

Buenos Aires, 18 de Diciembre de 2018

PILAY S.A.

San Martín 1878 ,Cuidad de Santa Fe , provincia de Santa Fe, Argentina.

INFORME TRIMESTRAL COMPLETO

FIDUCIARIOS FINANCIEROS

Entidad Calificada	Calificación
PILAY S.A. – FIDUCIARIO FINANCIERO	F2

Nota 1: la definición de la calificación se encuentra al final del dictamen

Fundamentos principales de la calificación:

- Las características de administración y propiedad son adecuadas.
- La compañía presenta una buena posición relativa en su industria.
- La evaluación de la política de controles es adecuada.
- La evaluación de los principales indicadores cuantitativos es favorable. Presenta una rentabilidad positiva, una adecuada capitalización y un importante exceso de capitales mínimos.
- Se considera que la evolución proyectada de los resultados no sufriría deterioros patrimoniales ante escenarios negativos considerados.

Analista Responsable	Matías Rebozov matiasrebozov@evaluadora.com
Consejo de Calificación	Julieta Picorelli Hernán Arguiz Matías Rebozov
Manual de Calificación	Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Fiduciarios Financieros
Información Utilizada	Estados Contables al 30 de Septiembre de 2018

ANTECEDENTES DE LA COMPAÑÍA

La actividad de Pilay S.A. como Fiduciario consiste en administrar Fideicomisos Financieros Inmobiliarios (estructurados como fondos de inversión directa) que desarrolla íntegramente. Pilay S.A, hasta el año 2014, prácticamente no había participado como Fiduciario de ningún otro fideicomiso. Su actividad como Fiduciario es continuadora de los actuales servicios prestados a los inversores que integran el Sistema Pilay que se describe a continuación.

Pilay S.A. tiene sus orígenes en el año 1976 cuando un grupo de profesionales de la ciudad de Santa Fe decidió incursionar en el sector de la construcción. La Sociedad se constituyó formalmente en el año 1979 con domicilio legal en la Provincia de Santa Fe.

Desde entonces hasta 1985, bajo el sistema del consorcio tradicional, Pilay levantó seis edificios en propiedad horizontal, cumpliendo estrictamente las condiciones de obra pactadas.

En 1985 la Sociedad lanzó al mercado un revolucionario producto que rápidamente se constituyó en una opción cierta para nuevos propietarios de departamentos céntricos de muy buena calidad, abonando una cuota menor mientras no se disfrutaba de la propiedad y otra incrementada en el monto aproximado de un alquiler cuando se la recibía, con la ventaja de sumar en las ofertas licitatorias puntajes por matrimonio, nacimiento o adopción de hijos, avance en los estudios y presentación de amigos.

En 1988, consolidada la plaza de Santa Fe, el Sistema Pilay fue lanzado en Rosario mediante una alianza estratégica con Bauen Arquitectura S.R.L., una empresa constructora local de reconocido prestigio.

El Sistema Pilay continuó construyendo de manera creciente y constante, aún en medio de las graves crisis hiperinflacionarias sufridas por el país y de los efectos locales de crisis económicas internacionales.

En noviembre de 2006 Pilay S.A. celebró con Grif S.A, empresa integrante del GRUPO REGAM, una unión transitoria de empresas para el desarrollo del producto en la provincia de Córdoba, logrando de tal forma tener una fuerte presencia en la región centro del país y convertirse en una alternativa cierta para invertir los ahorros en forma segura.

En septiembre de 2009 los accionistas de Pilay S.A. dieron un paso trascendente para la proyección internacional del Sistema Pilay, promoviéndolo en la República Oriental del Uruguay en unión con Campiglia Construcciones, grupo constructor líder de ese país.

A tal fin se determinó la conveniencia de que la operatoria se desarrollara utilizando como vehículo un fideicomiso financiero, con emisión de valores

de deuda y certificados de participación. El Banco Central de la República Oriental del Uruguay autorizó la oferta pública de tales valores, actuando Pilay Uruguay Administradora de Fondos de Inversión S.A. como fiduciaria.

Hasta el mes de mayo de 2012, momento en que Pilay S.A adoptó la decisión estratégica de transformar su producto en un fideicomiso financiero, se habían incorporado al SISTEMA PILAY más de 27.000 inversores.

