

Buenos Aires, 18 de Diciembre de 2018

**FIDEICOMISO FINANCIERO PILAY II**

INFORME TRIMESTRAL COMPLETO

**PROGRAMA GLOBAL DE FIDEICOMISO INMOBILIARIO PILAY**

| Títulos Calificados         | Monto        | Calificación | Vencimiento <sup>1</sup> |
|-----------------------------|--------------|--------------|--------------------------|
| Valores de Deuda Fiduciaria | \$ 5.000.000 | A            | 25-04-2021               |
| CP Sub-Clase A-1            | \$ 3.500.000 | BBB+         | 25-10-2041               |
| CP Sub-Clase A-2            | \$ 2.500.000 | BBB+         | 25-10-2041               |
| CP Sub-Clase B-1            | \$ 3.500.000 | BBB+         | 25-10-2041               |
| CP Sub-Clase B-2            | \$ 5.500.000 | BBB+         | 25-10-2041               |

Nota: las definiciones de calificaciones se encuentran al final del dictamen.

1: Vencimiento teórico: 25-04-2021; Vencimiento final: 25-10-2041.

**Fiduciario y Emisor:** PILAY S.A.**Fiduciante:** suscriptores de los Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) y CP (Certificados de Participación).**Beneficiarios:** Tenedores de Valores Fiduciarios.**Fundamentos principales de la calificación:**

- La Diversificación de los activos del fondo se considera Favorable.
- La Calidad de los activos del fondo se considera Favorable.
- La Predictibilidad de los flujos generados por los activos del fondo se considera Adecuada.
- La Cobertura de los Servicios de la Deuda se considera Holgada para los VDF. La capacidad de cumplir los compromisos se considera Suficiente para los CP.

|                                |   |
|--------------------------------|---|
| <b>Analista Responsable</b>    | Matías Rebozov   matiasrebozov@evaluadora.com   |
| <b>Consejo de Calificación</b> | Julieta Picorelli   Hernan Arguiz   Matías Rebozov  |
| <b>Manual de Calificación</b>  | Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Riesgo del Haber de Fondos Cerrados de Crédito y Fondos Fiduciarios |
| <b>Información Utilizada</b>   | Suplemento de Prospecto, Contrato, Estados Contables al 30 de Septiembre de 2018 y Flujo de Fondos del Fideicomiso            |

## **ANTECEDENTES DEL FIDUCIARIO**

PILAY S.A. se constituyó formalmente en el año 1979 con domicilio legal en la Provincia de Santa Fe.

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., empresa constructora local.

El Sistema PILAY implicó un cambio estratégico en el concepto de negocio. En vez de ofrecer al mercado la venta puntual de un departamento, se convocó a la gente a ahorrar invirtiendo en inmuebles, conciliando de tal manera las necesidades e intereses de distinto tipo de inversores.

En 2006, PILAY 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 central del país.

En el año 2009 la compañía promovió el Sistema PILAY en Uruguay junto con Campiglia Construcciones, grupo constructor líder de ese país. A tal fin desarrolló un fideicomiso financiero con emisión de valores de deuda y certificados de participación, actuando como fiduciario PILAY Uruguay AFISA.

En 2012, el directorio resolvió la creación del Programa Global de Fideicomisos Inmobiliarios denominado PILAY. Al año siguiente, la Comisión Nacional de Valores (CNV) aprobó dicho Programa con la participación de la sociedad como Fiduciaria en el Fideicomiso Financiero PILAY I.

En Marzo de 2014 se llevó a cabo el Aviso de Suscripción y en abril del mismo año se presentó una adenda con algunas modificaciones.

En Agosto del mismo año, el Fideicomiso Financiero PILAY I informó a la CNV la adquisición del primer terreno. El mismo se ubica en la ciudad de Santa Fe, departamento La Capital. PILAY adquirió el 89,44% indiviso de dicho terreno, mientras que Capitel S.A. adquirió el 10,56% indiviso a fines de aportar los fondos pertinentes para la construcción de cocheras, no previstas en el Suplemento de Prospecto.

