

Central Térmica Roca S.A. (CTR)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	BBB(arg)
ON co emission Clase VII	BBB(arg)
ON co emission Clase VIII	BBB(arg)

Perspectiva	Negativa
-------------	----------

Resumen Financiero

Estados Contables	30/09/20	31/12/19
\$ millones	Año móvil	12 Meses
Total Activos	13.477	15.294
Total Deuda		
Financiera	8.378	9.305
EBITDA	2.634	2.751
EBITDA (%)	78.6	80.7
Deuda/ EBITDA	3.2x	3.4x
EBITDA/ intereses	2.4x	2.6x
Las cifras se exponen a valores constantes al 30 de septiembre 2020		

Informes relacionados

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

Analistas Principal

Gabriela Curutchet - Director Asociado
+5411 5235 8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Analista Secundario

Gustavo Avila - Director
+5411 5235 8142
gustavo.avila.cianni@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillon - Senior Director
+5411 5235 8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Grupo Albanesi: FIX (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX – mantuvo la calificación del Grupo Albanesi (Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A.) en BBB(arg). En dic'20 el grupo logró, mediante diversas transacciones de canjes, enmiendas y consentimiento de los tenedores, reducir su riesgo de refinanciación para 2021 a USD 15 MM (de USD 85 MM). Mediante las diversas transacciones la compañía adaptó los pagos a las regulaciones cambiarias (Comunicación BCRA A 7106) para poder tener acceso Mercado Único Libre de Cambios (MULC). La emisión de ON Co emisión Clase VII y Clase VIII, integradas en especie o en efectivo le permitirá al grupo continuar refinanciando los vencimientos del corriente año priorizando la liquidez.

La perspectiva negativa refleja un conjunto de factores: a) alto riesgo sectorial, b) la necesidad de fondeo adicional para lograr finalizar los proyectos comprometidos con CAMMESA, c) elevado riesgo de contraparte por parte de CAMMESA y d) concentración de vencimientos en 2023 con limitada liquidez con la que opera el grupo.

Riesgo de contraparte: CAMMESA es la contraparte principal de los contratos de venta de electricidad de las compañías del grupo. El congelamiento de tarifas de los servicios públicos del sector eléctrico unido a la dificultad en las cobranzas por parte de las distribuidoras amplifica la dependencia de CAMMESA a las transferencias no programadas del estado nacional para cumplir con los compromisos. El plazo de pago llegó a incrementarse a 85 días desde los 50 días promedio durante 2019 y actualmente ronda los 80 días.

Riesgo regulatorio elevado: el elevado riesgo regulatorio es mitigado por el hecho que el Grupo Albanesi posee sus ingresos y EBITDA mayormente derivados de los contratos de largo plazo. Sin embargo el vencimiento gradual de los contratos a partir de 2021 incrementa paulatinamente dicho riesgo ya que la remuneración de dichas centrales se regirá de acuerdo a la energía Base (Res 31/12). Las remuneraciones sin contratos se encuentran denominadas en pesos y no han sido ajustadas desde comienzos de 2020. FIX no contempla en la calificación modificaciones en los contratos de largo plazo con CAMMESA de compra de electricidad (generación térmica y de renovables), los cuales serían eventos evaluados en caso de ocurrencia.

Alto riesgo de descalce de moneda: El grupo posee ingresos mayormente atados a contratos en dólares con CAMMESA pagaderos en pesos al tipo de cambio oficial y una deuda en dólares que representa el 94% del total siendo principalmente hard dolar. FIX monitoreará la ejecución del plan financiero y cambios en las regulaciones cambiarias y eventualmente sensibilizará un mayor descalce de moneda que el contemplado originalmente.

Buenos fundamentos operativos: la generación operativa del grupo Albanesi, proveniente de los contratos de largo plazo (PPA) con CAMMESA, ha sido estable y predecible, con un plazo promedio de vencimiento de 6 años. Adicionalmente, los contratos de mantenimiento con los proveedores de las turbinas que aseguran la disponibilidad exigida por CAMMESA, reducen el riesgo operacional. Las subsidiarias de Albanesi poseen una capacidad de 1230 MW más 120 MW de la vinculada Solalban. El EBITDA anual de Albanesi consolidado para 2021 y 2022 se estima en aprox. USD 150 millones y USD 131 MM respectivamente. El EBITDA normalizado anual de Albanesi consolidado se estima en aprox. USD 165 millones y el de CTR en USD 35 millones, (21% del grupo).