Con fecha 21 de marzo de 2013, mediante Resolución Nº17.047, modificada por la Resolución 17.053 del 11 de abril de 2013, la Comisión Nacional de Valores (CNV) autorizó la inscripción de la Sociedad en el Registro de Fiduciarios Financieros. Pilay S.A. es el Fiduciario y Emisor del Programa Global de Fideicomisos Inmobiliarios "PILAY". En el mes de agosto de 2013, la CNV aprobó el programa global que prevé la construcción de 30.000 departamentos en los próximos veinte años en las ciudades de Santa Fe, Paraná, Rosario y Córdoba.

En fecha 30 de enero de 2014 el Directorio de la CNV autorizó la constitución del Fideicomiso Financiero "PILAY I" en el marco del Programa Global de Fideicomisos Inmobiliarios PILAY, sujeta a condicionamientos indicados en el expte. 1213/13. Los mismos fueron levantados en fecha 14 de marzo de 2014 cuando la CNV efectuó las notificaciones de oferta pública a la Bolsa de Comercio de Rosario y a la Bolsa de Comercio de Santa Fe.

Con fecha 11 de Agosto de 2016 el Directorio de la CNV otorgó la autorización de oferta pública a los valores fiduciarios del Fideicomiso Financiero PILAY II.

Con fecha 6 de Diciembre de 2016, se finalizó y entregó el primer edificio construido bajo el Fideicomiso Financiero Pilay I denominado San Jerónimo 62.

Asimismo, recientemente se finalizaron y entregaron otros dos edificios denominados San Jerónimo 69 y San Jerónimo 71, con 32 y 16 departamentos respectivamente, ambos correspondiente al Fideicomiso Financiero Pilay I.

PROCEDIMIENTOS GENERALES DE CALIFICACION

Evaluación de los estándares de profesionalidad y desempeño

El objetivo de esta etapa es evaluar los estándares de profesionalidad y desempeño de la compañía en la conducción de sus responsabilidades como fiduciario. Para ello se realizará un análisis de los siguientes aspectos:

1. Características de la administración y propiedad.
2. Posición relativa de la compañía en su industria.

3. Evaluación de la política de controles.
4. Evaluación de los principales indicadores cuantitativos.
5. Análisis de sensibilidad.

1. Características de la administración y propiedad

El Agente de Calificación ha otorgado una calificación en Nivel 2 a las Características de administración y propiedad de la empresa, dado que la suma de la calificación de los factores asciende a 0. Cabe aclarar que en este punto los factores analizados se califican en los niveles 1, 0, ó -1 según estos sean favorables, neutros o desfavorables para la empresa.

i) Preparación profesional y experiencia en la industria y en la compañía de los directores y principales ejecutivos y rotación de la plana ejecutiva: 0

Composición del Directorio:

Presidente: Dr. Javier Vigo

Vicepresidente: María Gabriela Añón

Directores Titulares: María de los Ángeles Dichino Trento, Fernando Vorobiof, Luis Raúl Trento y Gonzalo Crespi.

ii) Relaciones de la empresa con entes vinculados a su propiedad o gestión: 0

En todas las Unidades de Negocios de Pilay S.A., Santa Fe, Rosario y Córdoba, la sociedad mantiene una alianza estratégica con un socio local, constituida bajo la figura jurídica de Unión Transitoria de Empresas (UTE). De esta manera, en Octubre de 1988 Pilay S.A. celebró con Bauen Arquitectura S.R.L y con Pilares S.A. una unión transitoria de empresas que le permitió lanzar el Sistema Pilay en Rosario, y en noviembre de 2006, Pilay S.A. celebró con Grif S.A, empresa integrante del GRUPO REGAM, una unión transitoria de empresas para el desarrollo del producto en la provincia de Córdoba.

En septiembre de 2009 los accionistas de Pilay S.A. promovieron el Sistema Pilay en la República Oriental del Uruguay en unión con Campiglia Construcciones, grupo constructor líder de ese país.

Por otro lado, Capitel S.A. es una empresa constructora vinculada a Pilay S.A. a través de sus accionistas. Más precisamente, los accionistas que poseen en conjunto el 84% del Capital Social de Pilay S.A. conforman el 80% del Capital Social de Capitel S.A.

Se considera adecuado el manejo financiero de la Sociedad en relación con sus vinculados.

iii) Actitud de la administración en relación con el fiscalizador y a las normas:
0

Los Estados Contables del Fiduciario no presentan salvedades, cumpliendo con las normas contables vigentes.

