

## YPF S.A. (YPF)

### Informe de Integral

#### Calificaciones

ON Clase V por hasta USD 50 MM, ampliable a USD 150 MM\*  
 ON Clase VI por hasta USD 50 MM, ampliable a USD 150 MM\*  
 ON Clase VII por hasta USD 50 MM, ampliable a USD 150 MM\*  
 \*En su conjunto no podrán superar los USD 50 MM  
 (ampliable hasta USD 150 MM).  
 ON adicionales Clase XLVI por hasta USD 100 MM  
 Emisor

A1+(arg)  
 AAA(arg)  
 A1+(arg)  
 AAA(arg)  
 AAA(arg)

Perspectiva

Negativa

#### Resumen Financiero

(\$ millones)	30/09/19 Año móvil	31/12/18 12 Meses
Total Activos	1.500.466	994.016
Deuda Total	503.567	335.078
Ventas Netas	617.460	435.820
EBITDA Operativo	155.128	118.261
Margen de EBITDA (%)	25.1	27.1
Deuda Neta / EBITDA	2.9x	2.4x
EBITDA / Intereses Brutos	3.7x	4.1x
Producción promedio (bpe miles por día)	510.9	530.1

#### Informes Relacionados

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

[FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO \(Afiliada de Fitch Ratings\) - Reg. CNV N° 9](#)

#### Analistas

**Analista Principal**  
 Gabriela Curutchet  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

**Analista Secundario**  
 Pablo Cianni  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8146  
[pablo.cianni@fixscr.com](mailto:pablo.cianni@fixscr.com)

**Responsable Sector**  
 Cecilia Minguillón  
 Director Senior  
 +54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Perspectiva negativa:** la misma refleja las mayores presiones regulatorias en la industria del petróleo y gas en Argentina como así también la percepción de una menor calidad crediticia de su accionista mayoritario, el Estado Argentino. El deterioro del entorno de negocios en Argentina aumentó el riesgo operacional de YPF que ya presentaba métricas operacionales débiles en comparación a sus pares. La calificación en AAA (arg) refleja la sólida posición de mercado de YPF, su fuerte perfil financiero y elevada liquidez para manejar un período crítico de limitado acceso al financiamiento. A sept'19, la caja e inversiones corrientes ascendía a más de USD 1034 millones para hacer frente a vencimientos en 2019 por USD 356 millones y en 2020 por USD 1.180 millones.

**Sólida Posición de Negocio:** YPF se beneficia de una sólida posición de negocio en el mercado doméstico que junto a la integración vertical favorece su perfil operativo. La escala de sus operaciones y su rol de liderazgo han permitido bajar gradualmente los costos de la industria local en yacimientos no convencionales. Luego de la consolidación de la industria energética argentina, YPF mantiene un rol estratégico para el Estado con una participación cercana al 43% en la producción de petróleo crudo, 33% de gas natural y 57% en los principales productos refinados.

**Incertidumbre sobre el marco regulatorio:** la situación macroeconómica determinada por las necesidades de financiar el déficit fiscal, limitaciones a acceso al crédito, importantes vencimientos de deuda pública en 2020, elevada inflación y un sector energético deficitario (representando aprox 1.4% del PBI en 2019), brinda expectativas a posibles cambios regulatorios en el sector. La dinámica del sector podría ser afectada por la reducción de inversiones futuras que terminarán impactando negativamente en el nivel de reservas y en la rentabilidad de las compañías.

**Flexibilidad operativa:** FIX entiende que la amplia flexibilidad operativa le permite a YPF manejar los ciclos adversos del negocio sin afectar las sólidas métricas crediticias. A pesar de las medidas implementadas por el gobierno a partir de agosto'19 limitando el precio del petróleo y de los comubstibles en el surtidor, la reducción de costos derivados de la devaluación de medidas implementadas por la compañía posibilitaron un EBITDA ajustado a sept'19 (9m) de USD 3.051 millones y un margen del 28.8%. El flujo de fondos operativo cubrió las inversiones del período. La compañía posee la flexibilidad para reducir inversiones destinadas a la expansión del negocio, manteniendo el actual volumen de producción. El crecimiento en yacimientos no convencionales le permitirá a YPF mitigar el declino de la producción en las áreas convencionales. A sept'19 la producción neta de *shale* representó el 17% de la producción total (versus 11% en 2018).

