

Pampa Energía S.A.

Factores relevantes de la calificación

Asignación de Calificación a ON Clase 16: FIX (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX– confirmó la calificación de Emisor de Largo Plazo en AA+(arg) Perspectiva es Estable y asigna en la misma calificación a las ON Clase 16 por hasta USD 30 millones, ampliable por hasta USD 60 millones, a ser emitidas por la Pampa Energía S.A. (Pampa). La calificación se fundamenta en la mayor previsibilidad en la generación de flujo operativo a partir de la extensión del Plan Gas que rige hasta 2028 y un incremental de producción esperado en el segmento de E&P, a partir de la finalización de la primera etapa del Gasoducto NK, que llevaría la producción a más de 14 millones de metros cúbicos diarios de gas (8 millones m³ en 2021 y menos de 10 en 2022), incrementando la escala operativa de la compañía, conservando su sólido perfil operativo y de diversificación de segmentos.

Canje ON Clase T: Pampa finalizó en forma exitosa, su canje de la ON Clase T por un monto total de hasta USD 500 millones con vencimiento en julio de 2023. El valor nominal de las obligaciones negociables existentes presentadas y aceptadas al canje fue de USD 407.093.000, representativas del 81.4% del capital de las obligaciones negociables en circulación, y de los cuales, USD 193.802.000 adhirieron a la opción A, mientras que USD 213.291.000 adhirieron a la opción B. El monto de la emisión fue por USD 292.796.835 a una tasa del 9.5% con vencimiento en tres cuotas anuales consecutivas el 31-12-24 (33%), 31-12-25 (33%) y 31-12-26 (34%). Respecto al saldo restante a vencer en julio 2023, se espera que la compañía acceda al 40% por normativa, y deba refinanciar el 60% restante. FIX considera que el monto a refinanciar en moneda extranjera es manejable para Pampa pese al contexto.

Ampliación Parque Arauco: Con fecha 12 de diciembre de 2022 Pampa Energía acordó con el Gobierno de la Provincia de La Rioja la adquisición del 100% de Vientos de Arauco Renovables S.A.U, sociedad que opera el Parque Eólico Arauco II etapa 1 y 2, renombrado Parque Eólico Pampa Energía V (PEPE V), ubicado en Arauco, provincia de La Rioja, con una potencia bruta de 100 MW. PEPE V comercializa su energía bajo el contrato de abastecimiento RenovAr, desde marzo de 2020 por 20 años. El precio de compra asciende a USD 171 millones. Con la compra de PEPE V y la habilitación de las expansiones en curso, incluidos los 81 MW de la ampliación del Parque Eólico Pampa Energía III (denominado Parque Eólico Pampa Energía IV), Pampa operará una capacidad total proyectada de 5.431 MW, de los cuales 387 MW son de energía eólica, posicionándonos como una de las empresas líderes de Argentina en este segmento. Adicionalmente, Pampa recientemente anunció la construcción de un nuevo Parque Eólico, (Parque Eólico Pampa Energía VI o PEPE VI), cuya primera etapa estará operativa a mediados de 2024, es por 95 MW, con una inversión estimada cercana a los USD 184 millones.

Plan Gas: Pampa, en el marco de la licitación de las rondas IV y V del Plan Gas Ar, ofreció un volumen de 4,8 MM m³/d, a un precio de USD 3,485 por millón de BTU, de un total de 11 MM m³/d que transportará el nuevo gasoducto en 2023. Estas proyecciones determinan que Pampa producirá 16 MM m³/d el próximo invierno, lo que representa un crecimiento del 120% respecto al mismo período de 2020 que marcó el inicio del Plan. La compañía extiende su oferta de 9 MM m³/d, desde enero de 2025 hasta diciembre de 2028, a los precios actuales y aportará el 44% del gas adicional para el próximo invierno que será transportado por el nuevo gasoducto. En función a estos factores, se espera para 2023 un EBITDA para el segmento de E&P de USD 450 millones (USD 360 millones en 2022) y un CAPEX de USD 510 millones (USD 290 millones en 2022). FIX no prevé un incremento del apalancamiento pese a las mayores inversiones.

Sólida posición crediticia: La calificación considera la consolidación de una sólida generación de fondos en los dos principales segmentos en los cuales opera (Gas y Petróleo, y Energía Eléctrica), que le permiten generar un flujo de fondos libre positivo y mantener su

Informe Integral

Calificaciones

Emisor Largo Plazo	AA+(arg)
ON Clase 16	AA+(arg)

Perspectiva	Estable
-------------	---------

Resumen Financiero

Pampa Energía S.A.		
Consolidado	31/12/2022	31/12/2021
(\$ miles*)	12 Meses	12 Meses
Total Activos	840.064	396.653
Deuda Financiera	286.084	147.813
Ingresos	242.182	144.641
EBITDA	106.160	65.416
EBITDA (%)	43,8	45,2
Deuda Total / EBITDA	2,7x	2,3x
Deuda Neta Total / EBITDA	1,5x	1,4x
EBITDA / Intereses	4,5x	5,1x

(*) Pampa adoptó la moneda funcional dólar para la preparación de sus Estados Contables.

Criterios Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas, registrado ante la CNV, Junio 2014](#)

Informes Relacionados

[Informe de Calificación de Bono Verde Pampa Energía S.A. Enero 2022.](#)

[Estadísticas Comparativas: Empresa Argentinas. Junio 2022.](#)

Analistas

Analista Principal
 Gustavo Avila
 Senior Director
gustavo.avila@fixscr.com
 +54 11 5235-8142

Analista Secundario
 Lisandro Sabarino
 Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com
 +54 11 5235-8100

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

endeudamiento neto promedio entre 1.0x y 1.6x para los próximos 12 meses. En términos de liquidez y estructura de vencimientos de deuda, Pampa ha demostrado históricamente un manejo prudente, que la posiciona entre los principales emisores del país.

