

ROCH S.A. (ROCH)

Informe Integral

Factores Relevantes de la Calificación

Baja de calificación a CCC(arg) desde BBB(arg): la baja de calificación a CCC(arg) de BBB(arg) y el Rating Watch Negativo asignado a las calificaciones de emisor y de las ON Clase 4 y 5 vigentes refleja la pérdida de flexibilidad financiera asociada al aumento de riesgo de liquidez y de refinanciación ante la ocurrencia simultánea de varios eventos adversos. Dichos eventos provocaron una abrupta y significativa reducción en la generación de caja de la compañía estimada por FIX en USD 4.5 millones para 2020 (USD 13 millones en 2019) frente a vencimientos de deuda en el mercado de capitales por USD 5.2 millones en Junio 2020. Los citados eventos son el cierre temporal de la refinería de ENAP en Chile producto del COVID-19 que provocó el cierre de producción y consecuentemente el recorte de compras a Roch como así también la caída abrupta del precio del petróleo. Roch enfrenta un contexto desafiante ante un mercado de capitales momentáneamente cerrado y la necesidad de refinanciar vencimientos totales durante el 2020 por USD 18.4 millones.

Elevado Riesgo de Liquidez: Al 31/12/20 Roch mostraba un saldo de caja por USD 1.1 millones que junto con un EBITDA anual estimado en USD 4.5 millones son insuficientes para afrontar vencimientos de ON por USD 7.8 millones en junio/octubre y prestamos financieros y ON sin oferta pública por USD 10.6 millones. El severo recorte en la producción hasta 1.300 boed desde 3.136 boed en 2019 a partir de la venta de activos, la caída de ventas derivados de desperfectos en la Terminal Portuaria Cruz del Sur operada por YPF y la caída del precio de petróleo impactan fuertemente en la generación interna de fondos.

Débiles métricas operativas y necesidades de inversión: después de la venta de activos por USD 3.6 millones, la compañía posee reservas probadas por 797.773 boe, 51% correspondiente a petróleo y 49% gas. Dichas reservas representan 4.1 años de producción de petróleo y 3.2 de gas. Roch necesita impulsar las inversiones para recomponer sus reservas y producción, sin embargo, su débil situación financiera actúa como limitante.

Elevado riesgo sectorial: las compañías de pequeña escala con pocos proyectos y escasa diversificación poseen una limitada flexibilidad operativa y son altamente vulnerables a variables exógenas como variaciones de precios, variaciones de tipo de cambio y cambios regulatorios. Las empresas conservadoras que hayan priorizado la liquidez y/o poseen reducido endeudamiento o una estructura de vencimientos a largo plazo lograrán sobrellevar el actual escenario de precios y demanda reducida junto con un limitado acceso al financiamiento. En 2020, las compañías priorizarán la liquidez en detrimento del plan de inversiones, afectando el nivel de reservas y producción en los próximos años.

Venta de activos: en enero de 2020, Roch vendió su participación del 30% en la concesión de la UTE Chorrillo, Palermo Aike, Campo Bremen, Moy Aike y Océano, localizada en la provincia de Santa Cruz. La venta de los activos es parte de una estrategia implementada por ROCH en el año 2019 de focalizarse en activos con potencial de crecimiento y bajo costo operativo. El cobro por la venta se efectúa en dos tramos: una contribución por USD 2.6 millones en el momento de la venta (ya cobrados) y USD 1.0 millones en mayo y agosto 2020. En 2019 dichos activos generaron el 5% del EBITDA de Roch.

Sensibilidad de la Calificación

FIX considera que un cambio en los términos y condiciones de las ON vigentes podrían implicar un canje forzoso o reestructuración de deuda. En ese contexto las calificaciones de los instrumentos existentes podrían bajar. Ante una nueva emisión de ON, Fix evaluará los nuevos términos y condiciones conjuntamente con el plan económico-financiero para asignar una nueva calificación a las ON a emitirse.

Liquidez y Estructura de Capital

A dic'19 la deuda financiera era de USD 26.7 millones, venciendo el 71% durante el año 2020 con un ratio de deuda/EBITDA de 1.8x y reservas/deuda de 10x. Considerando niveles de flujo de caja operativos proforma para 2020 de USD 4.5 millones, el nivel de endeudamiento ascendería a 5.0x.