**Bajo nivel de reservas:** en el año 2018, las reservas probadas se han incrementado en un 16%, a 1.080 MBpe desde 929 Mbpe. El horizonte de reservas probadas subió a 5.6 años de producción, pero continua por debajo del óptimo de 10 años considerado por FIX. Un nivel bajo de la vida de las reservas podría implicar desafíos operacionales adicionales en el mediano a largo plazo.

#### Sensibilidad de la Calificación

Dado que las calificaciones de YPF están estrechamente relacionadas a la de su accionista controlante, el Estado Argentino, cualquier deterioro en la calidad crediticia de aquel podría desencadenar cambios en las calificaciones del emisor. Asimismo, otros factores que podrían afectar la calificación incluyen cambios en la política energética y/o marco regulatorio de la industria que afecten de forma negativa la rentabilidad o eficiencia; así como un deterioro significativo de sus métricas operativas.

#### Liquidez y Estructura de Capital

A sept'19 la compañía poseía caja e inversiones corrientes por USD 1034 millones y una deuda financiera de USD 8.688 millones, cubriendo la caja un 61% de la deuda de corto plazo. El apalancamiento neto medido en dólares para el año móvil a sept'19 es considerado moderado con niveles de 2.1x.

## Perfil de Negocios

YPF es una compañía energética, integrada verticalmente, que opera principalmente en Argentina. El estado argentino mantiene el control del capital accionario. La calidad crediticia del emisor está estrechamente relacionada a la de su accionista controlante dada la importancia estratégica de sus activos y operaciones.

La compañía opera en cuatro segmentos: upstream, gas y energía, downstream y Corporación y otros.

Exploración y Producción de Petróleo y gas (upstream-67% del EBITDA en los primeros 9 meses de 2019).

A sept'19 la producción diaria de YPF fue de 511 mil boed, proveniente el 52% de petróleo y el 48% de gas natural. La cuenca Neuquina representa el 89% de la producción de gas y el 54% de petróleo, proviniendo el 64% de reservorios convencionales y el 36% no convencionales (Vaca Muerta). YPF opera en 108 concesiones, obteniendo el 65% de su producción de sus 10 principales áreas. El principal yacimiento de petróleo es Loma Campana (Vaca Muerta) y de gas es El Orejano, representando actualmente el 18% y 11% de la producción respectivamente.

Las reservas probadas a dic'18 ascendieron a 638 millones de barriles (mmbbl) de petróleo, incluidos condensados y LGN, y 2.481 billones de pies cúbicos (bcf) de gas, que representan reservas totales de aproximadamente 1.080 millones de barriles de petróleo equivalente (mmboe). El nivel de reservas probadas de 2018 fue 16% superior a 2017 explicado por la incorporación de reservas comprobadas por extensiones en el desarrollo no convencional en Vaca Muerta. El horizonte de reservas se sitúa por debajo del óptimo, en 5.6 años. En 2018 el índice de reemplazo de reservas fue de 178%.

Refinación y distribución (downstream-26% del EBITDA en los primeros 9 meses de 2019).