Sensibilidad de la calificación

La calificación podría verse presionada a la baja ante un deterioro de la liquidez del grupo ya sea por la extensión de plazo de pago de CAMMESA, modificaciones a los contratos PPA o limitantes para refinanciar los pasivos corrientes. FIX no observa una suba de calificación en el corto plazo

Liquidez y estructura de capital

Historicamente, el grupo opera con una liquidez ajustada. A sept'20 la deuda financiera del grupo Albanesi ascendía a USD 590 millones. La caja e inversiones corrientes eran de USD 15.5 MM, cubriendo el 10% de la deuda de corto plazo. En el año móvil a sept'20 el ratio de deuda/EBITDA del grupo medio en pesos fue de 3.7x en pesos y las coberturas de intereses en 2.7x y medido en dólares 3.0x y 2.7 respectivamente. A dicha fecha la deuda financiera de CTR ascendía a USD 110 millones, representando el 19% del endeudamiento del grupo y FIX analiza el grupo en su conjunto debido al manejo centralizado del mismo por parte de los directores y la estructura de deuda con co-emisiones y garantías entre compañías.

Perfil del Negocio

Central Térmica Roca, es una central térmica de 190 MW de capacidad bruta, perteneciente al Grupo Albanesi y subsidiaria de Albanesi S.A., ubicada en las proximidades de la Ciudad de Gral. Roca, provincia de Río Negro (Ver Administración y Calidad de Accionistas). La central cuenta con turbina térmica a gas con una potencia nominal de 130 MW y una turbina a vapor de 60 MW, ambas turbinas de tecnología General Electric. La central funcionando como ciclo combinado fue inaugurada en agosto de 2018, tras dos años de obra. Los ingresos de la compañía se concentran en dos contratos con CAMMESA:

- Contrato de abastecimiento (SE220/07) firmado en enero de 2012 por 10 años por una potencia de 116.7 MW por la turbina a gas a un precio por potencia de 12.540 USD/Mw-Mes que le asegura a la compañía ingresos estables anuales por USD 15 MM por año.
- Contrato de abastecimiento (SE 220/07) por diez años, vigente a partir de agosto 2018 por una potencia de 55 MW a un precio de 31.916 MWh-mes. Que le permite un EBITDA adicional anualizado de USD 15 MM.

La central se encuentra vinculada eléctricamente al Sistema Argentino de Interconexión (SADI) a través de un sistema de transmisión de 132 KV. La compañía firmó un contrato de mantenimiento de largo plazo con General Electric International, Inc. Sucursal Argentina y un contrato de partes y servicios de reparación con General Electric International, Inc. y General EnergyParts International, LLC. (proveedores de la turbina y repuestos instalados en 2012-2013). Los acuerdos de mantenimiento establecidos con General Electric garantiza la disponibilidad por sobre la exigida por CAMMESA para ambas turbinas. El gas es provisto por R.G. Albanesi S.A. (RGA), la empresa comercializadora de gas del Grupo Albanesi, teniendo la compañía un bajo riesgo de abastecimiento. La eficiencia del ciclo combinado es buena ya que cuenta con un "ratio de eficiencia calórica" de 1.700 Kcal/Mwh. La construcción de cierre de ciclo implicó una inversión de USD 86 millones, que incluyó la compra de una turbina General Electric y una caldera de recuperación de vapor. Las mismas fueron financiadas con endeudamiento adicional y en menor medida con fondos propios.