Calificaciones

Emisor	CCC(arg)
ON Clase 4 por h/ USD 5.0 MM, ampliable a USD 8.0 MM	CCC(arg)
ON Clase 5 por h/ USD 10 MM	CCC(arg)

Rating Watch (alerta)	Negativa
-----------------------	----------

Resumen Financiero

(\$ millones)	31/12/19 12 Meses	31/12/18 12 Meses
Total Activos	3.030	2.548
Deuda Total	1.640	1.158
Ventas Netas	2.318	2.163
EBITDA ajustado	934	799
Margen EBITDA (%)	40.3	37.0
Deuda / EBITDA	1.8x	1.4x
EBITDA / Intereses	4.7x	7.1x
Producción (promedio Boed)	3.136	2.878

Informes Relacionados

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

[FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO](#)

Analistas

Analista Principal
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

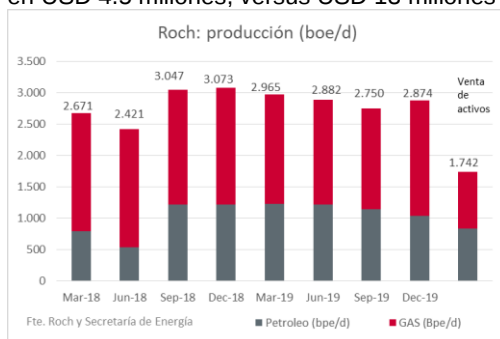
Venta de activos: En enero de 2020 la compañía vendió en USD 3.6 millones su participación del 30% en la concesión de la UTE Chorrillo, Palermo Aike, Campo Bremer, Moy Aike y Océano, localizada en la provincia de Santa Cruz. Luego de la venta, la compañía presenta un portafolio de activos y flujos concentrados exclusivamente en la concesión de Tierra del Fuego. A enero'20 la producción promedio neta de Roch resultó en 1.742 boe/d (versus 2.874 boe/d en el último trimestre de 2019). Debido a la reducción del precio del gas, la venta del activo no tiene impacto en el EBITDA del 2020. El cobro de la venta se efectúa en dos tramos: una contribución por USD 2.6 millones en el momento de la venta (ya cobrados) y USD 1.0 millones en mayo y agosto 2020. Los fondos serán utilizados para preservar la liquidez.

A partir de sept'19 dos hechos combinados redujeron la producción y la generación de fondos de Roch.

Reducción de producción por problemas en la comercialización: en sept'19 la Terminal Cruz del Sur, por la cual ROCH comercializa su producción de Petróleo, sufrió problemas con su monoboya y quedó momentáneamente fuera de servicio. Para mitigar el impacto de las limitaciones en la comercialización de petróleo, Roch redujo su producción de 1000 boe/d a 775 boe/d y celebró un contrato de venta de crudo con ENAP Chile, comercializando el crudo por camión. Esta medida implicó sobrecostos comerciales de aprox. USD 6 bpe. (USD 0.2 millones en 2019). La reparación de la terminal Cruz del Sur está estimada para fines del mes de junio 2020. En marzo'20 debido al COVID-19 ENAP decidió suspender la compra de petróleo y Roch restringió su producción. A la fecha la producción de la compañía es de 1277 boe/d (377 bpe/d de petróleo y 900 boe/d de gas).

Baja en el precio del petróleo: a partir del 9 de marzo de 2020 el precio internacional del petróleo bajó aprox. un 50% (Brent: 51.745 USD/bbl el 05/03/2020 a USD 26.045 el 26/03/2020).

Bajo el actual escenario de precios el EBITDA de la compañía proyectado por FIX para 2020 resulta en USD 4.5 millones, versus USD 13 millones en 2019.



Perfil del Negocio

ROCH se dedica a la exploración y producción de hidrocarburos y sus derivados a pequeña escala, así como también a la prestación de servicios petroleros a la industria. Su base de activos, luego de la venta de la participación en la UTE Chorrillo, Palermo Aike, Campo Bremen, Moy Aike y Océano (Ver hechos recientes), quedó concentrada en la participación del 27.33% en la UTE Río Cullén, Las Violetas, La Angostura (Cuenca Austral –provincia de Tierra del Fuego). Los derechos de concesión vencen en 2026 y son extensibles por diez años adicionales. ROCH actúa como operador de la UTE. El siguiente cuadro muestra la producción de petróleo y gas previo a la venta. En enero 2020 la producción diaria resultó en 1.742 boe. (fte: secretaría de energía).