Con fecha 2 de Julio de 2015 la Comisión Nacional de Valores instruyó un sumario a la Sociedad fundamentando el no cumplimiento de ciertos deberes informativos de manera completa y oportuna en relación con las nuevas normas del Mercado de Capitales (N.T. 2013 y mod.). El 7 de Octubre de 2015 tuvo lugar la audiencia preliminar entre Pilay S.A. y la CNV, tal como estaba previsto, donde la Sociedad realizó su descargo. La misma informa que, según su opinión, la audiencia fue positiva y la resolución podría serle favorable. El día 20 de febrero de 2017, no quedando pruebas pendientes de producción, la CNV procedió a la clausura de la etapa probatoria. El día 15 de Marzo de 2017 se presentó el memorial de lo actuado.

iv) Solvencia del grupo propietario o grupos propietarios: 0

Composición accionaria:

Dr. Luis Oscar Trento	22,0%
Dr. Javier Vígo Leguizamón	22,0%
Dr. Mariano Salvador Dichino	20,0%
Ing. Guillermo Agustín Añón	19,6%
CPN Marcelo Héctor Vorobiof	10,0%
María Luisa Lamas de Vígo	6,0%
Arq. María Gabriela Añón	0,4%

v) Estructura organizacional: 0

Pilay S.A. presenta una estructura organizativa interna que le facilita el control de sus tareas y la gestión de los fideicomisos. Cada unidad de negocio, Santa Fe, Rosario y Córdoba, también presenta una estructura organizacional encabezada por un gerente o jefe comercial, que se encuentra a cargo del equipo comercial y la atención al cliente, un área de marketing y de logística y un área contable.

vi) Políticas de Gobierno Corporativo: 0

Por lo establecido en el Título XII- Capítulo II- Sección III del TO 2013 resulta obligatorio para todas las personas físicas y/o jurídicas registradas en la CNV contar con un Código de Protección al Inversor o Código de Conducta. Pilay S.A cuenta con su Código de Protección al Inversor vigente y su correspondiente informe explicativo, incorporando las mejores prácticas de

la actividad. La última versión fue presentada ante CNV con fecha 4 de Junio de 2015.

2. Posición relativa de la compañía en su industria

El Agente de Calificación ha otorgado una calificación en Nivel 2 a la Posición relativa de la compañía en su industria, dado que la suma de la calificación de los factores es -1. Cabe aclarar que en este punto los factores analizados se califican en los niveles 1, 0, ó -1 según estos sean favorables, neutros o desfavorables para la empresa.

i) Capacidad relativa de la compañía para mantener e incrementar su volumen de negocios: 0

La compañía se registró como Fiduciaria para administrar los fideicomisos inmobiliarios que desarrolla, "PILAY". Pilay S.A. cuenta con marcada experiencia en el mercado inmobiliario y de la construcción; el Sistema Pilay ha construido un sólido liderazgo a lo largo de 40 años de operación, lo cual constituye la mayor barrera de entrada al negocio. Esta posición se ve sustentada en sus indicadores de performance y en el mantenimiento de un producto sólido y competitivo a lo largo del tiempo. La tecnología desarrollada para la promoción, constitución y la administración de los consorcios representan el capital más importante de la empresa.

ii) Eficiencia relativa de la compañía en la generación de servicios: 1

La rentabilidad del último ejercicio anual al 30 de Junio de 2018 fue del 26% de los activos y del 55% del patrimonio neto (PN). El resultado después de impuestos se incrementó un 131% en relación con el ejercicio anterior.

Respecto al último ejercicio al 30 de Septiembre de 2018 la rentabilidad fue del 12% de los activos y del 25% del patrimonio neto.

Desde el año 2011, todos los ejercicios anuales cerraron con un valor de rentabilidad sobre patrimonio superior al 55% y de rentabilidad sobre ingresos operativos mayor al 24%.