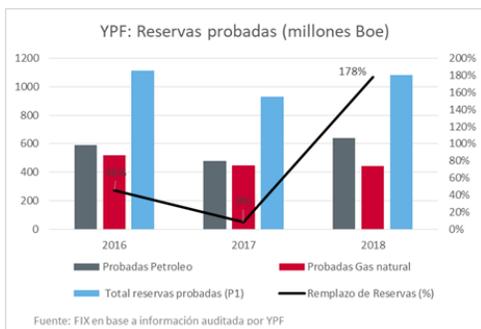
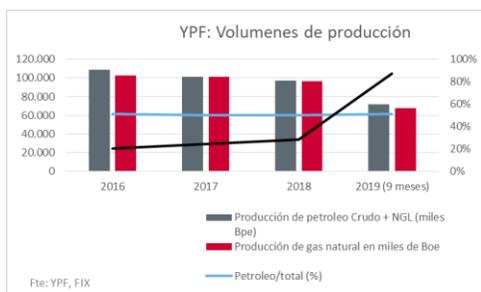
La empresa posee capacidad de refinación total por 320 mil bbl/d en tres refinерías (La Plata 189 mil bbl/d, Luján de Cuyo 105,5 bbl/d, Plaza Huincul 25 mil bbl/d). La capacidad utilizada de las refinерías durante los primeros meses de 2019 fue del 85%, un 3.1% inferior con respecto al año anterior. YPF posee una participación de mercado cercano al 60% en naftas y gas oil. El segmento de distribución minorista se compone de aprox. 1.600 estaciones de servicio. YPF participa en el mercado petroquímico, a través de su participación en Petroquímica La Plata (100%), Polibuteno (100%), Methanol (100%), Profertil (50%) y Cía Mega (38%). El 90% de los productos refinados son vendidos en el mercado local, de los cuales un 83% son productos denominados en peso (gasolinas y diésel) y el 17% se vende a precios en dólares (naftas para barcos y aviones, lubricantes y productos petroquímicos). El 10% restante de los productos son exportados (nafta, productos petroquímicos, fuel oil, gas natural licuado).

Gas y energía (EBITDA marginal)

Este segmento obtiene sus ingresos mediante la comercialización de gas natural a terceros y al segmento downstream, la distribución de gas natural a través de Metrogas, la operación comercial y técnica de las terminales de regasificación de GNL en Bahía Blanca (hasta el 31 de octubre de 2018) y Escobar a través de la contratación de buques regasificadores.

Administración central y otros (EBITDA negativo).

El segmento incluye las actividades operativas que no encuadran en las categorías anteriores comprendiendo principalmente los gastos y activos de la administración central, y las actividades de construcción.



## Riesgo del Sector

FIX entiende que el sector de petróleo y gas se encuentra en un punto de inflexión luego de la intervención gubernamental, que limitó por 90 días los precios del petróleo crudo y el precio de los combustibles. La elevada sensibilidad-precio del sector afecta el nivel de actividad, las decisiones de inversión y la dinámica esperada de la producción especialmente en no convencionales.

A pesar de que el precio de las naftas ha sido recompuesto gradualmente una vez finalizado el plazo de 90 días, el mismo continúa por debajo del precio de libre mercado.

Ante un aumento del riesgo de refinanciación con elevados vencimientos del sector en 2021, las compañías realizarán niveles prudentes de inversiones priorizando la liquidez por sobre el crecimiento. Esto retrasará un par de años la posibilidad de convertirse en exportador neto de hidrocarburos.

La dinámica de mostrada por la producción (en especial en los yacimientos no convencionales) podría verse significativamente afectada ante cambios importantes en las reglas de juego, donde las inversiones previstas en los yacimientos y de infraestructura anexa son mayores a los USD 4 mil millones en los próximos 3 años.

## Posición Competitiva

YPF es la mayor compañía integrada de energía de Argentina, es el mayor productor en el segmento petróleo y gas con el 36% del mercado, 1er productor de gas no convencional en Argentina (50% de la participación en Vaca Muerta), Principal refinador (50% de la capacidad) y 1.600 estaciones de servicio (36% del total). Debido a su tamaño YPF posee un fuerte poder de negociación frente a los sindicatos y a los pequeños productores.