Riesgo del sector

FIX considera que las calificaciones en el sector eléctrico argentino son vulnerables a cambios normativos y están más influenciadas por la política energética local que por el desarrollo y eficiencia de la capacidad instalada. El sector eléctrico aún sigue dependiendo de subsidios públicos. Se estima que en 2021 los subsidios a la energía ascenderán a USD 7.4 mil millones, representando el sector eléctrico el 70% de los mismos. A pesar de la baja del costo de generación, tras la reducción de la remuneración base y del costo de combustible, el congelamiento de tarifas incrementó la dependencia de CAMMESA de la asistencia del Tesoro Nacional. Las mayores restricciones fiscales del gobierno, por efecto del COVID-19, podrían implicar una mayor discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a las empresas generadoras, aumentando el riesgo de contraparte. Demoras en los pagos de CAMMESA pueden presionar fuertemente las necesidades de capital de trabajo del Grupo Albanesi. Una demora de 30 días podría implicar necesidades de capital de trabajo para el Grupo por USD 15 millones. Actualmente los pagos rondan los 85 días en promedio.

Con las licitaciones de proyectos térmicos y de energías renovables de 2016 y 2017, se produjo un crecimiento importante de la capacidad instalada a partir del año 2018, del orden de los 5.000 MW. En 2020 entraron al sistema 1900 MW adicionales. Todos estos compromisos de pago de CAMMESA están dolarizados, y una suba del tipo de cambio debería ser compensada por una suba acorde de tarifas para mantener equilibrado el sistema.

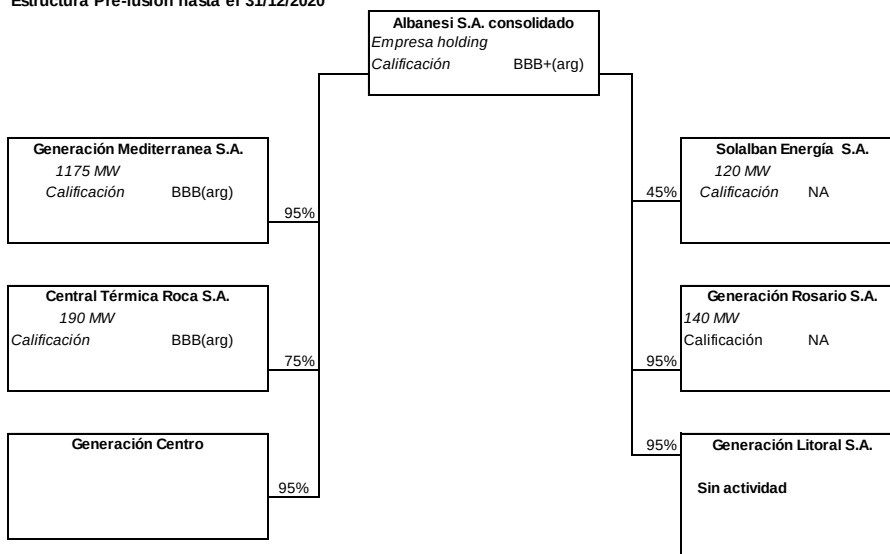
Posición competitiva

La compañía posee una participación muy pequeña de la capacidad total instalada del país, sin embargo los contratos por potencia con CAMMESA, le permiten asegurarse un piso de ingresos y rentabilidad. Albanesi S.A. (controlante) tiene el 3% de la potencia instalada del país y 5% de la potencia térmica.