Asimismo, la empresa cuenta con una eficaz administración de su cartera y una adecuada y eficiente estructura organizacional que le permite administrar y gestionar de manera simultánea la construcción de diversos edificios distribuidos en Santa Fe, Rosario, Córdoba y Paraná.

iii) Existencia de mercados cautivos y grado de dependencia de la compañía respecto a ellos: -1

Si bien los clientes de Pilay S.A. se encuentran diversificados, su actividad como Fiduciaria se concentra en el mercado inmobiliario, administrando

actualmente únicamente los Fideicomisos Financieros Inmobiliarios que desarrolla.

iv) Participación de mercado: -1

La participación de la compañía en el mercado de negocios fiduciarios realizados en la plaza local es baja, sin embargo, ha demostrado buena capacidad para el incremento de su volumen de negocios.

Asimismo, la empresa administra fondos de terceros pertenecientes a contratos de locación de Obra por el Sistema de Economía y Administración.

v) De acuerdo con la información disponible a la fecha de calificación, se analiza la tendencia de la participación de mercado de la compañía: 0

Pilay se inscribió en el Registro de Fiduciarios Financieros de CNV en Marzo de 2013. Sin embargo, Pilay S.A. ya ha desempeñado esa función en el Fideicomiso Terrazas del Libertador y sus directores y accionistas tienen una vasta experiencia en la administración y promoción del fideicomiso financiero Campiglia Pilay en Uruguay.

Los títulos emitidos por el Fideicomiso Financiero Campiglia & Pilay I se encuentran calificados por Evaluadora Latinoamericana en BBB+uy.

vi) Riesgo de la compañía ante eventuales modificaciones legales que restrinjan el número, naturaleza y cobertura de los productos que ofrece: 0

La compañía se encuentra expuesta a las modificaciones legales relacionadas con la naturaleza de su actividad.

3. Evaluación de la Política de controles

El Agente de Calificación ha otorgado una calificación en Nivel 2 a la Evaluación de la Política de controles de acuerdo con la calificación conjunta de las variables consideradas.

El Agente de Calificación analizó los siguientes aspectos en la evaluación de la política de controles de la institución:

i) Existencia de manuales o procedimientos operativos.

Pilay S.A. dispone de Manuales de Procedimientos y Cursosogramas analizados, diseñados e implementados conjuntamente entre las áreas de Control de Gestión y Administración, para los procesos de ventas y cobranzas.

Las actividades del Control de la Gestión de Negocio en Pilay S.A. presentan las siguientes características:

- La herramienta informática que se aplica es el Tablero de Control (de cada Unidad de Negocios y Consolidado) y sus informes complementarios. El Tablero de Control es actualizado y los informes complementarios son preparados, en ambos casos con periodicidad mensual, por el área de Control de Gestión.
- El Tablero de Control se actualiza a partir de los datos contenidos en el sistema de gestión administrativa-contable (vínculo a las bases de datos de los sistemas informáticos) y de otros reportes suministrados por el área contable, así como fuentes de datos externas (Cámara Argentina de la Construcción).
- El Tablero de Control contiene un conjunto de indicadores de los aspectos claves del negocio, con límites superiores e inferiores de control, que determinan el nivel de alerta del indicador (verde, amarillo o rojo). Estos indicadores responden a cada uno de los procesos de negocios fundamentales de Pilay S.A.:
 - ✓ Estado de la cartera y desempeño comercial: crecimiento de contratos activos y totales, caída esperada de contratos, morosidad, evolución de las ventas.
 - ✓ Solvencia económica: relación entre cuotas cobradas a devolver en el hipotético caso de interrumpir la operación y los recursos disponibles para hacerlo (saldos financieros disponibles, obras en curso y cuotas a cobrar de aquellos clientes que tienen tenencia de las unidades terminadas).
 - ✓ Grado de cumplimiento de las obligaciones contractuales: asignación de los ingresos operativos, comparación entre las adjudicaciones realmente realizadas y las establecidas por contrato.
 - ✓ Evolución de Gastos, costo de los departamentos, evolución de gastos del negocio, evolución del valor de las cuotas.
- El Tablero de Control y sus informes complementarios son monitoreados permanentemente por la Gerencia General y la Gerencia de cada una de las Unidades de Negocios:
 - ✓ La Gerencia General al detectar desviaciones o tendencias significativas en los indicadores eleva su análisis al Directorio.
 - ✓ La Gerencia de cada Unidad de Negocios implementa acciones correctivas dentro de su ámbito con base en los desvíos detectados en el Tablero de Control.

