

NEWSAN S.A. (NEWSAN)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	A-(arg)
ON Clase VII de hasta \$ 100 MM ampliable por hasta \$ 500 MM (1)	A-(arg)
ON Clase VIII de hasta \$ 100 MM ampliable por hasta \$ 500 MM (1)	A-(arg)
ON Clase 1 (2)	A-(arg)
ON Clase 2 (2)	A-(arg)
ON Clase 3 (3)	A-(arg)
ON Clase 4 (3)	A-(arg)

(1) En conjunto o en forma individual por un monto máximo de hasta \$ 500 MM.
 (2) En conjunto por un monto máximo de emisión de hasta US\$ 20 MM (o su equivalente en otras monedas) ampliable hasta US\$ 50 MM (o su equivalente en otras monedas).
 (3) En conjunto por un monto máximo de emisión de hasta US\$ 15 MM (o su equivalente en otras monedas) ampliable hasta US\$ 50 MM (o su equivalente en otras monedas).

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

(\$ miles)	31/12/17 12 Meses	31/12/16 12 Meses
Total Activos	12.410.468	7.974.586
Deuda Total	3.319.949	2.177.539
Ventas Netas	13.643.844	12.561.160
EBITDA Operativo	1.445.801	1.785.483
Margen EBITDA (%)	10,6	14,2
Deuda/EBITDA	2,3	1,2
Deuda Neta/EBITDA	2,0	1,2
EBITDA/Intereses	4,3	5,5

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
 Mirley Jové
 Analista
 +54 11 5235-8119
mirley.jove@fixscr.com

Analista Secundario
 Pablo Andrés Artusso
 Director Asociado
 +54 11 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

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

Factores Relevantes de la Calificación

Perspectiva Estable: El cambio de perspectiva a Estable desde Negativa está dado por la resiliencia demostrada por NEWSAN al haber transitado la porción adversa del ciclo manteniendo la generación de flujo operativo, un moderado nivel de apalancamiento y manejado su liquidez y plan de inversiones de manera tal de no alterar su calidad crediticia. El ejercicio 2017 estuvo caracterizado por un consumo de bienes durables afectado por el entorno macroeconómico, con márgenes presionados por una combinación de elevadas tasas de interés y bajo nivel de actividad sectorial, y además un mayor nivel de competencia. Hacia adelante, Fix espera una leve recuperación en la venta de electrodomésticos con un impacto positivo o neutro para de NEWSAN.

Fuerte componente regulatorio: Los productos que NEWSAN fabrica están sujetos al régimen de Promoción Industrial de Tierra del Fuego establecido por la Ley 19.640, con vigencia hasta 2023. El equilibrio entre la propia producción y los productos importados depende de los aranceles y estímulos en determinado momento. De la venta de electrodomésticos, el 80% es producción propia y el 20% restante corresponde a productos de reventa. Ante la falta de renovación del beneficio, la compañía se encuentra trabajando en un modelo de negocio de fabricación e importaciones siendo principal aliado estratégico de marcas internacionales.

Generación de fondos volátil: NEWSAN posee una generación de fondos volátil, que depende principalmente del nivel de actividad del sector, muy sensible al entorno macroeconómico. La incidencia del capital de trabajo sobre el flujo es significativa, el manejo de inventarios se vuelve un factor clave. Fix espera para el próximo ejercicio que el Flujo de Fondos Libre sea negativo. Proyectamos inversiones de capital relacionadas con el mantenimiento de los activos y repartos de utilidades flexibles que contribuirían a mantener una saludable generación orgánica de fondos.

Sólido posicionamiento de marca: La compañía produce, comercializa y distribuye artículos eléctricos y electrónicos para el hogar, combinando marcas propias y licencias de marcas internacionales. Su posición de liderazgo en el mercado local se explica por la fortaleza de la cadena de distribución que le permite colocar sus productos entre una cartera diversificada de clientes a través de múltiples canales de venta.

Sensibilidad de la Calificación

La calificación podría verse presionada a la baja, ante una demanda deprimida o entorno competitivo mayor que afecte la generación de fondos de la compañía, exponiéndola a niveles de endeudamiento superiores a los actuales y a una posición de liquidez acotada. Cambios adversos en el régimen de Promoción Industrial también podrían presionar la calidad crediticia de la compañía. No vislumbramos una suba de calificación en el mediano plazo.

