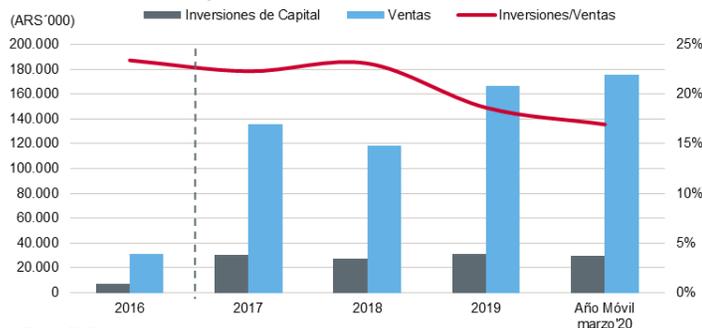


En el año móvil a marzo'20 los ingresos netos resultaron en \$ 175.7 mil millones (USD 2716 millones), versus \$ 166.7 mil millones (USD 2.836 millones) en 2019. El EBITDA resultó en \$ 43.889 millones y el margen en 25% versus \$ 39.819 millones y 23.9%. La habilitación de los parques eólicos en mayo'19 explica la mejora en los márgenes. El EBITDA estimado por FIX para 2020 es de USD 450 millones (comparado con USD 690 millones en 2019), la caída se deriva de la disminución del precio del gas, la reducción de la remuneración sin contratos y suspensión de los ajustes mensuales en el segmento generación, y postergación de ajustes tarifarios en el segmento de distribución. La caída de rentabilidad será parcialmente compensada con la habilitación del ciclo cerrado de Genelba.

Flujo de fondos

En el año móvil a marzo'20 el flujo generado por las operaciones de la compañía resultó en \$ 33.1 mil millones de pesos y el flujo de fondos libre resultó positivo en \$ 5.3 mil millones. Las inversiones por mantenimiento sumadas a las enfocadas en los diversos proyectos totalizaron \$ 29.7 mil millones. Para el corriente ejercicio se espera que la compañía continúe logrando un flujo de fondos libre positivo a partir de la fuerte reducción de inversiones.

Inversiones de Capital

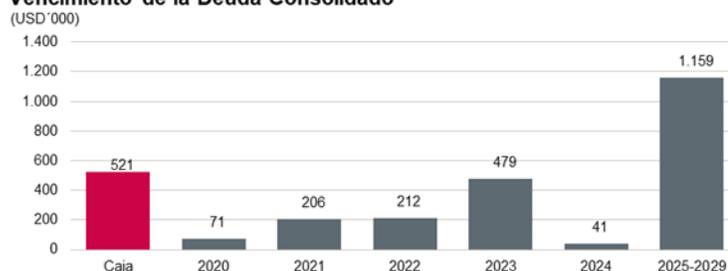


(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Liquidez y estructura de capital

La compañía mantiene una estructura de capital con vencimientos en el largo plazo. A marzo'20 la deuda financiera resultó en \$ 115.744 millones (USD 1.795 millones). Compuesta principalmente por Obligaciones Negociables \$ 103.829 millones (89%), préstamos financieros \$ 11.025 millones (10%) y deuda con partes relacionadas \$890 millones (1%). En el año móvil marzo'20 el ratio de deuda EBITDA medido en pesos resultó en 2.6x y las coberturas de intereses en 3.2x. A pesar que la compañía planea ir cancelando el endeudamiento de corto plazo en valores nominales, los ratios de endeudamiento se mantendrán en los actuales niveles debido a la menor rentabilidad esperada.

Vencimiento de la Deuda Consolidado



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

La estructura de deuda de largo plazo con una elevada posición de caja e inversiones corrientes, en parte derivada de la venta de activos no estratégicos, le permitieron a la compañía lograr una holgada liquidez. A mar'20 la deuda de corto plazo ascendía a \$ 6.204 millones, la caja e inversiones corrientes \$ 32.023 millones.

Fondeo y flexibilidad financiera

Históricamente, Pampa ha logrado un buen acceso al financiamiento tanto en el sistema bancario como en mercado de capitales local e internacional. Sin embargo el actual contexto macroeconómico de limitado acceso al financiamiento para la Argentina arrastra también a las compañías locales. La actual liquidez de Pampa y la estructura de deuda con vencimientos en el largo plazo le permite cubrirse ante restricciones al financiamiento o financiamiento con tasas elevadas.