En Noviembre de 2014, PILAY resolvió la modificación del Suplemento de Prospecto con el objetivo de prever la construcción de cocheras en los edificios a erigir, su financiamiento por terceros y que pueda corresponder al Fideicomiso la propiedad de una porción indivisa de un condominio sobre los edificios. En de Marzo de 2015 la CNV autorizó una segunda adenda.

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.

### **ANALISIS DE RIESGO**

El análisis de riesgo se efectuó de acuerdo con el Manual de Procedimientos y Metodología de Calificación de Riesgo del Haber de Fondos Cerrados de Crédito y Fondos Fiduciarios, registrado en la Comisión Nacional de Valores (CNV) por Evaluadora Latinoamericana S.A., Agente de Calificación de Riesgo.

### **CALIFICACIÓN DEL HABER DE LOS FONDOS CERRADOS DE CREDITO Y FONDOS FIDUCIARIOS**

#### **I. ANALISIS PREVIO**

La información con que cuenta el Agente de Calificación de Riesgo se considera suficiente para realizar los procedimientos normales de calificación.

#### **II. PROCEDIMIENTO POSTERIOR**

##### **II.A. Calificación Preliminar**

Objeto del Fideicomiso: hacer viable la participación de inversores en inmuebles a construir en el radio urbano de la ciudad de Córdoba, Provincia del mismo nombre, y ciudad de Rosario, Provincia de Santa Fe, a subdividir en propiedad horizontal. Los aportes de los suscriptores de los Valores Fiduciarios constituirán el patrimonio fideicomitado que se aplicará a la adquisición de los terrenos (en condominio con un Propietario de Cocheras), construcción y equipamiento de los edificios, para la posterior entrega de las unidades resultantes a los titulares de CP.



Vigencia del Fideicomiso: 25 años desde la fecha de emisión inicial. Dicha vigencia puede ser reducida como consecuencia de la precancelación total de los Valores Fiduciaros o prorrogada por acuerdo adoptado por una Mayoría de Beneficiarios.

Bienes Fideicomitados:

- Los importes integrados por los suscriptores de los Valores Fiduciaros.
- Los Inmuebles, desde su adquisición hasta la adjudicación.
- Los derechos correspondientes a los contratos de locación de obra.
- Los derechos correspondientes a los contratos de locación de servicios relativos a las obras.
- Los derechos correspondientes a los contratos de compraventa relativos a bienes que se incorporarán a los Inmuebles.
- Los fondos líquidos y el producido de su inversión.
- Los derechos de cobro sobre las pólizas de seguro a ser contratadas para cubrir las contingencias usuales de las operaciones previstas bajo el Fideicomiso.
- Los créditos por las Aportes Adicionales pendientes de integración, incluidos los realizados en concepto de mejoras solicitadas sobre las unidades.
- La cobranza en concepto de Aportes Adicionales.

El Patrimonio Fideicomitado constituye la única fuente de pago de los Valores Fiduciaros.

Valores de Deuda Fiduciaria:

Vencimiento Teórico: 54 meses desde la fecha de emisión, es decir, el 25 de Abril de 2021.

Vencimiento Final: último día hábil del mes en que se cumplan 300 meses, es decir, 25 de Octubre de 2041.

Interés: tasa variable equivalente a la Tasa de Referencia, más 800 puntos básicos anuales, con un máximo del 40% nominal anual sobre saldos de capital. Los intereses se pagan:

- El último día hábil del mes en que se cumplan 18 meses desde la fecha de emisión para el primer servicio de intereses.
- Para los siguientes servicios de intereses, el último día hábil del mes en que se cumpla cada período subsiguiente de 12 meses.

Tasa de Referencia: es la tasa BADLAR Privada. La misma es informada por el Banco Central de la República Argentina (BCRA).

Amortización: cuatro cuotas anuales, por los porcentajes máximos que se indican a continuación:

- 5% el último día hábil del mes en que se cumplan 18 meses desde la emisión.
- 20% el último día hábil del mes en que se cumplan los 30 meses desde la emisión.
- 25% el último día hábil del mes en que se cumplan los 42 meses desde la emisión.
- 50% el último día hábil del mes en que se cumplan los 54 meses.