- El Tablero de Control está implementado informáticamente de manera tal que cada indicador se puede desagregar, con lo que es posible analizar los desvíos hasta el nivel operativo e involucrar a cada Jefatura de Área en la definición e implementación de acciones correctivas.

ii) Determinación de funciones y responsabilidades en la toma de decisiones del personal gerencial

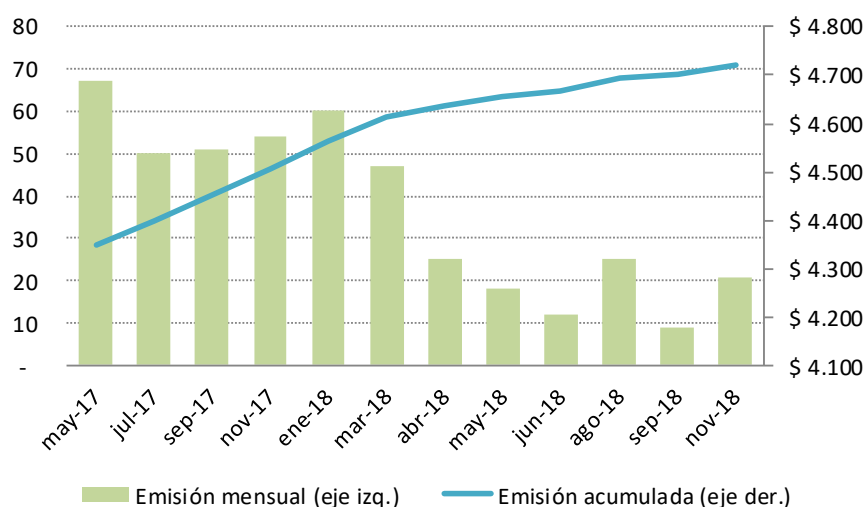
Como parte integrante de las Actividades de Control de la Gestión del Negocio, la Gerencia General y la Gerencia de cada una de las Unidades de Negocios monitorean permanentemente el Tablero de Control y sus informes complementarios con el objetivo de:

- ✓ detectar desviaciones o tendencias significativas en los indicadores y elevar su análisis al Directorio.
- ✓ implementar acciones correctivas dentro de su ámbito con base en los desvíos detectados en el Tablero de Control.

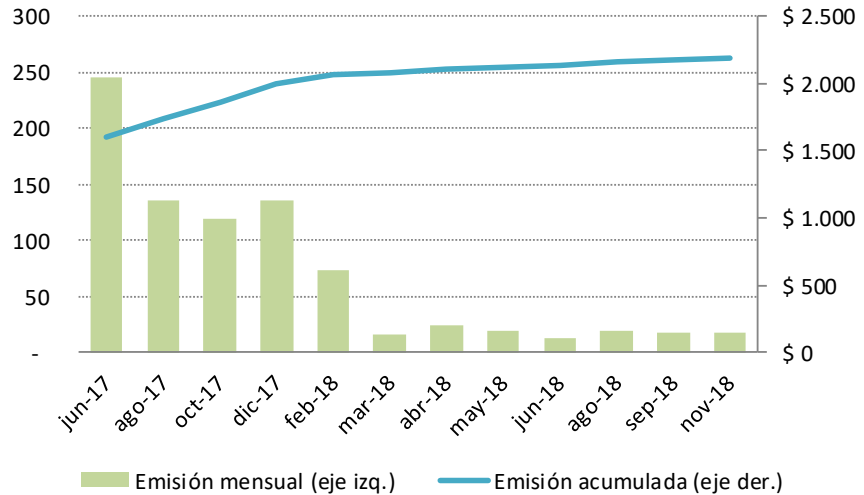
iii) Mecanismos de seguimiento de los fideicomisos administrados

Pilay S.A. actúa como Fiduciario en los Fideicomisos Financieros Inmobiliarios del Programa Global PILAY. El Fideicomiso Financiero PILAY I fue autorizado por CNV el día 30 de Enero de 2014 y su colocación inicial se realizó en Mayo de 2014. Al 29 de Noviembre de 2018, se han emitido 4.772 Certificados de Participación.

El gráfico presenta la cantidad de CP emitidos mes a mes y la emisión acumulada en miles de pesos del Fideicomiso Financiero PILAY I desde su fecha inicial de colocación:



También actúa como Fiduciario del Fideicomiso Financiero Pilay II, cuya colocación inicial se realizó el 21 de Octubre de 2016. Al 29 de Noviembre de 2018 lleva emitidos 2.192 Certificados de Participación.