Liquidez y Estructura de Capital

Estructura de capital y liquidez adecuadas: A diciembre'17, la deuda total ajustada de la compañía era de \$ 3.955 MM, el 37% corresponde a Obligaciones Negociables, el 47% a préstamos bancarios y el 13% restante a préstamos con compañías relacionadas. Del total de préstamos bancarios el 65% son préstamos en moneda extranjera principalmente Prefinanciación de Exportaciones. A dicha fecha, el ratio deuda total ajustada / EBITDA de la compañía fue de 2.7x y la cobertura de intereses de 4.3x.

Si bien la caja cubre solo el 20% de las deudas corrientes y los vencimientos de la compañía se concentran en el corriente año, de los mismos el 15% corresponde a la ON Clase VII que la compañía planea refinanciar en mayo, el 42% a Prefinanciación de Exportaciones y el resto a préstamos bancarios. NEWSAN opera con un nivel de caja bajo y tiene un probado acceso a diversas fuentes de financiamiento.

Perfil del Negocio

Con 27 años de trayectoria, NEWSAN S.A. (en adelante NEWSAN) forma parte del Grupo NEWSAN, que a través de distintas compañías produce, comercializa y distribuye artículos eléctricos y electrónicos para el hogar, combinando marcas propias y licencias de marcas internacionales.

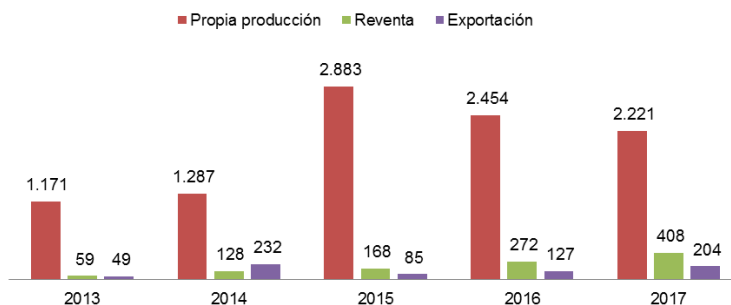
La compañía cuenta con 6 plantas industriales y 3 centros logísticos. Para la producción se beneficia del régimen de Promoción Industrial de Tierra del Fuego establecido por la Ley 19.640, con vigencia hasta 2023. A diciembre'17 el 81% de los artículos comercializados por la compañía son de producción propia, mientras que el resto es importado.

Segmentos de operación

Las actividades de NEWSAN se dividen en tres segmentos de operación:

- Propia producción (67% sobre ingresos netos por ventas y 78% sobre resultado bruto a dic'17): produce bajo las siguientes marcas propias y licenciadas: Sanyo, Noblex, ATMA, Philco, Sansei y Siam. En los últimos años, la empresa se enfocó en el desarrollo de estas marcas en el mercado local. Usualmente, las marcas propias compiten en los segmentos de precios medios y bajos. A su vez, se fabrica bajo marcas de terceros a partir de acuerdos industriales con clientes locales (como Garbarino, Frávega o Ribeiro) e internacionales (LG, Hp, Lenovo y Braun, entre otros). Los acuerdos tienen una duración promedio de 3 años y presentan buenos antecedentes en cuanto a su renovación.
- Reventa (16% sobre ingresos netos por ventas y 14% sobre resultado bruto a dic'17): productos importados y posteriormente comercializados. Comprende pequeños electrodomésticos y productos de audio.
- Exportación (17% sobre ingresos netos por ventas y 7% sobre resultado bruto a dic'17): con el objeto de equilibrar su balanza comercial, la empresa desarrolló un negocio de exportación a través de la unidad NEWSAN Food. Esta división se dedica al procesamiento, comercialización y exportación de productos de pesca, maní, miel y otros alimentos, y ha experimentado un fuerte crecimiento posicionando a la compañía como uno de los principales exportadores del país. Si bien este segmento presenta márgenes acotados, le permite a la empresa acceder a moneda dura y mitigar parcialmente el descalce de monedas entre la compra de insumos denominados en dólares y las ventas en pesos en el mercado doméstico.

