

Celulosa Argentina S.A. (Celulosa)

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor	BBB+(arg)
ON Clase 9 de hasta \$ 100 MM ampliable hasta \$ 150 MM.	BBB+(arg)
ON Clase 10 de hasta US\$ 20 MM ampliable hasta US\$ 50 MM.	BBB+(arg)
ON adicionales Clase 10 de hasta \$ 150 MM ampliable hasta \$ 350 MM.	BBB+(arg)
ON Clase 11 de hasta \$ 150 MM ampliable hasta \$ 350 MM.	BBB+(arg)
ON adicionales Clase 10 de hasta US\$ 7.5 MM ampliable hasta US\$ 15 MM.	BBB+(arg)

Perspectiva Negativa

Resumen Financiero

Cifras consolidadas

	NIIF ¹ 6 meses 30/11/17	NIIF ¹ 12 meses 31/5/17
Total Activos (\$ miles)	6.402.756	6.361.983
Total Deuda Financiera (\$ miles)	3.126.131	2.958.097
Ingresos (\$ miles)	2.290.358	4.213.300
EBITDA (\$ miles)	259.626	252.569
EBITDA (%)	11,3	6,0
Deuda/ EBITDA	6,0	11,7
EBITDA/ intereses	1,4	0,7

¹ NIIF: Normas internacionales de información Financiera

Informes relacionados

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

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Analistas

Analista Principal

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

Analista Secundario

Gabriela Curutchet
Director Asociado
+54 11 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Responsable del sector

Cecilia Minguillon
Director Senior
+54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores relevantes de la calificación

Perspectiva negativa: La calificación refleja la débil generación de fondos que impacta en el perfil crediticio de Celulosa. Durante el ejercicio 2017, los fondos provenientes de sus actividades operativas se vieron fuertemente reducidos, exponiendo a Celulosa a una posición de liquidez ajustada. La Perspectiva Negativa indica la expectativa de recuperación lenta de la demanda y un desapalancamiento leve con continua presión sobre la liquidez.

Perfil operativo incierto de subsidiaria: FANAPEL se encuentra operando como una distribuidora de papeles y otros productos importados desde Celulosa Argentina S.A solo para cubrir la demanda interna de Uruguay, la misma no se espera que genere resultados relevantes hacia adelante. El nivel de endeudamiento continúa siendo elevado y la compañía depende de la venta de activos de lenta realización para cancelar sus pasivos. Fix estima que los primeros, valuados a valor de liquidación, cubren 1,8x los segundos.

Métricas crediticias continuarán debilitadas: Fix reconoce un debilitamiento crediticio, al cierre del ejercicio 2017 la compañía muestra una estructura de capital con un grado de apalancamiento más alto que alcanzó 11.7x deuda / EBITDA y coberturas de intereses presionadas de 0.7x. A noviembre'17 (6 meses) el ratio deuda / EBITDA fue de 6.0x y compara positivamente contra 9.3x del mismo trimestre del año precedente consecuencia de una mejora en el EBIT principalmente por eficiencias en la estructura de costos. Hacia adelante, Fix estima una recuperación lenta y atada a la volatilidad de la demanda local; los desafíos para despegarse de estas métricas serán muy altos.

Inversiones de capital manejables: Celulosa no prevé grandes inversiones de expansión ante la situación financiera actual. Hacia adelante, la expectativa de crecimiento continuará puesta en expandir el negocio de papel tissue en cual se concentraran las inversiones relacionadas con aumento de capacidad.

Sensibilidad de la calificación

La Perspectiva Negativa incorpora una expectativa de desapalancamiento leve ante cierta recuperación de los negocios, sin embargo, no esperamos niveles de deuda/EBITDA menores a 3,5 para el corto plazo. La deuda financiera en el corto plazo continúa debilitando la flexibilidad financiera de la compañía. La débil situación de liquidez sumada a la débil situación crediticia presionan la calificación. Fix no espera una suba de calificación en el corto plazo.

Liquidez y estructura de capital

A noviembre'17 (6 meses), la deuda consolidada total ascendía a \$ 3.126 MM, 90% perteneciente a Celulosa de manera individual, siendo el 38% bonos vigentes y el resto deuda bancaria. La deuda corriente era de \$ 1.345 MM, principalmente deudas bancarias. Si bien la caja era de \$ 65 MM y cubre solo el 5% de la deuda corriente, Fix considera que Celulosa posee la capacidad de refinanciar su endeudamiento a través del acceso al financiamiento bancario.