Pilay S.A. ya ha desempeñado la función de Fiduciario en el Fideicomiso Terrazas del Libertador (Fideicomiso ordinario) según contrato de fecha 24 de Noviembre de 2006. Asimismo, la mayoría de sus directores, como integrantes del directorio y accionistas de Pilay Uruguay AFISA, tienen una vasta experiencia en la administración y promoción del fideicomiso financiero Campiglia Pilay en el Uruguay.

En su experiencia como fiduciario, Pilay S.A. ha establecido mecanismos de control específicos, y adicionales a los implementados para monitorear el negocio.

Dado que la administración precisa de los flujos de fondos es una tarea primordial, como Fiduciario en los Fideicomisos Financieros Inmobiliarios, Pilay S.A. examina periódicamente el estado de las recaudaciones y el grado de avance de las obras, poniendo foco en el seguimientos de los costos constructivos y sus variaciones, todo ellos con el fin último de lograr el cumplimiento de los compromisos asumidos y con el objeto de monitorear la aplicación de recursos de los fideicomisos a la realización de su objeto.

iv) Respuestas a observaciones de las autoridades de control

Pilay S.A. a lo largo de su historia ha recibido diferentes requerimientos de entes oficiales vinculados con el giro de su actividad. Todo ellos han sido contestados favorablemente, para lo cual se constituyeron equipos multidisciplinarios de trabajo conformados por sus asesores externos y personal clave con la participación conjunta de los directores.

En su actual relación con la Comisión Nacional de Valores, Pilay S.A. utiliza el mismo esquema de trabajo, centralizando los requerimientos y la información generada en la Gerencia General y específicamente en el área de Fideicomisos Financieros. Tal como se mencionó previamente, en Julio de 2015 Pilay S.A. ha recibido una instrucción de sumario por parte del CNV, en relación con la cual ha dado respuesta en tiempo y forma a los cargos formulados y ha concurrido a la audiencia fijada por la Comisión, exponiendo las razones por la cual interpreta que no ha violado el deber de información. El día 20 de febrero de 2017, no quedando pruebas pendientes de producción, la CNV procedió a la clausura de la etapa probatoria. El día 15 de Marzo de 2017 se presentó el memorial de lo actuado.

4. Evaluación de los principales indicadores cuantitativos de la compañía.

El Agente de Calificación ha otorgado una calificación en Nivel 1 a la Evaluación de los principales indicadores cuantitativos de la compañía de acuerdo con la calificación conjunta de las variables consideradas.

i) Indicadores de resultados

El resultado de la compañía es de origen principalmente operativo, representando el mismo entre 31% y 40% de los ingresos por ventas para el período correspondiente a los últimos tres ejercicios anuales.

Durante el último ejercicio anual, el resultado operativo aumentó un 56% respecto a Junio 2017. El crecimiento en los ingresos por ventas del 42% fue superior al aumento de los gastos de comercialización y administración, que, en conjunto, presentaron una variación anual del 33%.

La compañía mantiene indicadores de resultados en niveles favorables. A continuación, se presentan los indicadores para los ejercicios anuales:

	jun-18	jun-17	jun-16	jun-15
Resultado del ejercicio / Activos	25,7%	19,8%	19,7%	16,5%
Resultado del ejercicio / PN	55,5%	63,6%	68,6%	61,9%

ii) Indicadores de endeudamiento

	jun-18	jun-17	jun-16	jun-15
Pasivos / Patrimonio neto	116,0%	220,4%	247,9%	275,9%
Cuenta Consorcios / PN	17,6%	97,8%	94,7%	126,4%

La mayor proporción de los pasivos se concentra en la Cuenta Consorcios, cuyo saldo surge de los pasivos por cuotas cobradas a los suscriptores y pasivos bancarios contraídos para compra de terrenos, neto de las inversiones en obra y gastos efectuados por cuenta de sistema y activos del mismo sistema, consistentes en créditos y disponibilidades. Esta cuenta

representó al 30 de Junio de 2018 el 15% de los pasivos corrientes y el 15% de los no corrientes.

Cabe mencionar que Pilay S.A. ha suscripto con Nuevo Banco de Santa Fe S.A. y Banco Macro S.A. préstamos hipotecarios para la construcción de oficinas comerciales que fueron otorgados bajo la “Línea de Crédito para la inversión productiva”.