Resultado bruto por Segmentos de Operación ARS MM



Fuente: Información de la compañía

Producción

El equilibrio entre producción propia e importación depende de los aranceles y estímulos productivos determinados por el Gobierno. Ante un escenario de mayor apertura comercial con baja de aranceles, la compañía podría adaptar el mix productivo hacia una relación de mayor importación y menor producción local.

Régimen de Promoción de Tierra del Fuego

Mediante la Ley N° 19.640 de 1972 se creó un régimen fiscal y aduanero especial en Tierra del Fuego, el cual otorga importantes exenciones de impuestos nacionales a las empresas que desarrollan sus actividades bajo dicho régimen. Se definieron un “Área Franca” y un “Área Aduanera Especia”, estableciéndose un sub-régimen industrial para esta última, que otorga beneficios fiscales y aduaneros para promover la actividad manufacturera.

Por su parte, el Decreto 1234/2007 extendió los derechos y obligaciones acordados bajo el régimen de promoción hasta fines del 2023. Futuros cambios en este régimen deberán ser acordados en el Congreso.

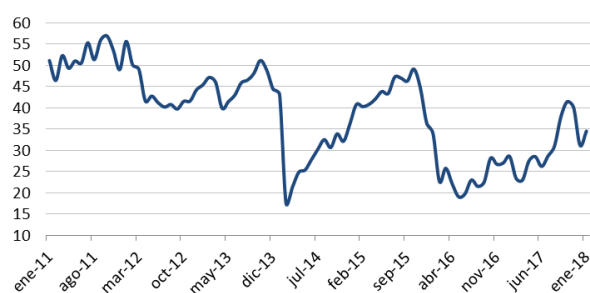
Riesgos del Sector

El consumo de bienes durables se caracteriza por su discrecionalidad y se encuentra determinado por el entorno macroeconómico y el ingreso disponible de los consumidores. De este modo, la actividad de fabricación y venta de electrodomésticos presenta una alta sensibilidad a cambios en el contexto económico, ya que los consumidores efectúan las decisiones de compras basándose en la disponibilidad de ingreso destinado al consumo no esencial, perspectivas futuras acerca del entorno económico y existencia de alternativas de financiación.

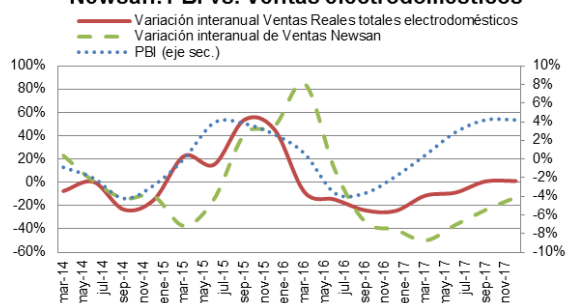
A marzo 2018, el Índice de Confianza del Consumidor se mantuvo sin cambios con respecto a febrero. En comparación interanual el Índice muestra un incremento del 7% con respecto a marzo 2017. Particularmente en electrodomésticos a nivel nacional el índice muestra una variación respecto a marzo'17 de 47.7%.

Desde 2016 la disminución del ingreso disponible sumada a una aceleración de la tasa inflacionaria, afectó las decisiones de compra de bienes durables, añadiendo presión al sector de consumo que tuvo una baja significativa con respecto a períodos anteriores. A diciembre'16 la variación interanual de ventas reales de electrodomésticos según el INDEC mostraba una caída de 24.66%. A diciembre'17, la variación interanual de ventas reales de electrodomésticos fue de 1.1%.

Índice de Confianza del Consumidor Nacional
 Bienes Durables



Newsan: PBI vs. Ventas electrodomésticos



Fuente: FixScr

Posición Competitiva

NEWSAN es uno de los principales fabricantes locales de la industria de electrónica de consumo, la cual presenta un elevado nivel de competencia tanto de jugadores nacionales como del exterior. La compañía posee una cartera de productos bien diversificada y ostenta una posición de liderazgo en los segmentos de imagen (fabricación de televisores), audio y aire acondicionado residencial. Su fuerte posicionamiento en el mercado se explica por la fortaleza de la cadena de distribución, que favorece la suscripción de alianzas estratégicas para incrementar y diversificar la producción, y por el desarrollo de un portafolio de marcas propias que le permite abarcar diferentes segmentos de consumo.