## Administración y Calidad de Accionistas

El Estado Nacional controla el 51% del capital accionario de YPF, mientras que el 49% restante se reparte entre capital flotante y, en menor proporción, títulos en manos de otros accionistas minoritarios. La administración está a cargo de profesionales con amplia experiencia en el sector. Fix considera el vínculo entre el accionista mayoritario y el emisor dada la importancia estratégica de los activos y operaciones de YPF para el estado nacional y provinciales.

## Factores de riesgo

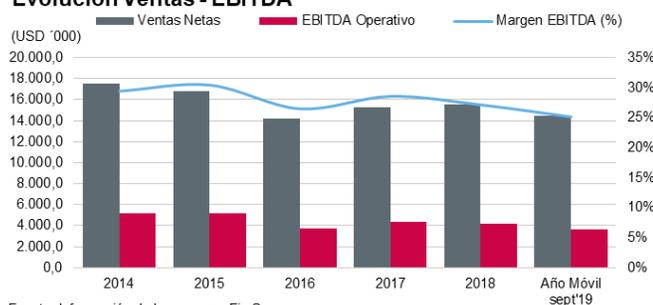
- Bajo horizonte de reservas probadas que implica una continua necesidad de inversión.
- Riesgo del plan de recuperación de la producción en campos maduros.
- Evolución del precio internacional de petróleo.
- Ajustes de precios en el surtidor, condicionados por evolución del PBI y demanda de combustibles.
- Exposición al riesgo regulatorio
- Riesgo de descalce de moneda.
- Reclamo de Petersen, ex accionista de YPF, sobre la obligación por parte de la República Argentina de realizar una oferta de adquisición al resto de los accionistas en el momento de la expropiación. A la fecha no existen elementos que permitan cuantificar el posible impacto para la compañía.

## Perfil Financiero

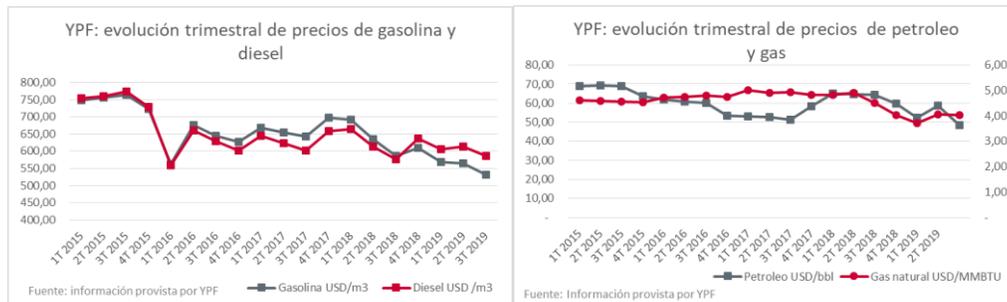
### Rentabilidad

En los últimos 12 meses a sept'19, los ingresos netos alcanzaron USD 14.432 millones, mostrando una baja del 5.4% con respecto a diciembre'18 y el EBITDA se redujo en un 13% resultando en USD 3.626 millones versus USD 4.210 millones en 2018. La baja en ingresos y rentabilidad se debió principalmente a la reducción del precio del gas y de los combustibles. Asimismo en dicho período la producción total (crudo, GNL y gas) se redujo en un 6% con respecto a 2018.

### Evolución Ventas - EBITDA



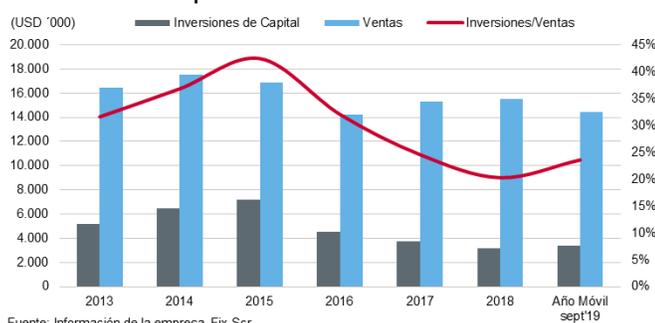
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr



### Flujo de fondos

En el año móvil a sep'19 el flujo de fondos libre resultó en USD 659 millones. Las inversiones fueron financiadas con los fondos generados por la compañía. Hacia adelante se espera que YPF tenga un FFL neutro, suficiente para financiar las inversiones de capital.