Fuerte generación de Flujo de Fondos Operativos: Pampa cerró 2022 con un FGO de USD 641 millones similar a 2021 (USD 629 millones). La fuerte generación de fondos operativos le permitió financiar elevados niveles de CAPEX, cercanos a los USD 400 millones y la variación negativa de capital de trabajo, cerrando con un FFL positivo de USD 55 millones. Para 2023 se espera un incremento del CAPEX a cerca de USD770 millones que presionará sobre el flujo pese al incremento esperado en el FGO por el aumento en la producción esperada de hidrocarburos y la ampliación de los parques eólicos. FIX no espera un incremento del apalancamiento pese al mayor CAPEX.

Riesgo de contraparte: CAMMESA es la contraparte principal de las empresas del sector de generación. El congelamiento de tarifas, unido a la dificultad en las cobranzas por parte de las distribuidoras, amplifica la dependencia de CAMMESA a las transferencias del gobierno nacional para cumplir con sus compromisos. Esto expone a las empresas del sector a mayores retrasos en los pagos de CAMMESA, presionando su capital de trabajo. La diversificación por segmento y por contraparte y la fuerte liquidez de Pampa mitiga los posibles retrasos de cobranzas por CAMMESA.

Sensibilidad de la calificación

FIX podría adoptar una acción de calificación negativa en cualquiera de los siguientes casos:

1) Cambios en las regulaciones que impacten sustancialmente en la generación de fondos de la compañía y 2) Un deterioro significativo en la estructura de capital o en la liquidez.

Una suba de la calificación se derivará ante un crecimiento sostenido de exportaciones y/o de activos que le permitan a la compañía lograr flujos fuera de Argentina, manteniendo además una estructura de capital conservadora.

Liquidez y Estructura de Capital

Pampa presentaba a la fecha de análisis una buena estructura de capital. A diciembre 2022 la compañía presentaba una deuda financiera por USD 1.615 millones, en su gran mayoría denominada en dólares. El apalancamiento neto a esa misma fecha medido en pesos como deuda financiera neta sobre EBITDA resultó en 1.5x (1.1x medido en dólares), con una cobertura de intereses de 4.5x.

La liquidez se ve favorecida por un perfil de vencimientos de largo plazo. A diciembre 2022 la compañía presenta una estructura de capital con bajos vencimientos corrientes (USD 275 millones incluyendo intereses devengados) y una alta posición de caja e inversiones corrientes (USD 701 millones) que le permite mantener acotadas sus necesidades de financiamiento, frente al agresivo plan de inversiones que está llevando adelante.

Por su parte, se destaca que la compañía presenta vencimientos significativos en deuda hard dollar recién en 2027, con una fuerte posición de liquidez. Adicionalmente un porcentaje elevado de sus ingresos se encuentra denominado en dollar linked, permitiendo una buena cobertura contra una depreciación del dólar oficial.

Perfil del Negocio

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

Pampa Energía concentra sus principales activos en la producción de gas y generación de energía. A partir de 2018, la compañía realizó inversiones para incrementar la producción de gas y aumentar el parque generador a través de proyectos atados a contratos de energía con CAMMESA o con la industria. El siguiente cuadro muestra los proyectos de generación realizados en los últimos años.

Proyecto	MW	Equipo	Comercialización	Precio Potencia USD/MW mes	Precio Variable USD/Mwh	Inversión Estimada (USD/MM)	Fecha de habilitación comercial
Pampa Energía II	53	Vestas	Mercado a Término	N/A	69	64	may-19
Pampa Energía III	53	Vestas	Mercado a Término	N/A	69	73	may-19
CTLL	15	GE	Res SEE 31/20	4.500-6.000	5,4	20	ago-21
Cierre Genelba Plus	383	Siemens	PPA por 15 años	20.500	6	300	jul-20

Fuente: FIX en base a información provista por la compañía.

Durante 2022, la generación de fondos operativos le permitió realizar las inversiones por cerca de USD 400 millones, además, un flujo de fondos libre positivo (USD 55 millones). FIX entiende que PAMPA se encuentra preparado para enfrentar un escenario competitivo en los dos principales segmentos en los cuales opera con activos estratégicamente localizados o eficientes y recursos para un fuerte desarrollo en el segmento gasífero en caso de que continúe la infraestructura necesaria para su evacuación. Durante 2023 se espera un incremento significativo del CAPEX en el segmento E&P a partir del nuevo Plan Gas y el avance de la etapa I del Gasoducto Néstor Kirchner.

Segmento Generación de Energía

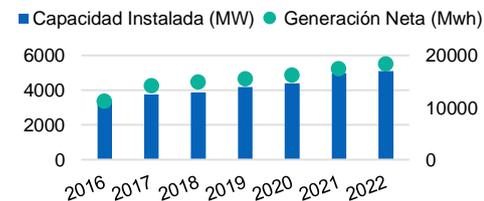
Pampa posee quince centrales de energía, contemplando la Central Térmica Ensenada Barragán, con una capacidad instalada de 5.088 MW segmentada en: energía térmica 3.826 MW, hidroeléctrica 938 MW, y eólica 324 MW (206 MW en 2021). La capacidad considera la Central Térmica Ensenada Barragán por 567 MW la cual es co-controlada junto con YPF con 50% cada una. La tecnología de las centrales térmicas sumadas a la eficiencia y locación estratégica de varias de ellas, ya sea por cercanía al gas o a las estaciones transformadoras, permiten lograr una elevada disponibilidad y adecuado nivel de despacho promedio. Al cuarto trimestre de 2022, la disponibilidad promedio resultó en 96,5%.

En 2022, los ingresos generados a través de contratos de largo plazo con CAMMESA o la industria representaron el 71% de los ingresos del segmento y el 27% de la capacidad instalada.

La remuneración de energía base o sin contrato, se encuentra regulada por la Secretaría de Energía. La actualización de la tarifa se ubicó por debajo de la inflación acentuándose en 2022.