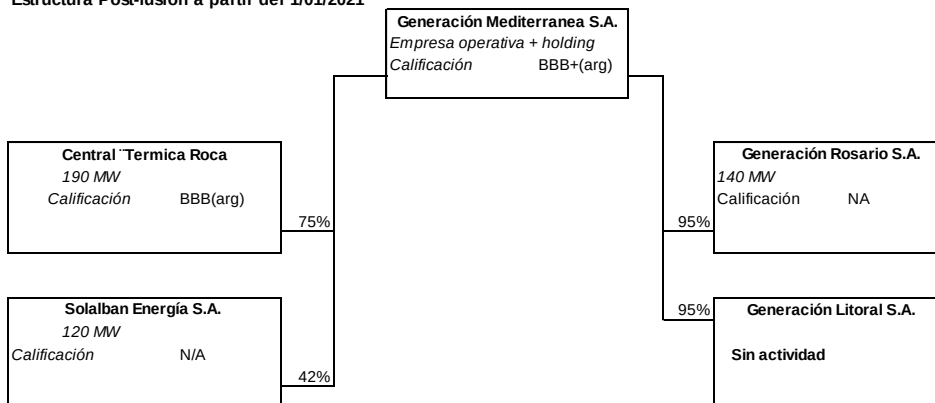
Administración y calidad de accionistas

El grupo Albanesi está integrado por tres sociedades Generación Mediterránea (recientemente fusionada con Albanesi S.A.), Rafael G. Albanesi S.A. (RGA) y Albanesi Energía S.A. y sus controladas. El grupo tiene 27 años de experiencia como operadores de gas y 15 como generadores de energía térmica. RGA es la mayor comercializadora de gas natural del país. En la actualidad RGA ha alcanzado valores máximos diarios del orden de los 10. millones de m3/d, lo que representa aprox. el 10% del gas consumido del país. A partir del 1 de enero de 2021, GEMSA se fusiono por absorción con Albanesi S.A. (que actuaba como holding) y con Generación Centro S.A. FIX considera que la fusión no impacta en la calificación de GEMSA ya que las mismas consideraban el Grupo Albanesi en su conjunto debido al manejo centralizado del mismo y a la estructura de deuda y garantías.

Estructura Pre-fusión hasta el 31/12/2020



Estructura Post-fusión a partir del 1/01/2021



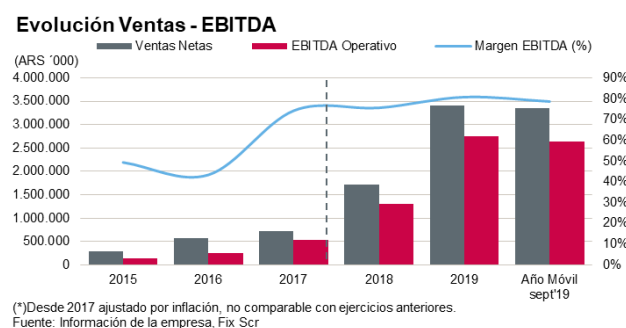
Factores de riesgo

- Ajustada liquidez.
- Riesgo de refinanciación.
- Concentración de ingresos con CAMMESA
- Riesgo de descalce de moneda
- Sector altamente regulado

Perfil Financiero

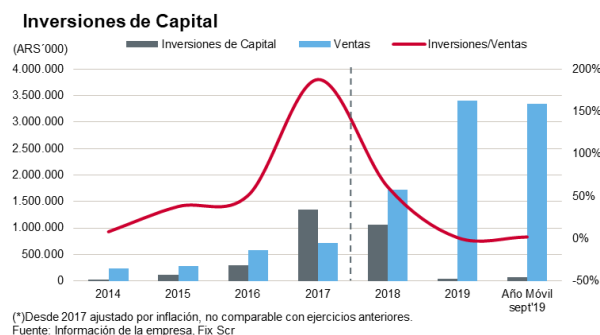
Rentabilidad

En el año móvil a sep'20 los ingresos de CTR resultaron en \$ 3.351 millones y el EBITDA en \$ 2.634 millones versus \$ 3.408 millones y \$ 2.752 millones en 2019 respectivamente. Para los próximos años FIX estima un EBITDA proforma cercano a USD 30 millones.



Flujo de fondos

En el año móvil a sept'20 el flujo de caja operativo (incluyendo intereses financieros) resultó en \$ 1.129 millones. La compañía financió el capital de trabajo or \$ 2.021 millones derivado principalmente de la extensión pagos de CAMMESA y realizó inversiones de capital por \$ 63 millones: El flujo de fondos libre resultó negativo en \$ 954 millones. En el futuro, asumiendo que las fecha de pago de CAMMESA rondan los actuales 85 días, el flujo de fondos libre resulará positivo.



Liquidez y estructura de capital

Historicamente, el grupo oppera con una liquidez ajustada. A sept'20 la deuda financiera del grupo Albanesi ascendía a USD 590 millones. La caja e inversiones corrientes eran de USD 15.5 MM, cubriendo el 10% de la deuda de corto plazo. En el año móvil a sept'20 el ratio de deuda/EBITDA medio en pesos del grupo fue de 3.7x en pesos y las coberturas de intereses en 2.7x. A dicha fecha la deuda financiera de CTR ascendía a USD 110 millones, representando el 18% del endeudamiento del grupo.