**El día 27 de Abril de 2018 se procedió al pago del servicio N° 1 de los VDF.**

Certificados de Participación:

- Sub-Clase A-1: dichos CP dan derecho a sus titulares a la construcción y adjudicación de un departamento de 1 dormitorio en un radio determinado de la Ciudad de Córdoba, en tanto el titular cumpla con su obligación de pagar los Aportes Adicionales correspondientes.
- Sub-Clase A-2: los mismos dan derecho a sus titulares a la construcción y adjudicación de un departamento de 2 dormitorios en un radio determinado de la Ciudad de Córdoba, en tanto el titular cumpla con su obligación de pagar los Aportes Adicionales correspondientes.

- Sub-Clase B-1: dichos CP dan derecho a sus titulares a la construcción y adjudicación de un departamento de 1 dormitorio en un radio determinado de la Ciudad de Rosario, en tanto el titular cumpla con su obligación de pagar los Aportes Adicionales correspondientes.
- Sub-Clase B-2: los mismos dan derecho a sus titulares a la construcción y adjudicación de un departamento de dos dormitorios en un radio determinado de la Ciudad de Rosario, en tanto el titular cumpla con su obligación de pagar los Aportes Adicionales correspondientes.

| Concepto         | Cantidad  | Valor Nominal | Precio Colocación | Total*       |
|------------------|-----------|---------------|-------------------|--------------|
| VDF              | 5.000.000 | \$ 1          | \$ 0,88           | \$ 4.407.100 |
| CP Sub-Clase A-1 | 607       | \$ 1.000      | \$ 1.000,00       | \$ 607.000   |
| CP Sub-Clase A-2 | 278       | \$ 1.000      | \$ 1.000,00       | \$ 278.000   |
| CP Sub-Clase B-1 | 649       | \$ 1.000      | \$ 1.000,00       | \$ 649.000   |
| CP Sub-Clase B-2 | 658       | \$ 1.000      | \$ 1.000,00       | \$ 658.000   |

\*Valores Fiduciarios colocados al 29/11/2018.

**Aportes Adicionales:** en todas las Sub-Clases, la suscripción de los CP conlleva la obligación para su titular de realizar aportes adicionales al fideicomiso a fin de sufragar los gastos de este, los costos de adquisición del terreno y la realización de las obras. El fiduciario reserva todos los meses un 15% de los Aportes Adicionales efectivizados por los Beneficiarios de los CP a fin de asegurar el pago de los servicios de los VDF.

El Plan del Emprendimiento anexo al Contrato Suplementario indica el número y periodicidad de las cuotas en que se integrarán los Aportes Adicionales, el importe inicial de cada cuota a pagar hasta la entrega de la tenencia y su fórmula de ajuste por mayores costos (Cuota Espera), el importe de cada cuota que se devengue a partir del mes en que un titular reciba la tenencia de la correspondiente Unidad (Cuota Tenencia), las consecuencias en caso de incumplimiento en el pago de las Cuotas y el orden en que serán adjudicadas las Unidades.

El importe de cada Cuota se redeterminará mediante la variación informada por la Cámara Argentina de la Construcción, conforme su índice de variación de costos para un edificio tipo, en Capital Federal. Para el caso de comprobarse, mediante informe debidamente verificado por Auditor del Fideicomiso, que los incrementos operados en el costo de la construcción en el correspondiente período son superiores a los informados por la Cámara Argentina de la Construcción, el Fiduciario podrá redeterminar las cuotas según los resultados que arroje la fórmula paramétrica definida en el Plan del Emprendimiento.

A fin de asegurar el cumplimiento de la obligación de integrar los Aportes Adicionales, los CP están prendados desde su suscripción e integración a

favor del Fiduciario. En caso de incumplimiento, los correspondientes CP serán enajenados por el Fiduciario.