Con fecha 14 de diciembre de 2022 fue publicada la Resolución N° 826/2022 de la Secretaría de Energía mediante la cual se adecúa la remuneración establecida en la Resolución N° 238/2021 en aproximadamente un 20% para las transacciones comerciales a partir de septiembre 2022, 32% a partir de las transacciones comerciales de diciembre 2022, 65% a partir de las transacciones comerciales de febrero 2023 y 111% a partir de las transacciones comerciales de agosto 2023. En la Resolución anterior (238/2022), con fecha 21 de abril de 2022 se adecuó la remuneración establecida en la Resolución N° 440/2021 en aproximadamente un 30% y un 10% adicional, con vigencia a partir de las transacciones económicas correspondientes al mes de febrero de 2022 y junio de 2022, respectivamente. A partir de esta resolución se dejó de considerar el Factor de Uso para las unidades generadoras.

Pampa Energía: Capacidad Instalada (Mw)/ Generación Neta (Mwh)



Fuente: FIX en base a información provista por la compañía.

Pampa: EBITDA por segmento



Fuente: FIX en base a información provista por la compañía.

Luego, a fin de promover la operatividad de los Ciclos Combinados (CC) bajo Energía Base, el 7 de febrero de 2023 se publicó la Res. SE N° 59/23, donde se invita a generadores con CC a suscribir un PPA con CAMMESA por un plazo máximo de hasta 5 años, con el compromiso de mantener la disponibilidad al 85% de la potencia neta. En consideración, la potencia será remunerada parcialmente en dólares, combinando: (i) un pago de USD 2.000/MW-mes, disminuido en forma lineal si la disponibilidad es inferior a 85%, hasta un mínimo de USD 600/MW-mes si la disponibilidad no supera el 50%; y (ii) el 65% del precio de potencia con DIGO de la energía base en AR\$ para el verano e invierno, y 85% para el resto del año. Asimismo, el precio de la energía generada a base de gas natural se fija en USD 3,5/MWh, FO o GO en USD 6,1/MWh y biocombustible en USD 8,7/MWh. Los conceptos por la energía operada y generada en horas de punta continuarán siendo remunerados en AR\$ como energía base. Pampa está analizando dicho acuerdo, ya que dos CC aplicarían bajo este esquema, CTLL y CTGEBa, por una potencia total de 1.239 MW.

El 71% del EBITDA de generación que fue cercano a los USD 400 millones para el sector de Generación en 2022, provino de los contratos de abastecimiento de largo plazo con CAMMESA que contemplan remuneraciones diferenciales de potencia y energía y de contratos con privados a través de MATER.

En 2022, el EBITDA del segmento de generación cayó (cerca del 5%) aunque menos de lo esperado, ya que el menor EBITDA principalmente por la finalización de PPA en CTLL y CTP y en menor medida por mayores gastos de sueldos y reparaciones, se vio parcialmente mitigado por mayores ventas de energía base y Plus, además del impacto de la adquisición accionaria y consolidación de Greenwind. Hacia adelante la ampliación del Parque Arauco (PEPE V) permitiría un EBITDA incremental de cerca de USD 20 millones y los nuevos proyectos de energía eólica PEPE IV por 81 MW, cuyo COD se espera para el segundo trimestre de 2023 y PEPE VI de 94,5 MW con un COD estimado es para el tercer trimestre de 2024 incrementaría el EBITDA en USD 15 millones y USD 18 millones en forma respectiva aproximadamente.

La elevada concentración de ingresos con CAMMESA es una característica propia del segmento generador en Argentina. El riesgo de contraparte es considerado elevado ya que CAMMESA depende de las transferencias de fondos por parte del Estado Nacional para cubrir el déficit energético. Actualmente los plazos de cobro a CAMMESA rondan los 53 días. La elevada liquidez de PAMPA permitiría cubrir los incrementos de capital de trabajo por extensión de plazos de cobro sin inconvenientes.

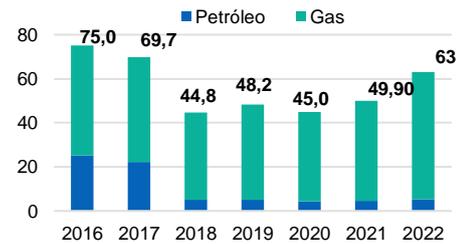
A partir del 30 de diciembre de 2019, el gobierno restableció en CAMMESA la gestión comercial y el suministro de combustible a las centrales de Pampa salvo en los casos de contratos de Energía Plus y el ciclo combinado de Genelba Plus, el cual en el caso de Pampa es provisto a través del segmento de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

Segmento Petróleo y Gas (upstream)

Pampa participa en 13 áreas productivas de petróleo y gas en Argentina y 5 áreas exploratorias. La producción diaria en el cuarto trimestre de 2022 resultó en 61.6 miles de boe/d, siendo el 91% de gas y el 9% de petróleo. Actualmente, la producción neta de gas se concentra en la cuenca Neuquina en las áreas El Mangrullo, Sierra Chata, Rincón del Mangrullo y Río Neuquén, representando más del 90% de la misma. A su vez, El Mangrullo, operada por Pampa, representa el 51% de la producción neta total. Las inversiones concentradas principalmente en El Mangrullo y Sierra Chata le permitirán a la compañía lograr una producción superior a 60.000 boe/d en el período 2023-2024.

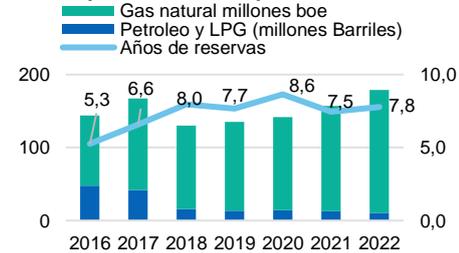
Área	Cuenca	Participación	Operador
El mangrullo		100%	Pampa
Sierra Chata		45,50%	Pampa
Rincón del Mangrullo		50%	YPF
Río Neuquén		33,07% & 31,34%	
Estación Fernández Oro	Neuquina	15% sobre 13 pozos	YPF a través de Ysur
Anticlinal Campamento		15% sobre 9 pozos	
Gobernador Ayala		22,50%	Pluspetrol
Río Limay Este (ex Senillosa)		85%	Pampa
Aguaraque	Noroeste	15%	Tecpetrol

PAMPA: Producción promedio diaria (boe)



Fuente: FIX en base a información provista por la

PAMPA: reservas probadas (miles de boe)



Fuente: FIX en base a información provista por la

La Trapera- Puesto Quiroga	Golfo San Jorge	35,60%
El Tordillo		

Fuente: FIX en base a información provista por la compañía.