El 17 de enero la compañía emitió la ON Clase 10 adicionales por US\$ 9 MM para refinanciar otros pasivos.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de Junio de 2012, Celulosa ha adoptado las normas internacionales de información financiera, en línea con la Resolución General N° 562/09. Los ratios a nov'17 fueron estimados anualizando los resultados del trimestre.

	nov-17 6 meses	2017	2016	2015	2014
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	259.626	252.569	776.594	527.320	496.816
Margen de EBITDA	113	6,0	18,9	16,5	20,0
Margen de EBITDAR	113	6,0	18,9	16,5	20,0
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	15	(13,9)	24,0	15,2	12,4
Margen del Flujo de Fondos Libre	(14)	(10,9)	(9,1)	(3,4)	(1,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	(117)	(86,3)	(6,9)	7,9	(16,8)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	0,4	(17)	3,1	2,3	2,0
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	14	0,7	2,7	3,1	3,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,1	0,5	0,6	0,7
FGO / Cargos Fijos	0,4	(17)	3,1	2,3	2,0
FFL / Servicio de Deuda	0,2	(0,1)	(0,1)	0,1	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,2	0,0	(0,0)	0,1	0,2
FCO / Inversiones de Capital	2,1	(2,7)	(1,3)	0,3	0,6
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	23,5	(4,8)	2,6	3,6	4,3
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	6,0	11,7	3,0	2,6	2,3
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,9	11,3	3,0	2,5	2,3
Costo de Financiamiento Implícito (%)	12,3	13,5	15,5	13,2	13,4
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
Balance					
Total Activos	6.402.756	6.361.983	5.345.412	3.777.451	2.953.061
Caja e Inversiones Corrientes	65.672	102.878	27.528	50.995	30.146
Deuda Corto Plazo	1.345.282	1.540.533	1.206.822	722.237	617.307
Deuda Largo Plazo	1.780.849	1.417.564	1.131.359	666.963	542.072
Deuda Total	3.126.131	2.958.097	2.338.181	1.389.200	1.159.379
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.126.131	2.958.097	2.338.181	1.389.200	1.159.379
Deuda Fuera de Balance	—	—	—	—	—
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.126.131	2.958.097	2.338.181	1.389.200	1.159.379
Total Patrimonio	1.332.114	1.478.636	1.409.089	1.138.784	991.767
Total Capital Ajustado	4.458.245	4.436.733	3.747.270	2.527.984	2.151.146
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	(120.583)	(972.681)	61196	215.276	134.234
Variación del Capital de Trabajo	59.168	647.322	(817.850)	(168.161)	(74.559)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(61415)	(325.359)	(205.934)	47.115	59.675
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	—	—	—	—	—
Inversiones de Capital	29.634	(120.407)	(158.917)	(150.981)	(94.450)
Dividendos	(6)	(13.881)	(7.852)	(4.460)	(1.532)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(31.787)	(459.647)	(372.703)	(108.326)	(36.307)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	—	533.933	830	1030	539
Otras Inversiones, Neto	98	(151.009)	4.520	1.126	14.799
Variación Neta de Deuda	(7.759)	150.702	369.680	128.528	21.937
Variación Neta del Capital	—	—	—	—	—
Otros (Inversión y Financiación)	—	—	(29.177)	—	—
Variación de Caja	(39.448)	73.479	(26.850)	22.358	968
Estado de Resultados					
Ventas Netas	2.290.358	4.213.300	4.114.724	3.194.090	2.481.274
Variación de Ventas (%)	7%	2%	29%	29%	31%
EBIT Operativo	120.307	853	571.803	399.303	405.313
Intereses Financieros Brutos	187.091	358.115	288.539	168.236	132.555
Alquileres	—	—	—	—	—
Resultado Neto	(164.192)	(1246.007)	(88.048)	84.525	(162.341)

Anexo II. Glosario

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

Anexo III. Características de los instrumentos.

Obligación Negociable Clase 9

Monto Autorizado:	De hasta \$ 100 MM ampliable hasta \$ 150 MM.
Monto Emisión:	\$ 150.000.000
Moneda de Emisión:	Pesos argentinos.
Fecha de Emisión:	11 de agosto de 2016.
Fecha de Vencimiento:	11 de febrero de 2018.
Amortización de Capital:	En un pago único en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Trimestrales.
Cronograma de Pago de Intereses:	12/11/2016, 11/02/2017, 11/05/2017, 11/08/2017, 11/11/2017 y en la Fecha de Vencimiento.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	
Garantías:	
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas, Rescate Opcional a favor de la Emisora y Rescate por Cambio de Control.
Covenants:	
Otros:	