Sin embargo, las operaciones de la empresa se encuentran concentradas en Argentina y, por lo tanto, están altamente expuestas a los ciclos económicos del país. Además, existe cierta

concentración de la cartera de clientes que podría afectar el volumen del negocio en el caso de que algún contrato significativo no se renovara.

Administración y Calidad de los Accionistas

NEWSAN es controlada por la familia Cherñajovsky. El Sr. Rubén Cherñajovsky posee el derecho de usufructo vitalicio y los derechos políticos respecto de las acciones de sus hijos, por lo cual tiene el control indirecto de un 98% del capital y los votos de la sociedad.

A su vez, a través de su participación en las subsidiarias Kirbo S.A. y Misur S.A., NEWSAN ejerce un control indirecto sobre Noblex Argentina S.A.

Factores de Riesgo

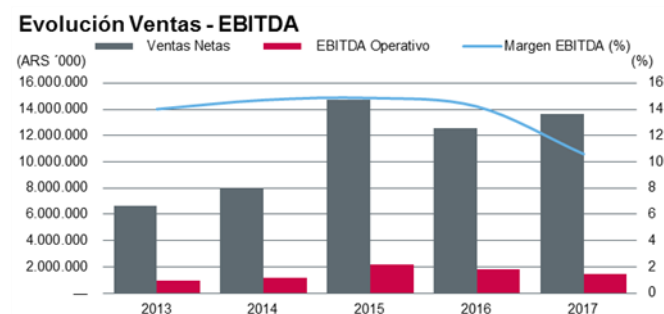
- **Exposición a los ciclos económicos:** El consumo de bienes durables se ve fuertemente impactado por los vaivenes de la economía local. En períodos recesivos como el atravesado durante el presente año, se observa una retracción del consumo de electrodomésticos.
- **Riesgo regulatorio:** Cambios en los incentivos a la producción industrial o una política de apertura de las importaciones podrían impactar el nivel de competencia y los márgenes de rentabilidad de la compañía.
- **Desafíos en el manejo del capital de trabajo:** La estacionalidad que exhibe el negocio de NEWSAN requiere un manejo eficiente del capital de trabajo. La empresa posee un amplio acceso al mercado de crédito que la dota de una buena flexibilidad para financiar el ciclo de caja.
- **Concentración de los vencimientos de la deuda:** La estructura de capital de la compañía exhibe una alta concentración de deuda corriente. Este riesgo se encuentra parcialmente mitigado dado que el 50% de dicha deuda corriente corresponde a Prefinanciación de Exportaciones y el resto por deuda bancaria.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Al cierre del ejercicio fiscal 2017, las ventas de NEWSAN totalizaron \$ 13.643 MM y el EBITDA fue de \$ 1.445 MM. El margen EBITDA a la misma fecha fue de 10.6% que compara con niveles promedio de 14% en los 4 ejercicios precedentes. La caída en los márgenes se explica principalmente por la reducción de ventas producto del impacto de la escisión de negocios de celulares y por la reducción de actividad que estuvo transitando el sector de consumo, en un contexto de costos elevados y dificultades para trasladar los mismos a precios.

Hacia adelante, Fix espera que NEWSAN continúe exhibiendo márgenes EBITDA en torno al 10%.



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

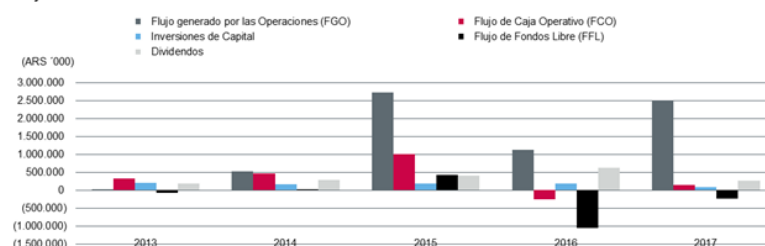
Flujo de Fondos

NEWSAN ha presentado históricamente un Flujo Generado por las Operaciones (FGO) positivo que hasta 2015 ha resultado suficiente para financiar sus necesidades de capital de trabajo e inversiones de capital. Sin embargo, a partir de 2016, producto de disminución de los ingresos y la presión que ejerce el capital de trabajo, la compañía presentó un Flujo de Fondos Libres (FFL) negativo.