Roch posee una cartera de clientes concentrada, propia de la industria. El petróleo de la UTE de Tierra del Fuego se destina exclusivamente a exportaciones, comercializado principalmente a

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Petróleo bbl miles	286	271	288	257	238	345	484
Gas miles BOE	945	864	861	788	728	679	661
Producción total (miles BOE)	1231	1135	1149	1045	966	1024	1145
Producción diaria	3373	3110	3148	2863	2647	2805	3136

través de la terminal de YPF. En 2019 las exportaciones de petróleo representaron el 45% de los ingresos totales y el 76% de los ingresos petroleros. El principal tomador de gas es la comercializadora R. G. Albanesi.

A diciembre'19 las reservas probadas de ROCH correspondiente a la concesión de Tierra del Fuego eran de 2.7 MMBOE, contando con un horizonte de reservas de 3.7 años. Las reservas de petróleo representan el 51% de las mismas. El bajo nivel de reservas demuestra las dificultades de ROCH para realizar las inversiones que le permitan expandir su base productiva.

Posición competitiva

ROCH es una empresa de pequeña escala dentro del sector energético, con una participación en la producción nacional de petróleo y gas inferior al 1%. Posee baja flexibilidad operativa ante cambios exógenos como volatilidad de precios, cambios regulatorios y/o presiones sindicales.

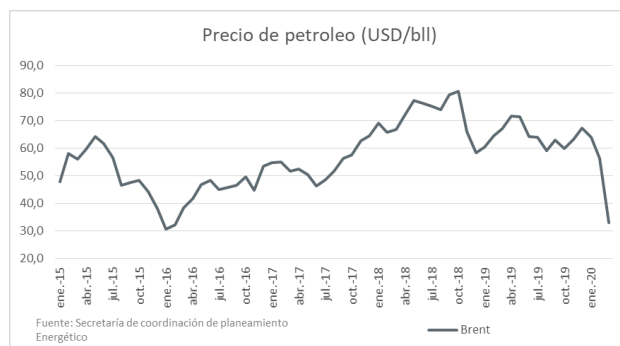
Administración y calidad de los accionistas

ROCH es controlada por la familia Chacra que posee una participación en el capital social del 66,45%, siendo el Ingeniero Ricardo Omar Chacra su principal accionista. El resto del paquete accionario está en poder de Puerto Asís Argentina S.A. (brazo inversor de la Organización Román). La gestión de la compañía está en manos de funcionarios con probada trayectoria dentro de la industria. El Ingeniero Chacra es el fundador de la empresa, habiendo adquirido experiencia previa en YPF, APCO Argentina y Compañías Asociadas Petroleras.

Riesgo del sector

Los efectos derivados del COVID19 amplifican las presiones sobre la generación de caja de las compañías del sector ante una sobreoferta mundial y una demanda decreciente. FIX espera un fuerte impacto sobre las variables macroeconómicas del país, acentuado por los efectos negativos generados a partir de la suspensión temporaria de la mayoría de las actividades, el consecuente menor consumo de combustibles, y la disrupción en la cadena de pagos.

FIX monitoreará los principales riesgos del sector como a) la prolongación en el tiempo del estresado contexto con precios y demanda débiles, producto de la pandemia, que deterioren la generación de fondos disponibles para inversiones y los recortes de las mismas tengan un efecto en el perfil de producción pro forma 2021, b) los cambios regulatorios de carácter permanente que afecten la flexibilidad operativa y financiera, c) las restricciones al financiamiento local e internacional perduren durante los siguientes meses limitando la posibilidad de refinanciación de pasivos financieros y d) un deterioro del apalancamiento medido en relación a las reservas podría implicar un deterioro en su calidad crediticia.