Fondeo y flexibilidad financiera

El actual acceso al financiamiento se encuentra restringido debido a la situación macroeconómica argentina. En los últimos años la compañía logró refinanciar los pasivos financieros mediante sucesivos canjes de Obligaciones Negociables. La emisión de las ON co-emisión Clase VII y Clase VIII le permitirá continuar refinanciando los pasivos, extendiendo la estructura de vencimientos de ON.

Anexo I. Resumen Financiero

FIX ha actualizado a moneda homogénea a septiembre'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 - Central Térmica Roca S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	NIIF
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	Año Móvil	sep-20	2019	2018	2017	2016
Período	Sep'20	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	2.634.004	1.823.164	2.751.926	1.302.661	531.966	248.942
EBITDAR Operativo	2.634.004	1.823.164	2.751.926	1.302.661	531.966	248.942
Margen de EBITDA	78,6	78,5	80,7	75,6	74,2	43,3
Margen de EBITDAR	78,6	78,5	80,7	75,6	74,2	43,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	(28,5)	19,5	31,6	(85,7)	(232,8)	(85,7)
Coberturas						
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,0	2,7	2,9	1,8	0,1	(0,3)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,4	2,2	2,6	1,6	3,3	2,6
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	2,4	2,2	2,6	1,6	3,3	2,6
EBITDA / Servicio de Deuda	0,8	0,7	0,9	0,4	1,0	1,4
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,8	0,6	0,9	0,4	1,0	1,4
FGO / Cargos Fijos	2,0	2,7	2,9	1,8	0,1	(0,3)
FFL / Servicio de Deuda	0,0	0,5	0,7	(0,2)	(2,9)	(2,2)
Estructura de Capital y Endeudamiento						
Deuda Total Ajustada / FGO	3,8	2,8	3,0	6,7	221,0	(56,5)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,2	3,4	3,4	7,2	8,0	6,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,0	3,3	3,1	6,9	7,7	4,5
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	3,2	3,4	3,4	7,2	8,0	6,2
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,0	3,3	3,1	6,9	7,7	4,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,3	13,3	12,6	11,6	5,6	8,7
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	27,9	27,9	21,6	30,0	8,5	5,3
Balance						
Total Activos	13.477.165	13.477.165	15.294.387	12.950.575	6.450.852	2.368.543
Caja e Inversiones Corrientes	372.445	372.445	837.087	399.902	182.902	416.483
Deuda Corto Plazo	2.335.693	2.335.693	2.010.062	2.816.961	364.481	82.092
Deuda Largo Plazo	6.042.707	6.042.707	7.295.268	6.582.763	3.915.517	1.460.494
Deuda Total	8.378.400	8.378.400	9.305.330	9.399.724	4.279.997	1.542.586
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.378.400	8.378.400	9.305.330	9.399.724	4.279.997	1.542.586
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.378.400	8.378.400	9.305.330	9.399.724	4.279.997	1.542.586
Total Patrimonio	2.575.067	2.575.067	2.304.941	2.330.101	1.252.147	431.414
Total Capital Ajustado	10.953.467	10.953.467	11.610.271	11.729.824	5.532.144	1.974.000
Flujo de Caja						
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.129.318	1.394.627	2.032.110	604.580	(143.295)	(123.435)
Variación del Capital de Trabajo	(2.021.052)	(893.617)	(914.667)	(1.028.470)	(179.202)	(76.890)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(891.734)	501.010	1.117.443	(423.891)	(322.497)	(200.326)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	(1)	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(63.193)	(47.945)	(39.800)	(1.054.201)	(1.346.713)	(292.440)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(954.927)	453.064	1.077.644	(1.478.092)	(1.669.210)	(492.765)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(300.982)	(912.393)	(426.569)	32.215	112.779	140.346
Variación Neta de Deuda	(296.371)	(240.225)	(628.026)	1.322.036	894.911	788.084
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(0)	0	86.722	132.318	0	0
Variación de Caja	(1.552.280)	(699.554)	109.771	8.476	(661.520)	435.665
Estado de Resultados						
Ventas Netas	3.350.901	2.321.042	3.408.264	1.723.793	716.919	574.759
Variación de Ventas (%)	(1,7)	(2,4)	97,7	140,4	N/A	102,2
EBIT Operativo	2.227.424	1.553.032	2.077.148	780.051	457.347	216.679
Intereses Financieros Brutos	1.087.605	828.122	1.063.336	794.585	162.662	96.131
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	876.984	434.021	(113.356)	(1.454.619)	130.800	70.716