Falta de Pago de los Servicios: la falta de pago total o parcial de un servicio de Interés o Amortización, por insuficiencia de fondos fideicomitidos, no constituirá incumplimiento, continuando su devengamiento. El monto adeudado a los Beneficiarios en una determinada fecha de pago será pagado en la siguiente, en tanto el flujo de fondos lo permita. No obstante, en la fecha del vencimiento final de los VDF, el Fiduciario deberá pagar el saldo del valor nominal de los VDF en circulación sin condicionamiento alguno. La falta de cancelación de los VDF en la fecha de Vencimiento Final constituirá un Evento Especial.

Eventos Especiales: (i) falta de cancelación de los VDF en la fecha de vencimiento final; (ii) si la CNV cancelara la autorización para la oferta pública de los Valores Fiduciarios; (iii) ante la insuficiencia de los Bienes Fideicomitidos para afrontar los Gastos del Fideicomiso.

Como consecuencia del punto (i), cualquier titular de VDF podrá intimar al Fiduciario el pago de lo adeudado más un interés moratorio equivalente a una vez y medida el interés compensatorio de los VDF dentro de los 30 días hábiles siguientes. Vencido dicho plazo, quedan expeditas para todos los titulares de VDF las acciones judiciales de cobro.

Respecto del punto (ii), el Fideicomiso deberá hacerse cargo del mayor costo impositivo para el inversor derivado de tal situación, ante intimación de un titular de VDF. Respecto de los CP, los beneficiarios que representen por lo menos el 5% del valor nominal en circulación podrán solicitar al Fiduciario que convoque a una Asamblea de Beneficiarios para que por una Mayoría de Beneficiarios titulares de CP se adopte una resolución sobre el particular.

Por último, en el caso del punto (iii), el Fiduciario requerirá de una Mayoría de Beneficiarios una resolución al efecto.

Endeudamiento Adicional: es importante agregar que el Fiduciario puede, con el fin exclusivo de anticipar el ritmo constructivo, tomar endeudamientos adicionales. Los Beneficiarios prestan su conformidad por el mero hecho de suscribir VDF.

**Se evaluaron los siguientes factores respecto de los activos constitutivos del haber del Fondo:**

**1. Diversificación:** siendo que los activos del Fideicomiso son principalmente los importes integrados por los suscriptores de Valores Fiduciarios y los créditos por aportes adicionales de los tenedores de CP, se analiza la diversificación con respecto a los Fiduciantes.

El Fideicomiso fue estructurado previendo la incorporación de un total de 15.000 fiduciantes que conformen subgrupos con su respectiva secuencia de asignaciones, hasta agotar los CP a colocar.

Para la Clase A, el Fideicomiso PILAY II prevé la adhesión de 6.000 Fiduciantes, distribuidos en 3.500 que opten por la construcción de departamentos de un dormitorio (Sub-Clase A-1) y 2.500 Fiduciantes que opten por la edificación de departamentos de dos dormitorios (Sub-Clase A-2).

Para la Clase B se prevé el ingreso de 9.000 Fiduciantes, distribuidos en 3.500 que elijan la opción Sub-Clase B-1 (un dormitorio) y 5.500 que opten por la opción Sub-Clase B-2 (dos dormitorios).

Los mismos recibirán sus unidades siempre que hayan cumplido estrictamente con los pagos contemplados. Los Fiduciantes acceden a sus unidades mediante dos modalidades de asignación:

- Asignación por mayor aporte dinerario adelantado.
- Asignación por mayor puntaje.

El 50% de las unidades se adjudicarán por la primera metodología y el 50% restante por la segunda. El Fiduciario puede, de estimarlo conveniente para la promoción del Fideicomiso, incorporar como tercera metodología de asignación un sorteo ante escribano público, en una proporción no mayor al 34 % de las unidades a asignar. El remanente no adjudicado por sorteo se distribuirá en porcentajes iguales entre las primeras dos modalidades mencionadas.