A diciembre '17, el FGO fue de \$ 2.512 MM y el FFL fue negativo de \$ 221 MM. Las inversiones de capital estuvieron en línea con valores históricos y la compañía distribuyó dividendos por \$ 268 MM, 17% del resultado neto ejercicio 2016.

Hacia adelante, Fix espera que el FFL sea negativo. Proyectamos inversiones de capital relacionadas con el mantenimiento de los activos productivos en el rango de US\$ 10-20 millones anuales y repartos de utilidades flexibles que contribuirían a mantener una saludable generación orgánica de fondos.

Flujo de fondos



Fuente: Información de la empresa

Liquidez y Estructura de Capital

NEWSAN presenta una estructura de capital adecuada. A diciembre '17, la deuda total ajustada de la compañía era de \$ 3.955 MM, compuesta por 61% deuda corriente, 23% deuda no corriente y 16% garantías otorgadas a sociedades relacionadas. Los descuentos de cheques se incluyen en la deuda corriente.

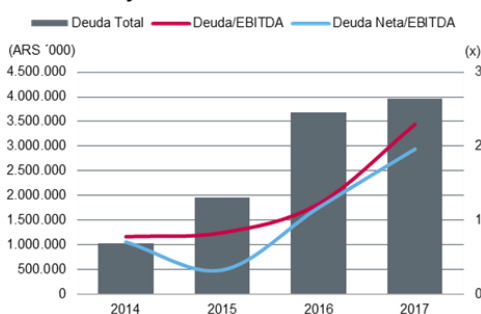
Del total de deuda corriente y no corriente, el 37% corresponde a Obligaciones Negociables, el 47% a préstamos bancarios y el 13% restante a préstamos con compañías relacionadas. Del total de préstamos bancarios el 65% son préstamos en moneda extranjera principalmente Prefinanciación de Exportaciones.

A dicha fecha, el ratio deuda total ajustada / EBITDA de la compañía fue de 2.7x y la cobertura de intereses de 4.3x.

Actualmente la compañía se encuentra en proceso de refinanciación de la ON Clase VII con fecha de vencimiento mayo '18, que será reemplazada por la ON Clase 3 y Clase 4 con fecha de vencimiento en 2020.

Hacia adelante, se espera que NEWSAN continúe con niveles de deuda manejables, que le permitan cumplir con sus obligaciones financieras en escenarios recesivos de consumo, apertura de importaciones que genere mayor competencia o en la finalización del beneficio de promoción industrial que le exija un cambio en su modelo de negocio.

Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Capitalización

'000 ARS	% Total Capital
Deuda de Corto Plazo	30,0
Deuda de Largo Plazo	11,4
Otros	7,9
Deuda Total Ajustada	49,3
Total Patrimonio	50,7
Total Capital Ajustado	100,0

Fuente: Información de la empresa

Si bien la caja cubre solo el 20% de las deudas corrientes Fix considera que la posición de liquidez de la compañía es adecuada. NEWSAN opera con un nivel de caja bajo y tiene un probado acceso a diversas fuentes de financiamiento.

Los vencimientos de la compañía se concentran en el corriente año, de los mismos el 15% corresponde a la ON Clase VII que será refinanciada el próximo mayo, el 42% a Prefinanciación de Exportaciones y el resto a préstamos bancarios.

Liquidez - Newsan S.A.

(miles de ARS; cifras consolidadas)	2017	2016	2015	2014	2013
EBITDA Operativo (LTM)	1.445.801	1.785.483	2.188.747	1.170.163	930.916
Caja e Inversiones Corrientes	484.105	88.910	1.105.168	84.830	17.764
Deuda Corto Plazo	2.407.384	1.638.866	1.736.475	793.835	615.695
Deuda Largo Plazo	912.565	538.674	80.237	114.093	164.150

Indicadores Crediticios

LTM EBITDA / Deuda CP	0,6	1,1	1,3	1,5	1,5
LTM EBITDA + Caja e Inv. Corrientes / Deuda CP	0,8	1,1	1,9	1,6	1,5
Deuda Total / LTM EBITDA	2,3	1,2	0,8	0,8	0,8

Fondeo y Flexibilidad Financiera

NEWSAN posee un probado acceso a diversas fuentes de financiamiento en el ámbito local. En el mercado bancario dispone de crédito otorgado por entidades de primera línea, el cual supera las necesidades máximas de capital de trabajo. Además, en los últimos años ha incursionado en el mercado de capitales mediante la emisión de una serie de instrumentos de deuda. Asimismo, la empresa cuenta con financiamiento otorgado por sus proveedores que dota de cierta flexibilidad al ciclo de conversión de caja.