Obligación Negociable Clase 10

Monto Autorizado:	De hasta US\$ 20 MM ampliable hasta US\$ 50 MM.
Monto Emisión:	US\$ 40.000.943
Moneda de Emisión:	Dólares americanos.
Fecha de Emisión:	5 de diciembre de 2016.
Fecha de Vencimiento:	5 de diciembre de 2019.
Amortización de Capital:	En un pago único en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Semestrales.
Cronograma de Pago de Intereses:	05/06/2017, 05/12/2017, 05/06/2018, 05/12/2018, 05/06/2019 y en la Fecha de Vencimiento.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	
Garantías:	
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas y Rescate por Cambio de Control.
Covenants:	
Otros:	

Obligación Negociable adicionales Clase 10

Monto Autorizado:	De hasta \$ 150 MM ampliable hasta \$ 350 MM
Monto Emisión:	US\$ 10.800.485
Moneda de Emisión:	Dólares americanos.
Fecha de Emisión:	21 de junio de 2017.
Fecha de Vencimiento:	5 de diciembre de 2019.
Amortización de Capital:	En un pago único en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Semestrales.
Cronograma de Pago de Intereses:	05/12/2017, 05/06/2018, 05/12/2018, 05/06/2019 y en la Fecha de Vencimiento.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	
Garantías:	
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas y Rescate por Cambio de Control.
Covenants:	
Otros:	

Obligación Negociable Clase 11

Monto Autorizado:	De hasta \$ 150 MM ampliable hasta \$ 350 MM
Monto Emisión:	\$ 178.363.012
Moneda de Emisión:	Pesos argentinos
Fecha de Emisión:	21 de junio de 2017.
Fecha de Vencimiento:	21 de junio de 2019.
Amortización de Capital:	En un pago único en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Trimestrales
Cronograma de Pago de Intereses:	21/09/2017, 21/12/2017, 21/03/2017, 21/06/2018, 21/09/2018, 21/12/2018, 21/03/2019 y en la Fecha de Vencimiento.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	
Garantías:	
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas y Rescate por Cambio de Control.
Covenants:	
Otros:	

Obligación Negociable adicionales Clase 10

Monto Autorizado:	De hasta US\$ 7.5 MM ampliable hasta \$ 15 MM
Monto Emisión:	US\$ 9.144.232
Moneda de Emisión:	Dólares americanos
Fecha de Emisión:	23 de enero de 2018,
Fecha de Vencimiento:	05 de diciembre de 2019.
Amortización de Capital:	En un pago único en la Fecha de Vencimiento.
Intereses:	Semestrales.
Cronograma de Pago de Intereses:	05/06/2018, 05/12/2018, 05/06/2019 y en la Fecha de Vencimiento.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	
Garantías:	
Opción de Rescate:	Rescate por Razones Impositivas y Rescate por Cambio de Control.
Covenants:	
Otros:	

Anexo IV. Dictamen de calificación.

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

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO** (afiliada de Fitch Ratings), en adelante **FIX**, reunido el **8 de febrero de 2018**, confirmó* en la **Categoría **BBB+(arg)**** la calificación de Emisor de Celulosa Argentina S.A. y de los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- ON Clase 9 de hasta \$ 100 MM ampliable hasta \$ 150 MM.
- ON Clase 10 de hasta US\$ 20 MM ampliable hasta US\$ 50 MM.
- ON adicionales Clase 10 de hasta \$ 150 MM ampliable hasta \$ 350 MM.
- ON Clase 11 de hasta \$ 150 MM ampliable hasta \$ 350 MM.
- ON adicionales Clase 10 de hasta US\$ 7.5 MM ampliable hasta US\$ 15 MM.

La Perspectiva es **Negativa**.

Categoría **BBB(arg)**: "BBB" nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para 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 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 información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 4 de enero de 2018 disponible en www.fixscr.com, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital

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 pública:

- Balance al 30/11/17 (6 meses), disponible en www.cnv.gob.ar
- Auditor externo a la fecha del último balance: Deloitte& Co S.R.L.
- Suplemento de prospecto, Clase 9 disponible en www.cnv.gob.ar del 02/08/2016.
- Suplemento de prospecto, Clase 10 disponible en www.cnv.gob.ar del 18/11/2016.
- Suplemento de prospecto, Clase 10 adicionales y Clase 11 disponible en www.cnv.gob.ar del 8/06/2017.
- Suplemento de precio Clase 10 adicionales preliminar provisto por la compañía.

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.