Perfil Financiero

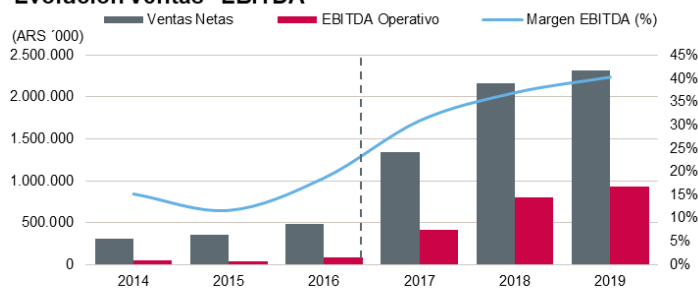
Rentabilidad

En 2019 el yacimiento de Tierra del Fuego concentró el 95% del EBITDA. En 2019 el EBITDA medido en pesos ajustados resultó en \$ 934 millones (aprox. USD 13 millones) y el margen 40.3%. El margen refleja el nivel de precios de petróleo cercanos a USD 60 bbl con un Brent promedio de USD 64 bbl y precios de gas cercanos a USD 3 MM BTU.

El año fiscal 2020 presenta un escenario diferente a partir de la caída de los precios y la menor producción por la venta de activos y los problemas operativos que afectan la comercialización del petróleo. El EBITDA estimado por FIX en su caso base es de USD 4.5 millones, estimando una producción promedio anual de 1.730 boe/d y un precio promedio de petróleo de USD 41.6 bbl y de

gas de USD 3.0 MMBTU. FIX estima que los costos de extracción serán en promedio levemente superiores a los de 2019 por la menor escala y los sobrecostos en la comercialización.

Evolución Ventas - EBITDA

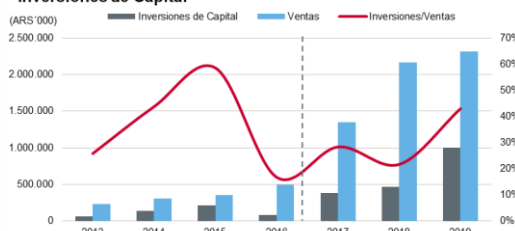


(*)Desde 2017 ajustado por inflación, no comparable con ejercicios anteriores.
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Flujo de fondos

En 2019 el flujo de fondos de ROCH continuó presionado fundamentalmente por incrementar su participación en Tierra del Fuego en un 7% (de 20.3% a 27.3%) con una inversión de aprox. USD 8 millones, lo que redundó en un flujo de fondos libre negativo. En 2020 las inversiones de capital van a ser limitadas y la compañía utilizaría los flujos operativos para el repago parcial del servicio de deuda y para el desarrollo de proyectos marginales.

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

A diciembre'19 la compañía poseía una deuda financiera de USD 27.4 millones y una posición de caja de USD 1.1 millones. El 71% de la deuda vence en el corto plazo (USD 19.4 millones). La presionada estructura de vencimientos para el corriente ejercicio empuja a la compañía a lograr la restructuración de su endeudamiento. La deuda está compuesta por Obligaciones Negociables con oferta pública por USD 13.2 millones, préstamos bancarios por USD 9.8 millones, Obligaciones Negociables sin oferta pública por USD 3.3 millones y préstamos con accionista por USD 1.0 millón.

Roch opera con una reducida liquidez, a dic'19 la caja e inversiones era de USD 1.1 millón. El cobro de USD 3.6 millones por la venta de la participación en las concesiones de Santa Cruz incrementará levemente la liquidez durante el corriente ejercicio.

Flexibilidad financiera

Históricamente la compañía tenía un limitado acceso al financiamiento a partir de la debilidad de sus métricas crediticias. El financiamiento provino de emisión de Obligaciones Negociables, préstamos bancarios, la venta de participaciones no estratégicas y aportes de capital. La compañía posee el desafío de lograr una estructura de capital que le permita cumplir con los vencimientos y recomponer sus métricas operativas.

Anexo I. Resumen Financiero

FIX ha actualizado a moneda homogénea al 31/12/19 los estados contables al 31/12/2017 y 31/12/2018, utilizando el Coeficiente de Actualización publicado por el Consejo Profesional de Ciencias Económicas. Los estados contables al 31/12/2016 y 31/12/2015 se expresan en valores nominales y por lo tanto no son comparables con los expresados en moneda homogénea. EL EBITDA ha sido ajustado eliminando las partidas no recurrentes.