Se estima que cada subgrupo de quinientas personas pertenecientes a cualquiera de las sub-clases, tenga la secuencia de asignaciones correspondiente al siguiente cuadro:

|                 |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |    |
|-----------------|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|----|
| <b>Año</b>      | 1  | 2  | 3  | 4  | 5  | 6  | 7  | 8  | 9  | 10 | 11 | 12 | 13 | 14 | 15 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 |
| <b>Unidades</b> | 12 | 14 | 14 | 16 | 16 | 18 | 18 | 20 | 20 | 24 | 24 | 26 | 28 | 30 | 32 | 34 | 36 | 38 | 40 | 40 |

Los plazos arriba mencionados para las asignaciones comenzarán a computarse a partir del momento en que el Fideicomiso cuente al menos con dos subgrupos de 500 Fiduciantes. Si transcurrido el plazo de 18 meses desde la fecha de emisión no se hubieran constituido los dos subgrupos, se comenzarán igualmente las asignaciones reduciendo proporcionalmente el número de unidades a asignar de acuerdo con la cantidad de Fiduciantes que hayan ingresado a esa fecha.

El esquema del fideicomiso también prevé la renuncia o sustitución de los Fiduciantes. Estos, cualquiera sea la categoría, tienen la libertad de poder

renunciar al Fideicomiso en el momento en que lo deseen mediante la cesión de sus CP con un preaviso de 30 días.

El Fiduciario posee el mandato legal suficiente por el plazo de duración del fideicomiso para transferir a terceros los CP y aportes adicionales correspondientes a los Fiduciantes que se aparten del Fideicomiso por falta de pago o renuncia.

En consecuencia, se considera Favorable la diversificación de los activos del fondo.

**2. Calidad:** la calidad de los activos del fideicomiso se puede considerar a través de las obligaciones del Fiduciario, de los Fiduciantes titulares de los CP, del Propietario de las Cocheras, quien afronta los costos constructivos de las mismas, y del Contratista Principal encargado de la construcción de los inmuebles, principal activo del fondo.

Obligaciones del Fiduciario: el Fiduciario ejercerá todos los derechos, facultades y privilegios inherentes a la propiedad fiduciaria respecto del Patrimonio Fideicomitado para administrar, desarrollar, llevar adelante, concretar, terminar y realizar los emprendimientos inmobiliarios que constituyen la finalidad del Fideicomiso. El Fiduciario desempeñará las siguientes tareas con relación al emprendimiento: diseñar la estrategia y el Plan del Emprendimiento, ejecutarlo, estructurar y llevar a cabo las transacciones de adquisición de Inmuebles o derechos sobre los mismos, seleccionar y contratar profesionales, contratistas o proveedores de bienes y servicios, la negociación y suscripción de los contratos que se requieran para dicho fin así como la supervisión de las tareas llevadas a cabo por dichas personas y celebrar contratos de locación de obras con las empresas constructoras que designe.

El Fiduciario, a su vez, está facultado de percibir del Fiduciante un interés en caso de mora, equivalente a la tasa activa que durante dicho período cobre el Banco de la Nación Argentina. Tres cuotas consecutivas impagas pueden ser motivos de exclusión, previa intimación fehaciente.

Obligaciones del Propietario de las Cocheras (o conjunto de ellos, incluyendo a los mismos Contratistas Principales):

- a. Adquisición de una porción indivisa del inmueble y construcción sobre el mismo de cocheras.
- b. Transferencia de estas en primera instancia a los titulares de CP que ejerzan la opción de adquirirlas, o a terceros en la medida que existan cocheras remanentes o que quedasen disponibles por incumplimiento de un titular de CP en la adquisición de estas.

c. Respetar el convenio celebrado con el Fiduciario, cuyas líneas generales se detallaron anteriormente.

Obligaciones de los Fiduciantes: las principales obligaciones de estos son:

- a. Integrar el derecho de admisión al Fideicomiso.
- b. Contribuir y aportar los fondos necesarios para el costo total de las obras y los gastos del Fideicomiso.
- c. Sustituir la obligación de pago por tantas Cuotas de Tenencia mensuales y consecutivas le falten, luego de la entrega de la unidad.
- d. Integrar, además de las Cuotas correspondientes a su rol, las Cuotas de Aguinaldo. Su importe es equivalente al de la Cuota Espera vigente al momento del pago.

Para mayor detalle ver Suplemento de Prospecto, página 68.