Anexo II. Glosario

- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance

Anexo III Características del instrumento

ON Clase VII Co emisión GEMSA y CTR por hasta USD 40 millones

Monto Autorizado: por hasta USD 40 millones

Monto Emisión: a determinar

Moneda de Emisión: dólar

Moneda de pago: pesos

Integración: en especie mediante ON Clase III (emitida por Albanesi S.A.), ON Clase VIII (emitida por GMSA), ON Clase XI (emitida por GMSA) y ON Clase IV (emitida por CTR)

Fecha de Emisión: a determinar

Fecha de Vencimiento: 24 meses

Amortización de Capital: 4 cuotas consecutivas siendo la primera del 10% a los 15 meses de la emisión, la segunda del 15% a los 18 meses, la tercera del 15% a los 21 meses y la última del 60% al vencimiento

Intereses: a determinar

Cronograma de Pago de Intereses: trimestral

Destino de los fondos: inversiones de capital, refinanciación de deuda comercial y financiera.

Garantías: N.A.

ON Clase VIII Co emisión GEMSA y CTR por hasta USD 40 millones

Monto Autorizado: por hasta USD 40 millones

Monto Emisión: a determinar

Moneda de Emisión: UVA (Unidades de valor Adquisitivo)

Moneda de pago: pesos

Integración: en especie mediante ON Clase III (emitida por Albanesi S.A.), ON Clase VIII (emitida por GMSA), ON Clase XI (emitida por GMSA) y ON Clase IV (emitida por CTR) y/o integración en

Fecha de Emisión: a determinar

Fecha de Vencimiento: 24 meses

Amortización de Capital: 4 cuotas consecutivas siendo la primera del 10% a los 15 meses de la emisión, la segunda del 15% a los 18 meses, la tercera del 15% a los 21 meses y la última del 60% al vencimiento

Intereses: a determinar

Cronograma de Pago de Intereses: trimestral

Destino de los fondos: inversiones de capital, refinanciación de deuda comercial y financiera.

Garantías: N.A.

En conjunto las dos emisiones no podrán superar los USD 40 millones.

Anexo IV. Dictamen de calificación.

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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, reunido el **4 de marzo de 2021, confirmó* en categoría BBB(arg)** Perspectia Negativa a la calificación de emisor de largo plazo de Central Térmica Roca S.A.. Adicionalmente asigó en **BBB(arg)** Perspectiva Negativa a los siguientes instrumentos a ser emitidos por la compañía. :

- Obligaciones Negociables co emisión Clase VII por hasta USD 40 millones
- Obligaciones Negociables co emisión Clase VIII por hasta USD 40 millones.

En conjunto las ON co emisión Clase VII y Clase VIII no pueden superar los USD 40 millones

Categoría BBB(arg): "BBB" nacional implica una calidad crediticia buena. Las calificaciones 'BBB' indican que actualmente es baja la expectativa de riesgo crediticio. La capacidad de pago de los compromisos financieros se considera adecuada, si bien cambios adversos en las circunstancias y condiciones económicas tienen mayor posibilidad de afectar esa capacidad. Es la categoría de grado de inversión más baja.

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

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

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

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

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

Fuentes

- Estados Financieros anuales hasta el 30-09-2020, disponibles en Auditor del ultimo balance auditado: Price Waterhouse & Co S.R.L. disponible en www.cnv.gov.ar
- Actualización de Prospecto de Programa de Obligaciones Negociables publicado en www.cnv.gov.ar de fecha 28 de julio 2017.

Adicionalmente FIX cuenta con la siguiente información de carácter privado provista por la compañía por email el 26 de febrero 2021.

- Preliminar de suplemento de prospecto de las ON Co emisión Clase VII y ON co emisión Clase VIII.

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.