Al 31 de diciembre de 2022, las reservas probadas resultaron en 179 millones de Boe (157 millones a diciembre 2021) representando cerca de 8 años de producción (algo por debajo del óptimo de 10 años estimado por FIX). El 94% de las reservas probadas son de gas y el 61% se encuentran desarrolladas (en el rango óptimo de FIX de 40%-60%). El índice de remplazo de reservas ascendió a 2x.

Pampa participó en las diversas licitaciones de Plan Gas-Ar con 9.1 millones de m3/d en el verano y 11.0 millones m3/d en el invierno. Las inversiones destinadas al Plan Gas-Ar en 2021 resultaron cercanas a USD 200 millones y se estima en USD 350 millones para el corriente ejercicio. La participación en el plan gas permitirá un EBITDA para el segmento petróleo y gas de USD 340 millones en el período 2021-24, con una previsibilidad del precio de gas promedio total cercana a 3.5 USD por millón de BTU. En 2021 el precio promedio de venta de gas resultó en USD 3.5 MM/BTU representando un incremento del 56% con respecto a 2020. La suba se explica el Plan Gas-Ar que impulsó también los precios de la industria. El 50% de los ingresos del Plan Gas-Ar se destina a CAMMESA para las centrales de generación y el 50% a las distribuidoras. Las diferencia entre el pago de las distribuidoras es pagado por el Estado.

Desde el 1 de octubre de 2021, Pampa comenzó a exportar gas natural en condición firme a Chile por un volumen máximo de 1,5 millones de m3/día hasta el 1 de mayo de 2022, 1,5 millones de m3/día (1-oct-22 - 1-may-23) y 1,31 millones de m3/día (1-may-23 - 1-jul-23). Las exportaciones representaron para el segmento de E&P representaron cerca de USD 170 millones en 2022 y se espera que se incremente a partir del segundo semestre de 2023 en forma incremental a medida que se avance con las etapas del gasoducto Néstor Kirchner.

Además, se exporta en condición interrumpible y/o spot a Chile, Brasil y Uruguay, siempre y cuando esté permitida por la autoridad aplicable.

Segmento Petroquímico

Pampa posee dos plantas petroquímicas con una capacidad de producción anual de estireno de 160 mil toneladas y caucho sintético de 55 millones de toneladas. Además, Pampa es el único productor integrado de poliestireno a nivel nacional, con una capacidad de producción de 65 mil toneladas al año. A pesar que el EBITDA de dicho segmento es bajo en términos relativos, durante 2022 alcanzó cerca de USD 60 millones y las exportaciones se ubican en cerca de USD 180 millones anuales que le permiten lograr cierta cobertura por descalce de moneda.

Segmento Holdings y Otros

El segmento Holdings y Otros incluye la participación de la compañía en Transener y TGS. FIX no considera los resultados en la participación de dichas compañías ya que las mismas no representan generación de fondos. En 2022, Pampa cobró dividendos por empresas asociadas por aproximadamente USD 10 millones.

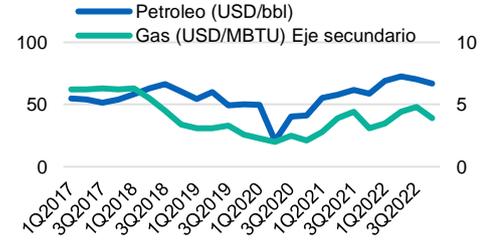
Riesgo del Sector

Producción de hidrocarburos

Para 2023 se espera que continúe el aumento de la producción local de petróleo derivado principalmente de un incremento en la producción no convencional de la cuenca Neuquina impulsado por los precios locales que se encuentran sobre los USD/bbl 65 y el precio de exportación por arriba de los USD /bbl 80 promedio. Dicho incremento en la producción podría estar limitado por la capacidad de evacuación actual de Oldelval, la cual concentra el 70% de los envíos de crudo de la Cuenca Neuquina y el 100% del shale oil de Vaca Muerta, generando restricciones en la carga de petróleo al sistema. Se esperan obras por más de USD 1.000 millones, en dos etapas en los próximos dos años para sumar capacidad de transporte en Oldelval por 50.000 m3/d. FIX asume un precio Brent de USD/bbl 80 para 2023 en el ámbito internacional, disminuyendo a USD/bbl 70 en 2024, y USD 60/bbl hacia adelante.

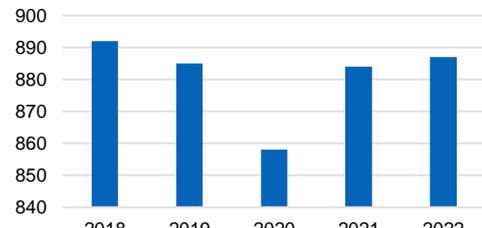
Por su parte, la producción local de gas en 2023 continuará creciendo impulsada por el mayor crecimiento de la cuenca Neuquina y por los precios promedio actuales de 3,5 USD/MMBTU

PAMPA: evolución precio petróleo y gas



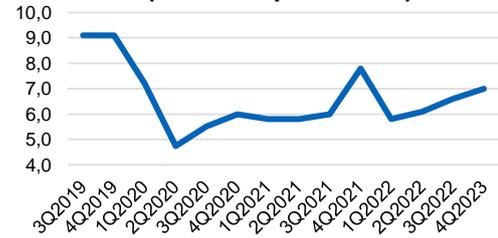
Fuente: FIX en base a información provista por la compañía.