Anexo I. Resumen Financiero

FIX ha actualizado a moneda homogénea a marzo'20 los estados contables al 31/12/2017, 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 se expresan en valores nominales y por lo tanto no son comparables con los expresados en moneda homogénea.

Resumen Financiero - Pampa Energía 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 | Año Móvil | mar-20 | dic-19 | dic-18 | 2017 | 2016 |
| Período | Últ. 12 meses | 3 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses |
| Coefficiente de fecha de cierre | | 305,55 | 283,44 | 283,44 | 184,26 | |
| Coefficiente de actualización | | 305,55 | 305,55 | 305,55 | 305,55 | |
| Ratio de ajuste | | 1,00 | 1,08 | 1,08 | 1,66 | |
| Rentabilidad | | | | | | |
| EBITDA Operativo | 43.889 | 10.383 | 39.819 | 33.552 | 34.199 | 5.363 |
| EBITDAR Operativo | 43.889 | 10.383 | 39.819 | 33.552 | 34.199 | 5.363 |
| Margen de EBITDA | 25,0 | 27,0 | 23,9 | 28,3 | 25,1 | 17,1 |
| Margen de EBITDAR | 25,0 | 27,0 | 23,9 | 28,3 | 25,1 | 17,1 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre | 3,0 | 4,5 | 1,5 | (6,8) | (7,1) | (7,5) |
| Coberturas | | | | | | |
| FGO / Intereses Financieros Brutos | 3,7 | 2,9 | 3,6 | 4,1 | 3,5 | 2,5 |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 3,9 | 3,4 | 1,7 |
| EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres) | 3,2 | 3,2 | 3,2 | 3,9 | 3,4 | 1,7 |
| EBITDA / Servicio de Deuda | 2,2 | 2,2 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 0,4 |
| EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda | 2,2 | 1,1 | 1,7 | 1,5 | 1,4 | 0,4 |
| FGO / Cargos Fijos | 3,7 | 2,9 | 3,6 | 4,1 | 3,5 | 2,5 |
| FFL / Servicio de Deuda | 1,0 | 1,0 | 0,6 | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| Estructura de Capital y Endeudamiento | | | | | | |
| Deuda Total Ajustada / FGO | 2,3 | 3,1 | 2,6 | 2,5 | 3,0 | 3,5 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 2,6 | 2,8 | 2,9 | 2,6 | 3,1 | 5,0 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 1,9 | 2,0 | 2,0 | 1,8 | 2,0 | 3,9 |
| Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo | 2,6 | 2,8 | 2,9 | 2,6 | 3,1 | 5,0 |
| Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo | 1,9 | 2,0 | 2,0 | 1,8 | 2,0 | 3,9 |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | 11,7 | 10,2 | 10,9 | 8,8 | 15,4 | 17,6 |
| Deuda Garantizada / Deuda Total (%) | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%) | 5,4 | 5,4 | 9,4 | 15,7 | 13,6 | 42,7 |
| Balance | | | | | | |
| Total Activos | 355.984 | 355.984 | 340.428 | 230.513 | 353.642 | 77.277 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 32.023 | 32.023 | 38.801 | 27.704 | 37.796 | 5.632 |
| Deuda Corto Plazo | 6.204 | 6.204 | 10.974 | 13.907 | 14.300 | 11.408 |
| Deuda Largo Plazo | 109.540 | 109.540 | 105.629 | 74.585 | 90.902 | 15.286 |
| Deuda Total | 115.744 | 115.744 | 116.603 | 88.493 | 105.201 | 26.694 |
| Deuda asimilable al Patrimonio | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio | 115.744 | 115.744 | 116.603 | 88.493 | 105.201 | 26.694 |
| Deuda Fuera de Balance | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 115.744 | 115.744 | 116.603 | 88.493 | 105.201 | 26.694 |
| Total Patrimonio | 153.807 | 153.807 | 144.262 | 72.962 | 123.162 | 14.074 |
| Total Capital Ajustado | 269.551 | 269.551 | 260.865 | 161.455 | 228.364 | 40.768 |
| Flujo de Caja | | | | | | |
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | 36.115 | 6.142 | 32.604 | 26.305 | 24.951 | 4.576 |
| Variación del Capital de Trabajo | (1.048) | 88 | 879 | (6.981) | (4.096) | 471 |
| Flujo de Caja Operativo (FCO) | 35.067 | 6.230 | 33.483 | 19.324 | 20.855 | 5.047 |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Inversiones de Capital | (29.777) | (4.486) | (31.060) | (27.395) | (30.330) | (7.323) |
| Dividendos | 0 | 0 | 0 | 0 | (123) | (82) |
| Flujo de Fondos Libre (FFL) | 5.289 | 1.744 | 2.422 | (8.071) | (9.598) | (2.358) |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | 2.358 | 0 | 2.358 | 94 | 909 | 1.154 |
| Otras Inversiones, Neto | 16.439 | 7.325 | 10.170 | 28.099 | (23.541) | (5.261) |
| Variación Neta de Deuda | (152) | (4.014) | (1.144) | 208 | 32.226 | 10.661 |
| Variación Neta del Capital | (10.908) | (2.634) | (8.636) | (15.020) | (212) | (3.233) |
| Otros (Inversión y Financiación) | (8.357) | (2.647) | (5.874) | 1.116 | (1.937) | 3 |
| Variación de Caja | 4.669 | (226) | (704) | 6.426 | (2.154) | 966 |
| Estado de Resultados | | | | | | |
| Ventas Netas | 175.725 | 38.415 | 166.703 | 118.666 | 135.994 | 31.295 |
| Variación de Ventas (%) | 5,4 | 30,7 | 40,5 | (12,7) | N/A | 340,4 |
| EBIT Operativo | 21.070 | 5.885 | 19.059 | 21.337 | 19.994 | 2.216 |
| Intereses Financieros Brutos | 13.595 | 3.217 | 12.605 | 8.540 | 10.127 | 3.083 |
| Alquileres | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Resultado Neto | 36.680 | 943 | 42.373 | 11.651 | 23.629 | (252) |