Resumen Financiero - ROCH S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	Moneda Constante(*)	NIIF	NIIF
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Año	2019	2018	2017	2016	2015
Período	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
Coefficiente de fecha de cierre	283,44	283,44	184,26		
Coefficiente de actualización	283,44	283,44	283,44		
Ratio de ajuste	1,00	1,00	1,35		

Rentabilidad

EBITDA Operativo	933.872	799.404	416.812	91.246	41.692
EBITDAR Operativo	933.872	799.404	416.812	91.246	41.692
Margen de EBITDA	40,3	37,0	30,9	18,7	11,7
Margen de EBITDAR	40,3	37,0	30,9	18,7	11,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(19,2)	(2,2)	(9,8)	(3,2)	(57,1)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	3,7	5,5	5,6	2,9	1,2
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	4,7	7,1	5,0	2,7	2,5
EBITDAR Operativo / (Intereses Financieros + Alquileres)	4,7	7,1	5,0	2,7	2,5
EBITDA / Servicio de Deuda	0,7	1,0	1,1	0,9	0,3
EBITDAR Operativo / Servicio de Deuda	0,7	1,0	1,1	0,9	0,3
FGO / Cargos Fijos	3,7	5,5	5,6	2,9	1,2
FFL / Servicio de Deuda	(0,2)	0,1	(0,1)	0,2	(1,3)

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	2,2	2,0	1,6	3,4	16,7
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,8	1,4	1,8	3,5	8,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,7	1,3	1,7	2,9	8,1
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,8	1,5	1,8	3,5	8,3
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDAR Operativo	1,7	1,4	1,7	2,9	8,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	13,2	11,8	15,4	10,0	8,6
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	71,0	58,8	38,7	20,4	38,3

Balance

Total Activos	3.029.898	2.548.310	2.183.138	669.256	647.767
Caja e Inversiones Corrientes	62.991	105.043	61.402	52.950	6.859
Deuda Corto Plazo	1.164.486	680.808	291.427	65.698	132.420
Deuda Largo Plazo	475.448	477.681	461.666	255.886	212.875
Deuda Total	1.639.934	1.158.489	753.093	321.585	345.295
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.639.934	1.158.489	753.093	321.585	345.295
Deuda Fuera de Balance	0	59.685	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.639.934	1.218.174	753.093	321.585	345.295
Total Patrimonio	444.173	755.255	913.239	136.105	161.416
Total Capital Ajustado	2.084.107	1.973.429	1.666.332	457.690	506.712

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	543.393	506.065	380.223	61.711	3.927
Variación del Capital de Trabajo	9.077	(86.124)	(130.421)	4.337	1.506
Flujo de Caja Operativo (FCO)	552.470	419.941	249.802	66.048	5.433
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(996.658)	(468.067)	(381.691)	(81.838)	(209.312)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(444.187)	(48.126)	(131.889)	(15.790)	(203.879)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	5.809	80.909	0	0
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	137.058	0
Variación Neta de Deuda	408.856	111.758	(51.030)	(72.980)	196.965
Variación Neta del Capital	0	0	26.625	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0
Variación de Caja	(35.331)	69.441	(75.386)	48.288	(6.914)

Estado de Resultados

Ventas Netas	2.317.761	2.162.814	1.347.660	489.225	357.226
Variación de Ventas (%)	7,2	60,5	N/A	37,0	16,9
EBIT Operativo	524.355	564.456	153.216	62.427	(3.337)
Intereses Financieros Brutos	199.660	112.320	82.847	33.272	16.800
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(311.082)	(157.984)	(104.227)	(25.311)	(73.963)

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.
- BOE: Barriles de petróleo equivalente.

Anexo III. Características del Instrumento

El 13 de noviembre de 2014, la *Asamblea de Accionistas* y el *Directorio* de ROCH aprobaron la creación del *Programa de Obligaciones Negociables Simples No Convertibles en Acciones por un Valor Nominal de hasta USD 50 millones (o su equivalente en otras monedas)*. El programa ha sido autorizado para la oferta pública por la *Comisión Nacional de Valores (CNV)* el 9 de abril de 2015. El mismo no cuenta con calificación de riesgo y su duración será de 5 años contados desde la fecha de la autorización para la oferta pública otorgada por la *CNV*.