Obligaciones del Contratista Principal: teniendo en cuenta que la construcción de los inmuebles en los plazos previstos es una variable clave en las bases financieras del Fideicomiso, es fundamental minimizar los riesgos eligiendo empresas constructoras sólidas y confiables que aseguren el respeto de esos plazos. A cargo del Fiduciario y/o de Capitel S.A en la Ciudad de Córdoba y de Bauen Arquitectura S.R.L. en Rosario, estará la conducción técnica de las obras, elaboración de los proyectos y ejecución de las obras a construir, en la medida que coticen a valores de mercado y sin superar los parámetros de costo contemplados en las bases matemáticas del fideicomiso financiero.

Para mayor detalle ver Suplemento de Prospecto, página 70.

Rentabilidad Teórica Proyectada: se estima una TIR para el inversor del 7,8% considerando que el mismo debe realizar 240 aportes mensuales (calculado al valor de los aportes del mes de Noviembre de 2018 en términos reales).

El cálculo incluye el mes a partir del cual se otorga la tenencia del departamento y comienza a devengarse la Cuota Posesión. A dicha cuota se le deduce el valor teórico de un alquiler (bien sea por que el inversor lo alquila o por el ahorro de alquiler que genera tener una unidad disponible). En términos de rentabilidad esto tiene un efecto neutro siempre que el valor del alquiler sea equivalente a la diferencia entre la Cuota Espera y Posesión.

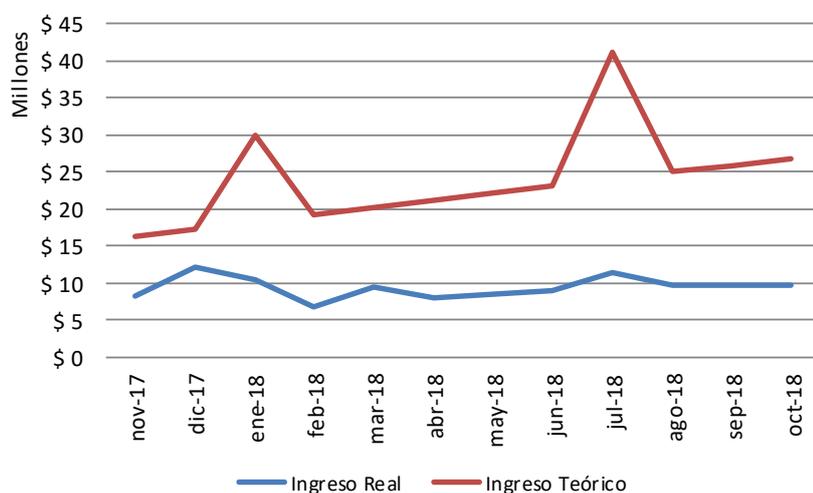
Vale agregar que la entrega en propiedad plena del departamento se realiza el mes siguiente al que el inversor termine de abonar los 240 aportes comprometidos.

La Rentabilidad Teórica Proyectada puede verse afectada si: i) el valor de mercado de los alquileres no es equivalente a la diferencia entre la Cuota

Espera y Posesión; ii) si la variación del costo constructivo a partir del cual se redeterminan los aportes difiere de la variación del valor del mercado del departamento.

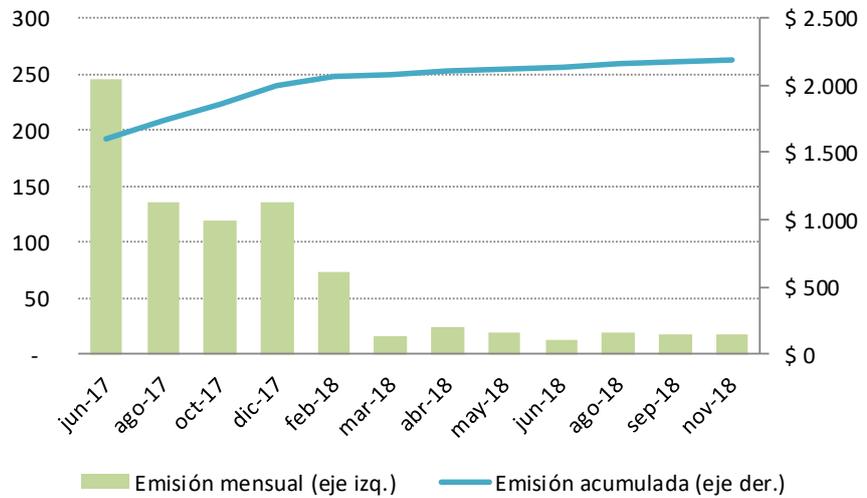
En consecuencia, se considera Favorable la calidad de los activos del fondo.