### Inversiones de Capital



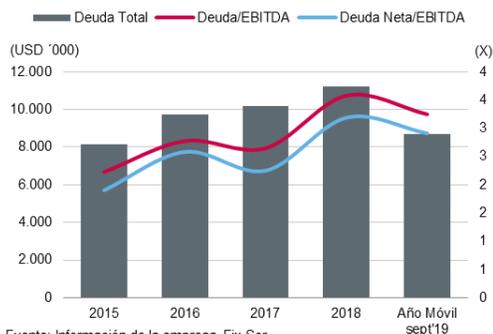
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Liquidez y estructura de capital

A sept' 2019 la deuda financiera era de USD 8.688 millones respecto a los USD 8.863 millones a dic'18. El ratio deuda /EBITDA fue de 2,4x y la cobertura de intereses de 3.7x (medidos en dólares). Esperamos que el nivel de apalancamiento continuará siendo moderado con un indicador de deuda neta sobre EBITDA en el rango de 2,5x a 3.0x.

YPF opera con una buena liquidez. A sept'19 el total de caja, equivalentes e inversiones líquidas ascendían a USD 1.034 millones, cubriendo el 61% de la deuda de corto plazo. La estructura escalonada de vencimientos y la política financiera conservadora la permite a la compañía mantener una buena posición de liquidez.

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Fondeo y flexibilidad financiera

YPF es una de las empresas con mayor acceso a financiamiento del mercado argentino. Las emisiones internacionales emitidas en 2016-2017 le permitieron mejorar su perfil financiero. A sept'19 la madurez promedio de la deuda era de 6.23 años y una tasa promedio de 7.6%. La flexibilidad operativa junto con la liquidez la permiten a la compañía afrontar un ambiente sectorial más hostil y manejar exitosamente las refinanciaciones.

## Anexo I. Resumen Financiero

### Resumen Financiero - YPF S.A.

(millones de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

NIIF NIIF NIIF NIIF NIIF NIIF  
 Año Móvil sep-19 2018 2017 2016 2015  
 12 meses 9 meses 12 meses 12 meses 12 meses 12 meses

#### Rentabilidad

EBITDA Operativo	155.128	136.077	118.261	72.185	55.627	47.522
EBITDAR Operativo	155.128	136.077	118.261	72.185	55.627	47.522
Margen de EBITDA	25,1	28,8	27,1	28,6	26,5	30,4
Margen de EBITDAR	25,1	28,8	27,1	28,6	26,5	30,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,9	14,5	20,4	23,3	26,1	22,5
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,6	(0,6)	8,2	(1,7)	(14,7)	(16,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(1,0)	(6,9)	15,0	9,3	(23,7)	4,6

#### Coberturas

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

#### Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	2,3	2,5	2,6	2,4	2,2	2,1
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	3,2	2,8	2,8	2,6	2,8	2,2
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	2,9	2,4	2,4	2,1	2,4	1,9
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	3,2	2,8	3,6	2,6	2,8	2,2
Deuda Total Ajustada Neta / EBITDA Operativo	2,9	2,4	3,1	2,1	2,4	1,9
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,6	10,4	8,1	10,6	13,9	11,1
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	19,4	19,4	19,3	20,6	17,3	26,3