PAMPA: Pozos productivos



Fuente: FIX en base a información provista por la compañía.

PAMPA: Costos de extracción (USD/boe producido)

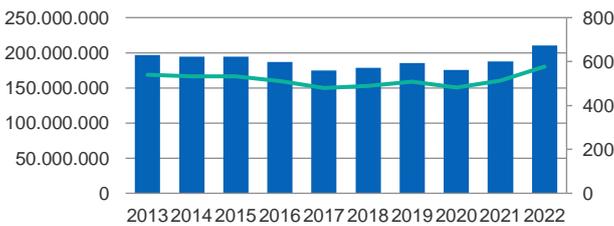


Fuente: FIX en base a información provista por la compañía.

logrados por el Plan Gas Ar, el cual fue extendido hasta 2028, con precios que podrían alcanzar hasta picos de 9,5 USD/MMBTU por los incrementales de producción en las cuencas Austral y Noroeste, lo cual brinda certidumbre frente a los planes de inversión comprometidos, pero contará con las actuales restricciones en el transporte de gas hasta la concreción de las obras del Programa Sistema de Gasoductos "Transport Ar Producción Nacional", principalmente las estipuladas para la puesta en operación del gasoducto Néstor Kirchner en estimativamente julio de 2023 que ampliará en 11 millones m3/d la capacidad de evacuación a esa fecha, elevándose a 22 millones m3/d con la incorporación posterior de plantas compresoras. Finalmente con el segundo tramo del gasoducto Néstor Kirchner (obra aún no licitada con concurso abierto hasta abril 2023) y/o con mayor compresión, se incrementaría en 17 millones m3/d la capacidad de transporte, sumando de esta forma un total de 39 millones m3/d a la capacidad actual.

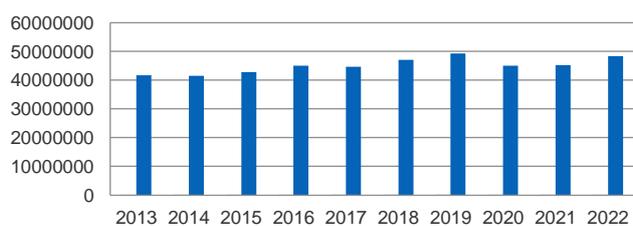
A su vez, la evolución de la demanda local de productos refinados evolucionará favorablemente en 2023. En tanto los precios reales de nafta y gasoil permanecerán rezagados ante la expectativa de continuidad de un nivel elevado de inflación. Las empresas integradas están en mejor posición de balancear los resultados fortaleciendo su rentabilidad y flujo de caja a la vez que mantienen altos niveles de liquidez. La escasez de divisas por parte del estado argentino podría ocasionar problemas en la importación del diésel, impactando negativamente en el sector.

Volúmen de producción de Petróleo en Argentina (BOE)



Fuente: Secretaría de Energía

Volúmen de producción de Gas en Argentina (Mm³)



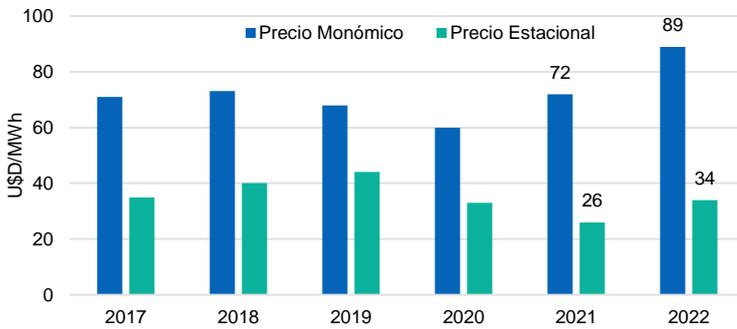
Fuente: Secretaría de Energía

Eléctrico

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. Los subsidios energéticos alcanzaron un total de \$ 1.596.533 millones (2% del PBI) en 2022, equivalente a USD 12.376 millones, implicando una caída real del 6,5% a/a atribuible a menores transferencias a CAMMESA (-3,8% a/a), representando las transferencias a CAMMESA el 65% de los mismos en 2022 vs 67% en 2021.

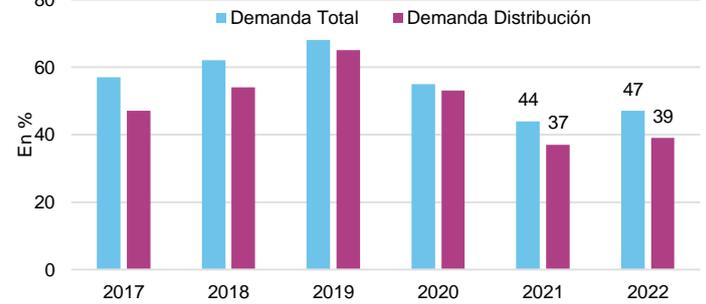
La reducción de los subsidios a CAMMESA obedeció, en gran parte, a la disminución de la brecha entre el costo mayorista del sistema eléctrico y la tarifa que pagan los usuarios. De acuerdo con los datos de CAMMESA, los costos se incrementaron 70% a/a (de \$6.909MWh a \$11.732MWh) y el precio promedio estacional (PEST) 83% a/a (de \$2.541MWh a \$4.653MWh), lo que hizo aumentar el porcentaje de cobertura mediante tarifas (demanda distribución), pasando de 37% en 2021 a 39% en 2022. En tato, la cobertura de demanda total paso de 44% a 47%.

Precios Electricidad (2017-2022)



Fuente: Oficina de Presupuesto del Conareso.

% del Costo Mayorista Eléctrico Cubierto por las tarifas que abonan los Usuarios (2017-2022)



Fuente: Oficina de Presupuesto del Congreso.