Anexo I. Resumen Financiero

Resumen Financiero - Newsan S.A.

(miles de ARS; año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Rentabilidad	2017	2016	2015	2014	2013
EBITDA Operativo	1.445.801	1.785.483	2.188.747	1.170.163	930.916
Margen de EBITDA	10,6	14,2	14,9	14,7	14,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	35,6	20,6	56,3	26,5	8,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	(16)	(8,4)	2,9	0,2	(1,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	25,5	45,0	51,7	48,2	47,5

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	8,5	4,5	6,2	3,2	1,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	4,3	5,5	4,2	5,0	4,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,5	0,9	1,0	1,1	1,1
FGO / Cargos Fijos	8,4	4,4	6,1	3,2	1,1
FFL / Servicio de Deuda	0,0	(0,4)	0,4	0,2	0,2
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	(0,3)	0,9	0,3	0,2
FCO / Inversiones de Capital	1,5	(1,4)	5,4	2,7	1,6

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	14	2,5	0,6	14	4,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,3	1,2	0,8	0,8	0,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	1,2	0,3	0,7	0,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,2	16,2	38,6	27,8	27,2
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,7	0,8	1,0	0,9	0,8

Balance

Total Activos	12.410.468	7.974.586	12.305.310	5.425.811	4.998.541
Caja e Inversiones Corrientes	484.105	88.910	1.105.168	84.830	17.764
Deuda Corto Plazo	2.407.384	1.638.866	1.736.475	793.835	615.695
Deuda Largo Plazo	912.565	538.674	80.237	114.093	164.150
Deuda Total	3.319.949	2.177.539	1816.712	907.928	779.845
Deuda asimilable al Patrimonio	—	—	—	—	—
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.319.949	2.177.539	1816.712	907.928	779.845
Deuda Fuera de Balance	635.289	1.498.519	40.396	128.504	204.026
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.955.238	3.676.059	1.957.108	1.036.432	983.871
Total Patrimonio	4.061.459	3.337.858	3.815.384	1.851.840	1.522.605
Total Capital Ajustado	8.016.698	7.013.917	5.772.492	2.888.272	2.506.476

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	2.512.559	1.118.247	2.719.666	526.824	13.361
Variación del Capital de Trabajo	(2.372.204)	(1.372.907)	(1.705.273)	(55.949)	312.216
Flujo de Caja Operativo (FCO)	140.355	(254.660)	1.014.394	470.875	325.577
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	(93.865)	(181.770)	(186.637)	(174.880)	(208.430)
Dividendos	(268.001)	(621.397)	(406.862)	(283.409)	(192.307)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(221.512)	(1.057.828)	420.894	12.586	(75.160)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(518.19)	97.717	—	—	—
Otras Inversiones, Neto	24.999	776.051	(922.216)	(74.752)	(93.357)
Variación Neta de Deuda	643.527	79.084	624.493	118.162	164.713
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	—	—	—	—	—
Variación de Caja	395.195	(104.975)	123.172	55.997	(3.805)

Estado de Resultados

Ventas Netas	13.643.844	12.561.160	14.726.739	7.956.852	6.642.867
Variación de Ventas (%)	8,6	(14,7)	85,1	19,8	45,0
EBIT Operativo	1.320.261	1.654.149	2.071.087	1.068.557	862.646
Intereses Financieros Brutos	334.482	323.989	525.201	234.223	197.321
Resultado Neto	942.690	1.608.379	1.465.627	813.799	585.249

Anexo II. Glosario

- **BADLAR** (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*): Se trata de la tasa de interés que paga el promedio de entidades financieras por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos.
- **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.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Clase VII