Los pasivos asociados a compromisos constructivos y a los préstamos bancarios tienen su contrapartida en aumentos de bienes de cambio. Entre Junio 2018 y Junio 2017 el valor contabilizado de los mismos aumentó más de 2 veces.

iii) Indicadores de capitalización

La normativa de CNV para la aplicación de la Ley Nº 26.831 estableció que los Fiduciarios deben acreditar un Patrimonio Neto (PN) no inferior a \$ 6 millones. El requisito comenzó su vigencia en Septiembre de 2014 por lo cual el siguiente cuadro presenta el excedente sobre los \$ 3 millones hasta Junio 2014:

	jun-18	jun-17	jun-16	jun-15
Excedente de capital mínimo (sobre \$6 millones desde 2015)	2372,3%	833,8%	557,0%	270,5%
Patrimonio Neto / Activos	46,3%	31,2%	28,7%	26,6%

iv) Indicadores de crecimiento

Un cociente inferior a 1 indica que el crecimiento se da con un mayor peso relativo de las deudas por lo que el mismo resulta con un grado mayor de riesgo, debido a un mayor apalancamiento.

La sociedad presentó indicadores superiores a 1 durante los últimos tres ejercicios anuales. Al 30 de Junio de 2018 dicho cociente fue 1,9 debido a un crecimiento del PN relativamente superior al crecimiento de los pasivos. Los aumentos de pasivos (principalmente deudas comerciales) de los últimos años estuvieron asociados al proceso de expansión de la Sociedad y fueron acompañados de crecimiento del patrimonio, manteniendo importantes excedentes de capitales mínimos y favorables niveles de capitalización.

5. Análisis de Sensibilidad

Esta parte del análisis tiene por objeto determinar el impacto que podría tener la eventual ocurrencia de eventos desfavorables para la compañía o la industria. El Análisis de Sensibilidad se calificó en Nivel 1.

Se consideró un escenario base que supone un crecimiento de ingresos por ventas similar al promedio de crecimiento de los últimos años y una participación del resultado operativo del 36% sobre ventas.

Y se consideró un escenario adverso, con caída de la actividad proyectada en 5 puntos porcentuales en relación con el escenario base e incrementos de los gastos de administración y comercialización de forma tal que el resultado operativo sea 25% de los ingresos. Se consideró también que el primer año un 50% del resultado final del ejercicio se distribuye en dividendos y ese porcentaje aumenta 500 puntos básicos cada año.

	Año 1	Año 2	Año 3
Resultado/ PN	46,1%	47,4%	50,8%

Bajo el escenario adverso considerado, Pilay S.A. mantiene un flujo final positivo y creciente, acompañado de un crecimiento moderado de su patrimonio y de indicadores en niveles favorables. Bajo un escenario negativo de mayores costos y menor actividad, la Sociedad no sufrirá deterioros patrimoniales.

Calificación final

CALIFICACIÓN FINAL	Puntaje
Características de la administración y propiedad	2
Posición relativa de la compañía en su industria	2
Evaluación de la Política de controles	2
Evaluación de los principales indicadores cuantitativos de la compañía	1
Análisis de Sensibilidad	1
Puntaje total	8

La suma de los niveles otorgados es de 8, por lo que corresponde mantener la Calificación Final de Pilay S.A. en F2.

DEFINICION DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

Categoría F2: El Fiduciario Financiero calificado en esta categoría presenta estándares altos de profesionalidad y desempeño en la mayoría de los aspectos evaluados.

INFORMACIÓN UTILIZADA

- Estados Contables anuales al 30 de Junio de 2015, 2016, 2017 y 2018.
- Estados Contables trimestrales al 30 de Septiembre de 2018.
- Manual de Normas y Procedimientos y otra información cualitativa y cuantitativa relevante proporcionada por Pilay S.A.
- www.cnv.gob.ar | Comisión Nacional de Valores.

A la fecha, el Agente de Calificación no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económica - financiera de Pilay S.A. y que, por lo tanto, generen un aumento del riesgo para los tenedores actuales o futuros de los títulos.

La información cuantitativa y cualitativa suministrada por Pilay S.A. se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose el Agente de Calificación de los errores posibles que esta información pudiera contener.