#### Balance

Total Activos	1.500.466	1.500.466	994.016	505.718	421.139	363.453
Caja e Inversiones Corrientes	59.922	59.922	56.969	41.674	18.305	16.191
Deuda Corto Plazo	97.877	97.877	64.826	39.336	26.777	27.817
Deuda Largo Plazo	405.690	405.690	270.252	151.727	127.568	77.934
Deuda Total	503.567	503.567	335.078	191.063	154.345	105.751
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	503.567	503.567	335.078	191.063	154.345	105.751
Deuda Fuera de Balance	0	0	87.917	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	503.567	503.567	422.995	191.063	154.345	105.751
Total Patrimonio	528.084	528.084	362.357	152.533	118.661	120.461
Total Capital Ajustado	1.031.651	1.031.651	785.352	343.596	273.006	226.212

#### Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	172.942	117.369	131.250	61.815	53.140	42.249
Variación del Capital de Trabajo	4.311	(3.177)	(6.192)	(3.351)	(15.743)	(1.254)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	177.253	114.192	125.058	58.464	37.397	40.995
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(145.548)	(114.864)	(88.293)	(62.074)	(67.315)	(66.247)
Dividendos	(3.500)	(2.300)	(1.200)	(716)	(889)	(503)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	28.205	(2.972)	35.565	(4.326)	(30.807)	(25.755)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	3.148	(4.731)	7.879	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(6.804)	1.728	(1.837)	3.396	(2.497)	(275)
Variación Neta de Deuda	(11.088)	855	(16.061)	18.373	28.036	31.068
Variación Neta del Capital	(26.435)	(280)	(26.275)	(100)	0	(120)
Otros (Inversión y Financiación)	(9.961)	(9.961)	0	0	0	0
Variación de Caja	(22.935)	(15.361)	(729)	17.343	(5.268)	4.918

#### Estado de Resultados

Ventas Netas	617.460	471.685	435.820	252.813	210.100	156.136
Variación de Ventas (%)	41,7	62,6	158,1	20,3	34,6	10,0
EBIT Operativo	(831)	(12.826)	43.780	16.073	(24.246)	16.588
Intereses Financieros Brutos	42.214	32.641	28.717	18.385	18.109	8.618
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(5.118)	(23.023)	38.606	12.672	(28.379)	4.426

## Anexo II. Glosario

- ADR (*American Depositary Receipt*): Instrumento financiero que le permite a una compañía extranjera cotizar sus acciones directamente en la bolsa estadounidense.
- 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 Fcieros. 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.
- Downstream: en la industria petrolera se refiere a la refinación de petróleo crudo y procesamiento de gas natural, como también a la comercialización y distribución de productos derivados del petróleo crudo y del gas natural.
- Upstream: En la industria petrolera se refiere al sector de exploración y producción, que incluye la perforación y explotación de pozos.
- Shale: gas o petróleo proveniente de roca de esquisto.

## Anexo III. Características de los Instrumentos

### ***Obligaciones Negociables adicionales Clase XLVI por hasta USD100 millones.***

YPF emitirá las Obligaciones Negociables adicionales Clase XLVI por hasta USD 100 millones, bajo el marco del programa ampliado hasta USD 3000 millones. El vencimiento operará el 4 de marzo de 2021 o, de no ser un día hábil, el día hábil inmediatamente anterior. El capital será amortizado en una única cuota que será abonada en la fecha de vencimiento. Los títulos devengan intereses (pagaderos semestralmente por período vencido) a una tasa de interés variable nominal anual equivalente a la suma de la *Tasa BADLAR Privada* más un margen de 6,00%.

### ***Obligaciones Negociables Clase V por hasta USD 50 millones, ampliable a USD 150 millones.\****

YPF emitirá las Obligaciones Negociables Clase V a ser emitidas bajo el régimen simplificado de emisor frecuente. El valor nominal ofrecido será de hasta USD 50 millones, ampliable a USD 150 millones. El valor nominal será calculado al tipo de cambio inicial e informado mediante el aviso de resultados. Las Obligaciones Negociables serán denominadas en pesos. El vencimiento será a los 12 meses desde la fecha de emisión. El capital será amortizado en una única cuota que será abonada en la fecha de vencimiento. Los títulos devengan intereses (pagaderos trimestralmente por período vencido) a una tasa de interés variable equivalente a la suma de la *Tasa BADLAR Privada* más margen de corte a determinar.