**3. Predictibilidad:** los flujos de ingresos teóricos correspondientes al Fideicomiso Financiero PILAY II se estimaron en base a los valores de Cuotas Espera y Tenencia calculados a Febrero de 2016 y considerando un total de 250 CP a colocarse por mes (escenario base). Los ingresos se componen, además de la suscripción de títulos emitidos, de aportes adicionales y rentas por inversión. Los ingresos reales no incluyen inversiones financieras.

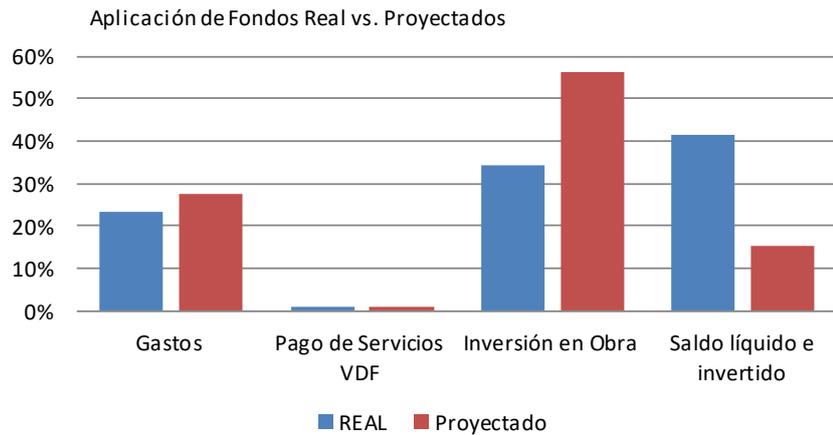


Es importante agregar que cualquier incremento correspondiente a los costos modifica las Cuotas de los Fiduciantes. El contrato entre el Fiduciario y el Fiduciante determina explícitamente que el valor de la cuota se debe ajustar por el índice de variación de costos para un edificio tipo, publicado por la Cámara Argentina de la Construcción (para mayor detalle ver el Suplemento de Prospecto, página 69).

En el siguiente gráfico se observa el flujo real de ingresos. El eje izquierdo muestra la cantidad de CP emitidos y el eje derecho la emisión acumulada en miles de pesos:



Por último, el siguiente gráfico muestra la comparación entre la aplicación de fondos real versus la proyectada al 31 de Octubre de 2018:



Por lo expuesto, se considera Neutra la predictibilidad de los flujos generados por los activos del fondo.

**4. Cobertura del Servicio de la Deuda:** se estimaron escenarios de mínima, base y máxima donde se sensibilizan los flujos en función de supuestos de incobrabilidad y aumento de costos.

En un escenario base y en un escenario negativo con moderado descenso de ingresos, el fideicomiso mantiene un saldo positivo que el administrador podría utilizar para aplicar al sistema en caso de que se necesitaran ingresos adicionales. Solamente bajo un escenario muy pesimista, el administrador fiduciario no recibe ningún ingreso, aunque, de todas maneras, la construcción de los inmuebles no se vería afectada debido a que las cuotas de los Fiduciantes se ajustan por los aumentos de costos.

Valores de Deuda Fiduciaria:

El Agente de Calificación de Riesgo considera Holgada la cobertura del servicio de los Valores de Deuda Fiduciaria emitidos por el Fideicomiso.