La elevada concentración de ingresos con CAMMESA es una característica propia del segmento generador en Argentina. Actualmente los plazos de cobro a CAMMESA se ubicaron a septiembre 2022 en 60 días, mejorando con respecto a los 78 días a julio de 2022 y los 92 días en abril 2022. PCR reduce este riesgo ya que cuenta con ingresos a los 42 días del FODER.

A diciembre 2022 Argentina contaba con una potencia instalada de 42.927 MW, lo cual significó una potencia casi estable, siendo 42.983 MW a diciembre 2021. A su vez La generación térmica representó el 56%, la hidráulica el 21%, las fuentes de energía renovables el 13% y nuclear 5% de la energía generada en 2022.

Por su parte, la principal limitante al crecimiento de fuentes renovables constituye la necesidad de contar con la prioridad de despacho por parte de CAMMESA en un sistema con capacidad de transporte al límite. Adicionalmente, el contexto operacional debilitado con elevadas tasas de interés y restricciones al financiamiento también actúa como limitante al desarrollo del sector.

Posición competitiva

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

- La compañía es líder en la generación de energía eléctrica con una participación del mercado del 13%.
- Pampa es el tercer productor de gas no convencional del país y el segundo productor de Tight Gas.
- TGS posee 9.184 km de gasoductos con una capacidad de LGN de 1 millón de ton por año, siendo la transportadora líder de gas en Argentina seguida por TGN.
- Transener posee 20.944 km de líneas de alta tensión con una participación del mercado superior al 80%.

Administración y Calidad de Accionistas

Pampa Energía es una empresa pública, el 73% de las acciones cotizan en el mercado de Nueva York y Buenos Aires. El 26.7% se encuentra en manos del management que controla la compañía compuesto por: Marcos Marcelo Mindlin, Damián Miguel Mindlin, Gustavo Mariani y Ricardo Alejandro Torres. El plan de compensación del personal en acciones posee el 0.3% del paquete accionario.

A partir de 2018, el directorio de la compañía autorizó programas de recompra de acciones propias. Habiendo realizado aproximadamente recompras por USD 600 millones, y posteriores reducciones de capital El Directorio tuvo en cuenta la diferencia entre el valor de los activos de la compañía y el precio de la cotización de las acciones en el mercado, el cual entienden que no refleja ni el valor ni la realidad económica actual ni la potencialidad. Los programas prevén condiciones específicas de plazo, cantidad y precios máximos que protegen a los accionistas minoritarios.

Factores de Riesgo

- Sectores distribución y generación de energía altamente regulados.

- Concentración de ingresos con CAMMESA en el segmento de generación y parcialmente en la comercialización de gas.
- Volatilidad de los precios de petróleo y gas.

Perfil Financiero

En el año fiscal 2021, las operaciones de EDENOR se exponen como operaciones discontinuadas y no se consideran para el análisis financiero.

Rentabilidad

En el ejercicio 2022 los ingresos netos alcanzaron los \$242.182 millones (USD 1.851 millones), versus \$144.641 millones en 2021 (USD 1.520 millones). Por su parte, a la misma fecha el EBITDA resultó en \$106.481 millones (USD 812 millones) vs. USD 687 millones en 2021 y un margen de 43.8% vs. un margen de 45.2% al cierre de 2021.

FIX destaca el crecimiento del EBITDA, impulsado por el segmento de Petróleo y Gas (E&P) por la mayor producción y los mejores precios promedio, pese a los menores ingresos en el segmento de Generación por la finalización del contrato de abastecimiento de la TV de Central Térmica Loma de la Lata (CTLL) con CAMMESA. FIX espera un EBITDA creciente en los segmentos de Generación a partir de la ampliación de la capacidad instalada y especialmente en el segmento de E&P ante la mayor producción esperada a partir de la finalización del Gasoducto Néstor Kirchner y las recientes licitaciones del nuevo Plan Gas. Este último otorga previsibilidad en la generación de fondos hasta 2028.

Flujo de fondos

A diciembre 2022, el flujo generado por las operaciones de la compañía (FGO) resultó en cerca de \$ 84 mil millones de pesos que sumado a las inversiones en los segmentos de E&P y Generación de Electricidad previamente mencionadas y las inversiones en generación eléctrica durante el período arrojaron un flujo de fondos libre resultó positivo en \$ 7.2 mil millones. Para 2023 se espera que las inversiones rondan los USD 770 millones, concentradas principalmente en el segmento de hidrocarburos y en menor medida en generación de energía. Si bien durante 2023 el mayor CAPEX puede presionar el flujo, se destaca la solidez de los flujos operativos, por lo que se espera que en promedio el FFL sea positivo para los próximos años.

Liquidez y estructura de capital

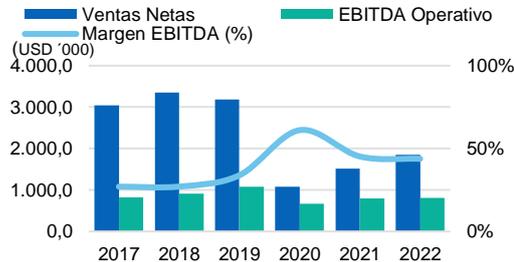
La compañía mantiene una estructura de capital con vencimientos mayormente en el largo plazo. A diciembre 2022, la deuda financiera resultó en USD1.615 millones, donde la deuda de corto plazo / deuda total es menor al 20% (17%). El endeudamiento neto a esa misma fecha (año móvil) medido en pesos como deuda financiera neta sobre EBITDA resultó en 1.5x (1.1x medido en dólares) con una cobertura de intereses de 4.5x.

A diciembre 2022, la compañía presenta vencimientos corrientes por USD 275 millones (incluyendo intereses devengados) y una alta posición de caja e inversiones corrientes (USD 701 millones). La elevada liquidez le permitiría continuar con su ambicioso plan de inversiones. Por su parte en julio de 2023 vence el residual no canjeado de la ON Clase T por USD 93 millones. FIX estima que podrá acceder al MULC por el 40% de acuerdo a la normativa vigente y que podrá refinanciar el 60% restante de acuerdo al monto y al perfil financiero y operativo de Pampa.