### ***Obligaciones Negociables Clase VI por hasta USD 50 millones, ampliable a USD 150 millones.\****

YPF emitirá las Obligaciones Negociables Clase VI a ser emitidas bajo el régimen simplificado de emisor frecuente. El valor nominal ofrecido será de hasta USD 50 millones, ampliable a USD 150 millones. El valor nominal será calculado al tipo de cambio inicial e informado mediante el aviso de resultados. Las Obligaciones Negociables serán denominadas en pesos. El vencimiento será a los 18 meses desde la fecha de emisión. El capital será amortizado en una única cuota que será abonada en la fecha de vencimiento. Los títulos devengan intereses (pagaderos trimestralmente por período vencido) a una tasa de interés variable equivalente a la suma de la *Tasa BADLAR Privada* más margen de corte a determinar.

***Obligaciones Negociables Clase VII por hasta USD 50 millones, ampliable a USD 150 millones.\****

YPF emitirá las Obligaciones Negociables Clase VII a ser emitidas bajo el régimen simplificado de emisor frecuente. El valor nominal ofrecido será de hasta USD 50 millones, ampliable a USD 150 millones. Las Obligaciones Negociables serán denominadas en dólares. El vencimiento será a los 12 meses desde la fecha de emisión. El capital será amortizado en una única cuota que será abonada en la fecha de vencimiento. Los títulos devengan intereses (pagaderos trimestralmente por período vencido) a una tasa de interés fija a determinar.

- En su conjunto las ON Clase V, Clase VI y Clase VII no pueden superar los USD 150 millones

## Anexo III. 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 **20 de enero de 2020**, confirmó\* en **AAA(arg)** la calificación de emisor de YPF S.A. y asignó en categoría AAA(arg) a los siguientes instrumentos a ser emitidos por la empresa.

- *ON Clase VI* por hasta USD 50 MM (ampliables hasta USD 150 MM);
- *ON adicionales Clase XLVI* por hasta USD 100 MM.

La **perspectiva** es **Negativa**.

*Asimismo asignó en A1+ a los siguientes instrumentos:*

- *ON Clase V* por hasta USD 50 MM (ampliables hasta USD 150 MM);
- *ON Clase VII* por hasta USD 50 MM (ampliables hasta USD 150 MM);

**Categoría AAA(arg):** "AAA" nacional implica la máxima calificación asignada por FIX en su escala de calificaciones nacionales del país. Esta calificación se asigna al mejor crédito respecto de otros emisores o emisiones del país.

**A1(arg):** Indica una muy sólida capacidad de pago en tiempo y forma de los compromisos financieros respecto de otros emisores o emisiones del mismo 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 Estructura de Capital, y el Fondeo y Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y Calidad de los Accionistas. 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 calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)):

- Estado contables consolidados trimestrales al 30-09-2019
- Estados contables anuales consolidados hasta el 31-12-2018 y desde el 31-12-2014
- Auditor externo del último estado contable: Deloitte & Co. S.A.
- Programas de emisión de títulos de deuda:
  - Prospecto del *Programa Global de Emisión de Títulos de Deuda de Mediano Plazo por un monto nominal máximo en circulación de USD 10.000 MM* de fecha 28 de junio de 2016 (cuarta y última ampliación del *Programa original de Obligaciones Negociables por un*

*monto máximo de USD 1.000 MM de fecha 19 de septiembre de 2008 y sucesivas actualizaciones).*

Preliminar de Suplemento de Prospecto de la Obligaciones Negociables Clase V; Obligaciones Negociables Clase VI y Obligaciones Negociables VII, provistos por la compañía el 17-01-2020.

Preliminar de Suplemento de Prospecto de Obligaciones Negociables Adicionales Clase XLVI, provistos por la compañía el 17-01-2020.

**Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no sólo, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.