Obligaciones Negociables Clase 4

Monto Autorizado: USD 5 millones ampliable hasta USD 8 millones
Monto Emisión: USD 5,215,570
Moneda de Emisión: dólares
Fecha de Emisión: 18 de diciembre de 2018
Fecha de Vencimiento: 18 de junio 2020
Amortización de Capital: una cuota al vencimiento
Intereses: 9,65% TNA
Cronograma de Pago de Intereses: pago trimestral los días: 18 de marzo de 2019, 18 de junio de 2019, 18 de septiembre de 2019, 18 de diciembre de 2019, 18 de marzo de 2020 y en la fecha de vencimiento.
Garantías: N/A
Opción de Rescate: la emisora podrá rescatar las Obligaciones Negociables en circulación pagando el precio estimulado de acuerdo al mes de rescate, más los intereses devengados e impagos.
Condiciones de Hacer y no Hacer: Roch se compromete a mantener el ratio de deuda neta /EBITDA medido en dólares menor o igual a 3,5x

Obligación Negociable Clase 5

Monto Emisión: USD 8,000,000
Moneda de Emisión: dólares
Fecha de Emisión: 15 de abril 2019
Fecha de Vencimiento: 15 de abril 2021
Amortización de Capital: el capital será amortizado en tres cuotas consecutivas, pagaderas trimestralmente, equivalentes al 33%, 33% y 34% del valor nominal, en las siguientes fechas: 15 de octubre 2020, 15 de enero 2021 y 15 de abril 2021 respectivamente.
Intereses: tasa aplicable 14% TNA
Cronograma de intereses: pagaderos trimestralmente los días: 15 de julio de 2019, 15 de octubre de 2019, 15 de enero de 2020, 15 de abril de 2020, 15 de julio de 2020, 15 de octubre 2020, 15 de enero de 2021 y en la fecha de vencimiento.

Destino de los fondos: adquisición de la participación en la UTE "Rio Cullen - Las Violetas S.A. En el caso que la operación no se perfeccione se realizará la precancelación obligatoria. De existir un remanente, se utilizará para capital de trabajo.

Garantías: las mismas no cuentan con garantías.

Opción de Rescate: la emisora podrá rescata las Obligaciones Negociables en circulación pagando el precio detallado a continuación, mas intereses devengados e impagos. Mes 10-12 un precio del 103% sobre el valor residual, meses 13-15 un precio del 102%, en los meses de 16 a 18 un precio del 101% y del mes 19 al vencimiento el 100%.

Condiciones de Hacer y no Hacer: Roch se compromete a mantener el ratio de deuda neta /EBITDA medido en dólares menor o igual a 3,5x

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 **8 de abril de 2020**, bajó a **CCC (arg)** de BBB(arg) a la calificación de Emisor de **ROCH S.A.** y a los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase 4 por hasta USD 5 millones, ampliable a USD 8 millones.
- Obligaciones Negociables Clase 5 por hasta USD 8 millones, ampliable a USD 10 millones.

Las calificaciones cuentan con Rating Watch (Alerta) **Negativa**.

Categoría CCC(arg): "CCC" nacional implica un riesgo crediticio muy vulnerable respecto de otros emisores o emisiones dentro del país. La capacidad de cumplir con las obligaciones financieras depende exclusivamente del desarrollo favorable y sostenible del entorno económico y de negocios.

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)".

Rating Watch: una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Positivo", indicando una posible suba, "Negativo" en caso de una potencial baja, y "En evolución" cuando no se ha determinado la dirección del posible cambio. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. El disparador del RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo, un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

La calificación asignada se desprende del análisis de los Factores Cuantitativos y Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y Estructura de Capital, y el Fondo 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. 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 anuales hasta el 31-12-2019 y desde el 31-12-2011 (auditor externo a la fecha de los últimos estados financieros disponibles: *Deloitte & Co. S.A.*).

- Prospecto del *Programa de Obligaciones Negociables Simples No Convertibles en Acciones por un Valor Nominal de hasta USD 50 millones (o su equivalente en otras monedas)* de fecha abril de 2015.
- Suplemento de precio de la Obligaciones Negociables Clase 4 de fecha diciembre 2018.
- Suplemento de precio de las Obligaciones Negociables Clase 5 de fecha 8 de abril 2019.

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 calificador–, 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.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe 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 factual 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 factual 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 se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, 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. 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 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, pero no sólo, 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.