Fondeo y flexibilidad financiera

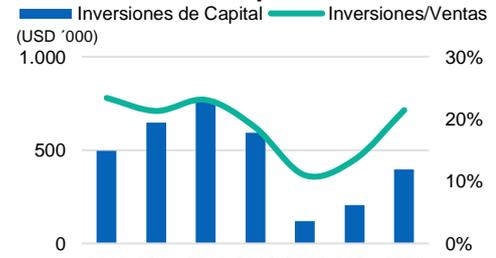
Históricamente, Pampa ha logrado un buen acceso al financiamiento tanto en el sistema bancario como en mercado de capitales local e internacional. La actual liquidez de Pampa y la estructura de deuda de largo plazo con limitados vencimientos en el próximos 12 meses le permite cubrirse ante restricciones al financiamiento o financiamiento con tasas elevadas.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: FIX en base a información provista por la compañía

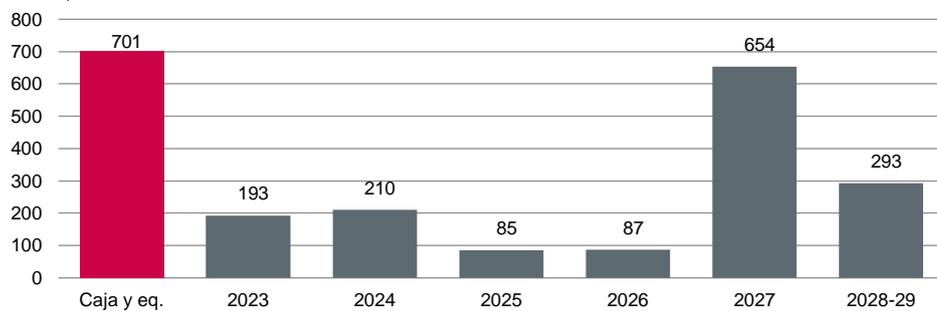
Inversiones de Capital



Fuente: FIX en base a información provista por la compañía

PAMPA: Vencimiento de deuda financiera neto de compras

(USD '000)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Anexo I. Resumen Financiero

La compañía ha adoptado la moneda funcional dólar para la preparación de sus Estados Contables y por lo tanto los mismos no se ajustan por inflación.

Resumen Financiero - Pampa Energía S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas					
Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Período	2022	2021	2020	2019	2018
	12 meses				
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	106.160	65.416	46.834	52.411	29.804
EBITDAR Operativo	106.160	65.416	46.834	52.411	29.804
Margen de EBITDA	43,8	45,2	61,1	33,9	27,1
Margen de EBITDAR	43,8	45,2	61,1	33,9	27,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	15,6	21,9	14,3	16,1	21,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	3,0	27,0	39,4	1,5	(6,9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	16,0	13,7	(26,4)	36,0	27,4
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,6	5,6	4,6	3,6	4,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	4,5	5,1	4,0	4,5	3,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	4,5	5,1	4,0	4,5	3,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,5	3,1	1,6	2,5	1,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,5	3,1	1,6	2,5	1,4
FGO / Cargos Fijos	4,6	5,6	4,6	3,6	4,1
FFL / Servicio de Deuda	0,4	2,5	1,5	0,7	0,0
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,1	5,3	2,7	2,2	1,3
FCO / Inversiones de Capital	1,1	3,0	4,7	1,1	0,7
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,7	2,0	2,6	2,8	2,5
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,7	2,3	2,9	2,2	2,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,5	1,4	2,0	1,5	1,9
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	2,7	2,3	2,9	2,2	2,8
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	1,5	1,4	2,0	1,5	1,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,0	9,5	10,7	13,0	10,8
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	17,0	5,5	15,0	9,4	15,7
Balance					
Total Activos	840.064	396.653	411.528	340.428	213.835
Caja e Inversiones Corrientes	124.131	58.862	41.344	38.801	25.700
Deuda Corto Plazo	48.647	8.183	20.377	10.974	12.901
Deuda Largo Plazo	237.437	139.630	115.428	105.629	69.189
Deuda Total	286.084	147.813	135.805	116.603	82.090
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	286.084	147.813	135.805	116.603	82.090
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	286.084	147.813	135.805	116.603	82.090
Total Patrimonio	404.620	184.040	234.776	144.262	67.683
Total Capital Ajustado	690.704	331.853	370.853	260.865	149.773

Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	83.865	59.821	41.417	30.245	24.407
Variación del Capital de Trabajo	(24.712)	(1.256)	(2.220)	815	(6.476)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	59.153	58.565	39.197	31.060	17.931
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(51.919)	(19.509)	(8.402)	(28.813)	(25.407)
Dividendos	(30)	0	(586)	0	(82)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	7.204	39.056	30.209	2.247	(7.558)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	2.452	583	0	0	17.234
Otras Inversiones, Neto	(25.588)	(26.867)	(7.129)	11.621	8.913
Variación Neta de Deuda	19.261	(14.133)	4.739	(1.061)	(255)
Variación Neta del Capital	(2.251)	(3.506)	(13.839)	(8.011)	(13.938)
Otros (Inversión y Financiación)	0	(701)	(7.876)	(5.449)	1.565
Variación de Caja	1.078	(5.568)	6.104	(653)	5.961
Estado de Resultados					
Ventas Netas	242.182	144.641	76.639	154.642	110.080
Variación de Ventas (%)	67,4	276,5	(6,5)	134,2	467,4
EBIT Operativo	78.429	45.411	21.998	34.775	19.793
Intereses Financieros Brutos	23.565	12.913	11.648	11.693	7.922
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	64.900	23.786	(39.968)	39.307	10.808

Resumen Financiero - Pampa Energía S.A.