Monto Autorizado:	De hasta \$ 100 MM ampliable por hasta \$ 500 MM (1)
Monto Emisión:	\$ 286.626.250
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	3 de noviembre de 2016
Fecha de Vencimiento:	3 de mayo de 2018
Amortización de Capital:	3 de mayo de 2018
Intereses:	Tasa BADLAR privada más margen de corte de 4% nominal anual.
Cronograma de Pago de Intereses:	03/02/2018, 03/05/2017, 03/08/2017, 03/11/2017, 03/02/2018 y 03/05/2018
Destino de los fondos:	(i) inversiones en activos físicos situados en el país, (ii) integración de capital de trabajo en el país, entendiéndose como tal el activo corriente menos el pasivo corriente, incluyendo, el pago a proveedores por insumos y/o servicios prestados y el pago de otros pasivos operativos corrientes o afectación a otros pasivos corrientes, y (iii) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados
Compromisos financieros	(i) Activo Corriente / Pasivo Corriente > 1,00 (ii) Deuda Financiera Neta / EBITDA Acumulado < 3,00 (iii) EBITDA Acumulado / Intereses Acumulados > 2,50
Opción de Rescate:	Rescate por cuestiones Impositivas
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Obligación Negociable Clase VIII

Monto Autorizado:	De hasta \$ 100 MM ampliable por hasta \$ 500 MM (1)
Monto Emisión:	\$ 213.373.750
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	3 de noviembre de 2016
Fecha de Vencimiento:	3 de noviembre de 2019
Amortización de Capital:	3 de noviembre de 2019
Intereses:	Tasa BADLAR privada más margen de corte de 4% nominal anual.
Cronograma de Pago de Intereses:	03/02/2017, 03/05/2017, 03/08/2017, 03/11/2017, 03/02/2018, 03/05/2018, 03/08/2018, 03/11/2018, 03/02/2019, 03/08/2019 y 03/11/2019
Destino de los fondos:	(i) inversiones en activos físicos situados en el país, (ii) integración de capital de trabajo en el país, entendiéndose como tal el activo corriente menos el pasivo corriente, incluyendo, el pago a proveedores por insumos y/o servicios prestados y el pago de otros pasivos operativos corrientes o afectación a otros pasivos corrientes, y (iii) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas a la sociedad emisora cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados
Compromisos financieros	(i) Activo Corriente / Pasivo Corriente > 1,00 (ii) Deuda Financiera Neta / EBITDA Acumulado < 3,00 (iii) EBITDA Acumulado / Intereses Acumulados > 2,50
Opción de Rescate:	Rescate por cuestiones Impositivas
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

(1) En conjunto o en forma individual por un monto máximo de hasta \$ 500 MM

Obligación Negociable Clase 1

Monto Autorizado:	De hasta US\$ 20 MM (o su equivalente en otras monedas) ampliable hasta US\$ 50 MM (o su equivalente en otras monedas) en conjunto con las Obligaciones Negociables Clase 2
Monto Emisión:	\$ 363.333.333
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	19 de diciembre de 2017
Fecha de Vencimiento:	19 de junio de 2019
Amortización de Capital:	19 de junio de 2019
Intereses:	Tasa BADLAR privada más margen de corte de 5,75% nominal anual.
Cronograma de Pago de Intereses:	19/03/2018, 19/06/2018, 19/11/2018, 19/12/2018, 19/03/2019 y 19/06/2018
Destino de los fondos:	(i) inversiones en activos físicos situados en el país, (ii) integración de capital de trabajo en el país, entendiéndose como tal el activo corriente menos el pasivo corriente, incluyendo, el pago a proveedores por insumos y/o servicios prestados y el pago de otros pasivos operativos corrientes o afectación a otros pasivos corrientes, (iii) para el repago de deuda de corto plazo, y (iv) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas al Emisor cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate por cuestiones Impositivas
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Obligación Negociable Clase 2