De acuerdo con la siguiente matriz, la calificación preliminar de los Valores de Deuda Fiduciaria se ubica en Categoría A, producto de una Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad en Nivel 1 y de una Calificación de la cobertura de servicio de deuda como Holgada.

| <b>MATRIZ DE CALIFICACION PRELIMINAR</b>                            |   |          |            |          |              |
|---|---|----------|------------|----------|--------------|
| Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad | Calificación de la Cobertura del Servicio de la Deuda |          |            |          |              |
|   | Muy Holgada   | Holgada  | Suficiente | Ajustada | Insuficiente |
| <b>Nivel 1</b>  | A   | <b>A</b> | B          | C        | D            |
| Nivel 2   | A   | B        | B          | C        | D            |
| Nivel 3   | B   | C        | C          | D        | D            |

Certificados de Participación Sub-Clase A-1, Sub-Clase A-2, Sub-Clase B-1 y Sub-Clase B-2:

El Agente de Calificación de Riesgo considera Suficiente la capacidad de cumplir los compromisos para los Certificados de Participación emitidos por el Fideicomiso.

De acuerdo con la siguiente matriz, la calificación preliminar de los Certificados de Participación se ubica en Categoría B, producto de una Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad en Nivel 1 y de una Calificación de la cobertura de servicio de deuda como Suficiente.

| <b>MATRIZ DE CALIFICACION PRELIMINAR</b>                            |   |         |                   |          |              |
|---|---|---------|-------------------|----------|--------------|
| Calificación conjunta de Diversificación, Calidad y Predictibilidad | Calificación de la Cobertura del Servicio de la Deuda |         |                   |          |              |
|   | Muy Holgada   | Holgada | <b>Suficiente</b> | Ajustada | Insuficiente |
| <b>Nivel 1</b>  | A   | A       | <b>B</b>          | C        | D            |
| Nivel 2   | A   | B       | B                 | C        | D            |
| Nivel 3   | B   | C       | C                 | D        | D            |

**II.B. Existencia de Garantías u Obligaciones Especiales**

No existen garantías u obligaciones especiales.

### **II.C. Calificación Final**

Se consideraron adecuados los criterios de inversión, la idoneidad de los administradores y las políticas de inversión y sus objetivos.

### **CALIFICACION FINAL**

Se mantiene la calificación A a los Valores de Deuda Fiduciaria y la calificación BBB+ a los Certificados de Participación Sub-Clase A-1, Sub-Clase A-2, Sub-Clase B-1 y Sub-Clase B-2 del Fideicomiso Financiero PILAY II.

---

#### DEFINICIÓN DE LA CALIFICACIÓN OTORGADA

**A:** aquellos fondos cuyos haberes presentan una muy buena capacidad de pago de las cuotas o participaciones en los términos y plazos pactados y cuya calificación se encuentra en el rango inferior de la Categoría A.

**BBB+:** aquellos fondos cuyos haberes poseen una buena capacidad de pago de las cuotas o participaciones, aunque el haber se encuentra compuesto por algunos riesgos o créditos superiores a los normales o presenta algunos problemas que pueden solucionarse en el corto plazo y cuya calificación se encuentra en el rango superior de la Categoría B.

#### INFORMACIÓN UTILIZADA

- Avisos de Suscripción y Prórrogas, Resultados de Colocación e Información Complementaria.
- Estados Contables del Fideicomiso Financiero al 30 de Septiembre de 2018.
- Proyecciones de ingresos y egresos del modelo del Fideicomiso Financiero PILAY II.
- Suplemento de Prospecto del Fideicomiso Financiero PILAY II.
- [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar) | Comisión Nacional de Valores.

A la fecha, el Agente de Calificación de Riesgo no ha tomado conocimiento de hechos que impliquen una alteración significativa de la situación económica financiera del Fiduciario o los Fiduciantes 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 el Fiduciario y los Fiduciantes se ha tomado como verdadera, no responsabilizándose el Agente de Calificación de Riesgo de los errores posibles que esta información pudiera contener.

Este Dictamen de Calificación no debe considerarse una recomendación para adquirir, negociar o vender los Títulos emitidos o a ser emitidos, sino como una información adicional a ser tenida en cuenta por los tenedores actuales o futuros de los títulos.