(millones de USD, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas. Estados Financieros en dólares utilizando el tipo de cambio Com. A 3500 al cierre de cada período para variables de stock y promedio para variables de flujo.

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	177,13	102,75	84,15	59,90	37,81
Tipo de Cambio ARS/USD promedio	130,81	95,16	70,59	48,60	28,09
Período	2022	2021	2020	2019	2018
	12 meses				
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	812	687	663	1.078	1.061
EBITDAR Operativo	812	687	663	1.078	1.061
Margen de EBITDA	43,8	45,2	61,1	33,9	27,1
Margen de EBITDAR	43,8	45,2	61,1	33,9	27,1
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	15,6	21,9	14,3	16,1	21,6
Margen del Flujo de Fondos Libre	3,0	27,0	39,4	1,5	(6,9)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	23,4	13,7	(26,4)	36,0	27,4
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,6	5,6	4,6	3,6	4,1
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	4,5	5,1	4,0	4,5	3,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	4,5	5,1	4,0	4,5	3,8
EBITDA / Servicio de Deuda	1,8	3,2	1,6	2,5	1,7
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,8	3,2	1,6	2,5	1,7
FGO / Cargos Fijos	4,6	5,6	4,6	3,6	4,1
FFL / Servicio de Deuda	0,5	2,5	1,5	0,7	0,0
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,1	5,2	2,7	2,2	1,1
FCO / Inversiones de Capital	1,1	3,0	4,7	1,1	0,7
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,0	1,9	2,1	2,3	1,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,0	1,8	2,4	1,8	2,0
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	1,1	1,7	1,2	1,4
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	2,0	1,8	2,4	1,8	2,0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	1,1	1,1	1,7	1,2	1,4
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,7	9,0	9,7	9,0	12,9
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	17,0	5,5	15,0	9,4	15,7
Balance					
Total Activos	4.743	3.860	4.891	5.683	5.656
Caja e Inversiones Corrientes	701	573	491	648	680
Deuda Corto Plazo	275	80	242	183	341
Deuda Largo Plazo	1.340	1.359	1.372	1.763	1.830
Deuda Total	1.615	1.439	1.614	1.947	2.171
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.615	1.439	1.614	1.947	2.171
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	1.615	1.439	1.614	1.947	2.171
Total Patrimonio	2.284	1.791	2.790	2.408	1.790
Total Capital Ajustado	3.899	3.230	4.404	4.355	3.961

Flujo de Caja					
Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	641	629	587	622	869
Variación del Capital de Trabajo	(189)	(13)	(31)	17	(231)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	452	615	555	639	638
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(397)	(205)	(119)	(593)	(904)
Dividendos	(0)	0	(8)	0	(3)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	55	410	428	46	(269)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	19	6	0	0	613
Otras Inversiones, Neto	(196)	(282)	(101)	239	317
Variación Neta de Deuda	147	(149)	67	(22)	(9)
Variación Neta del Capital	(17)	(37)	(196)	(165)	(496)
Otros (Inversión y Financiación)	0	(7)	(112)	(112)	56
Variación de Caja	8	(59)	86	(13)	212
Estado de Resultados					
Ventas Netas	1.851	1.520	1.086	3.182	3.918
Variación de Ventas (%)	21,8	40,0	(65,9)	19,0	330,0
EBIT Operativo	600	477	312	716	705
Intereses Financieros Brutos	180	136	165	241	282
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	496	250	(566)	809	385

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.
- Edenor: Empresa Distribuidora y Comercializadora Norte S.A.
- LGN: Líquidos del Gas Natural
- MM: Millones.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.
- Tight Gas: Gas atrapado en rocas permeables, pero de muy baja permeabilidad, por la mala conexión entre los poros.
- TGS: Transportadora de Gas del Sur S.A.
- TV: TurboVapor.
- Transener: Compañía de Transporte de Energía Eléctrica en Alta Tensión Transener S.A.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables simples Clase 16 denominadas en dólares por hasta USD 30 millones (ampliables hasta USD 60 millones)

Moneda de Emisión:	Dólares estadounidenses.
Moneda de Pago:	Dólares estadounidenses.
Monto Emisión:	A determinar.
Fecha de Emisión:	A determinar.
Fecha de Vencimiento:	30 meses de la fecha de emisión.
Amortización de Capital:	Al vencimiento.
Intereses:	Tasa fija a determinar, pagos semestrales
Destino de los fondos:	En cumplimiento de los requisitos del Artículo 36 de la Ley de Obligaciones Negociables.
Rescate a opción de la Emisora:	En la medida que la normativa aplicable y vigente lo permita, la Emisora podrá rescatar a su sola opción, de forma total o parcial, las Obligaciones Negociables, en o desde la fecha en que se cumplan 4 meses previos a la Fecha de Vencimiento, previa notificación con al menos 10 días hábiles

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 **25 de abril de 2023**, confirmó (*) en **AA+(arg)** la calificación de Emisor de Largo Plazo de **Pampa Energía S.A.** y asignó en la misma calificación a las ON Clase 16 por hasta USD 30 millones, ampliables hasta USD 60 millones a ser emitidas por la compañía

La Perspectiva es **Estable**.

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

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

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

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

La calificación asignada se desprende del análisis de Factores Cuantitativos y Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y la Estructura de Capital, y el Fondeo y la Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y Calidad de los Accionistas. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

(*) 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.gov.ar):

- Estados financieros consolidados trimestrales hasta el 30-09-2022 (9 meses) auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *Price Waterhouse & Co. S.R.L.*
- Estados financieros consolidados anuales hasta el 31-12-2022 y desde el 31-12-2018 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *Price Waterhouse & Co. S.R.L.*).
- Prospecto del *Programa de Obligaciones Negociables Simples (no convertibles en acciones) por hasta USD 1.000 millones*.
- Suplemento de Precio de la ON Clase 16.

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 calificadoras-, ha recibido 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: 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. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA 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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus 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 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 independiente 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. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX 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 confirmó 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 sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida 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 el mismo 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. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. 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 en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su 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.