Monto Autorizado:	De hasta US\$ 20 MM (o su equivalente en otras monedas) ampliable hasta US\$ 50 MM (o su equivalente en otras monedas) en conjunto con las Obligaciones Negociables Clase 2
Monto Emisión:	US\$ 17.591.690
Moneda de Emisión:	Dólares Americanos
Fecha de Emisión:	19 de diciembre de 2017
Fecha de Vencimiento:	19 de diciembre de 2020
Amortización de Capital:	19 de diciembre de 2020
Intereses:	6,75% nominal anual
Cronograma de Pago de Intereses:	19/03/2018, 19/06/2018, 19/09/2018, 19/12/2018, 19/03/2019, 19/06/2019, 19/09/2019, 19/12/2019, 19/03/2020, 19/06/2020, 19/09/2020 y 19/12/2020
Destino de los fondos:	(i) inversiones en activos físicos situados en el país, (ii) integración de capital de trabajo en el país, entendiéndose como tal el activo corriente menos el pasivo corriente, incluyendo, el pago a proveedores por insumos y/o servicios prestados y el pago de otros pasivos operativos corrientes o afectación a otros pasivos corrientes, (iii) para el repago de deuda de corto plazo, y (iv) integración de aportes de capital en sociedades controladas o vinculadas al Emisor cuyo producido se aplique exclusivamente a los destinos antes especificados
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate por cuestiones Impositivas
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Obligación Negociable Clase 3 a emitir

Monto Autorizado:	De hasta US\$ 15 MM (o su equivalente en otras monedas) ampliable hasta US\$ 50 MM (o su equivalente en otras monedas) en conjunto con las Obligaciones Negociables Clase 4
Monto Emisión:	
Moneda de Emisión:	Pesos Argentinos
Fecha de Emisión:	
Fecha de Vencimiento:	24 meses
Amortización de Capital:	en la Fecha de Vencimiento
Intereses:	Tasa BADLAR privada más margen de corte
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestrales
Destino de los fondos:	
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate a Opción del Emisor o por cuestiones Impositivas
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

Obligación Negociable Clase 4 a emitir

Monto Autorizado:	De hasta US\$ 15 MM (o su equivalente en otras monedas) ampliable hasta US\$ 50 MM (o su equivalente en otras monedas) en conjunto con las Obligaciones Negociables Clase 3
Monto Emisión:	
Moneda de Emisión:	Dólares Americanos
Fecha de Emisión:	
Fecha de Vencimiento:	24 meses
Amortización de Capital:	en la Fecha de Vencimiento
Intereses:	Tasa fija
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestrales
Destino de los fondos:	
Garantías:	NA
Opción de Rescate:	Rescate a Opción del Emisor o por cuestiones Impositivas
Condiciones de Hacer y no Hacer:	NA
Otros:	NA

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) realizado el **18 de abril de 2018** confirmó en la categoría **A-(arg)** la calificación de emisor y de los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase VII de hasta \$ 100 MM ampliable por hasta \$ 500 MM (1)
- Obligaciones Negociables Clase VIII de hasta \$ 100 MM ampliable por hasta \$ 500 MM (1)
- Obligaciones Negociables Clase 1 (2)
- Obligaciones Negociables Clase 2 (2)

(1) En conjunto o en forma individual por un monto máximo de emisión de hasta \$ 500 MM.

(2) En conjunto por un monto máximo de emisión de hasta US\$ 20 MM (o su equivalente en otras monedas) ampliable hasta US\$ 50 MM (o su equivalente en otras monedas).

Se asignó en categoría **A-(arg)** la calificación de los siguientes instrumentos a emitir por la empresa en el marco del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un valor nominal de US\$ 300 MM (o su equivalente en otras monedas):

- Obligaciones Negociables Clase 3 (3)
- Obligaciones Negociables Clase 4 (3)

(3) En conjunto por un valor nominal máximo de hasta US\$ 15 MM (o su equivalente en otras monedas) ampliable hasta US\$ 50 MM (o su equivalente en otras monedas).

La perspectiva es Estable.

Categoría A(arg): "A" nacional implica una sólida calidad crediticia con respecto a otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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 en escala nacional 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 trimestrales consolidados hasta el 31-12-2017 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: Deloitte S.C.).
 - Prospecto del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un valor nominal de hasta \$ 500 MM (o su equivalente en otras monedas).
 - Prospecto del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un valor nominal de hasta US\$ 300 MM (o su equivalente en otras monedas).
 - Borrador del Prospecto del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un valor nominal de hasta US\$ 300 MM.
 - Suplemento de precio de las *Obligaciones Negociables Clases VII y VIII* de fecha 25 de octubre de 2016.
 - Suplemento de precio de las Obligaciones Negociables Clases 1 y 2 de fecha 7 de diciembre de 2017.
 - Borrador del Suplemento de precio de las Obligaciones Negociables Clase 3 y 4.
- Además información de gestión de carácter privado a marzo'18.

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.