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.
- MM: Millones.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Transener: Compañía de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión Transener S.A.
- TGS: Transportadora de Gas del Sur S.A.
- Edenor: Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Clase 6

Monto Autorizado: por hasta USD 20 millones, ampliable hasta USD 100 millones

Monto Emisión: a determinar

Moneda de Emisión: pesos

Fecha de Emisión: a determinar

Fecha de Vencimiento: 13 meses desde la fecha de emisión

Amortización de Capital: en una cuota al vencimiento

Intereses: Badlar Privada + margen de corte a determinar

Cronograma de Pago de Intereses: trimestrales

Destino de los fondos: Refinanciación de pasivos existentes, inversiones en activos físicos situados en el país, integración de capital de trabajo en el país y/o financiamiento del giro comercial del negocio.

Obligación Negociable Clase 7

Monto Autorizado: por hasta USD 20 millones, ampliable hasta USD 100 millones

Monto Emisión: a determinar

Moneda de Emisión: pesos

Fecha de Emisión: a determinar

Fecha de Vencimiento: 23 meses desde la fecha de emisión.

Amortización de Capital: en una cuota al vencimiento

Intereses: Badlar privada + margen de corte a determinar

Cronograma de Pago de Intereses: trimestral

Destino de los fondos: Refinanciación de pasivos existentes, inversiones en activos físicos situados en el país, integración de capital de trabajo en el país y/o financiamiento del giro comercial del negocio.

Anexo IV. Dictamen de Calificación

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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de *Fitch Ratings*), en adelante FIX, realizado el **23 de julio de 2020**, confirmó* en "**AA-(arg)**" a la calificación de Emisor de Largo Plazo de Pampa Energía S.A. y asignó en AA-(arg) a los siguientes instrumentos a ser emitidos por la compañía:

Obligaciones Negociables Clase 6 por hasta USD 20 MM, ampliable hasta USD 100 MM.

Obligaciones Negociables Clase 7 por hasta USD 20 MM, ampliable hasta USD 100 MM.

Las perspectiva es "**Estable**".

Categoría AA(arg): "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificadas dentro del país.

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.

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

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

Fuentes

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

- Estados financieros consolidados hasta el 31-03-2020 y desde el 31-12-2015 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *Price Waterhouse & Co. S.R.L.*).
- Prospecto del *Programa de Obligaciones Negociables Simples (no convertibles en acciones)* por hasta USD 1.000 millones.
- Información de gestión de la empresa y de los sectores de la economía en los que opera.

Adicionalmente FIX cuenta con el preliminar de Suplemento de Prospecto de Obligaciones Negociables Clase 6 y Obligaciones Negociables Clase 7 provistos por la compañía.

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.