

Fitch confirma ON Clase I en CCC(arg) y asigna BBB(arg) a las ON Clase II y III a emitir por Emgasud

4 de noviembre de 2010

Fitch confirma en CCC(arg) la calificación de las ONs Garantizadas Clase I por hasta US\$ 150 MM emitidas por Emgasud S.A. y asigna BBB(arg) a las ON Clase II y Clase III por un total de hasta US\$160 millones con vencimiento final en Sept'2017 a emitir por Emgasud S.A. Estas últimas calificaciones están sujetas al éxito de su emisión y poseen Perspectiva Estable. El producido de las ONs Clase II por hasta US\$ 81.9 millones y ONs Clase III por hasta US\$ 84.6 millones, en conjunto por hasta US\$160 millones, con vencimiento final en Sept'2017 a emitir por Emgasud S.A. será utilizado para pre-cancelar el saldo remanente de las ON Clase I por US\$ 82 MM y los correspondientes intereses devengados no pagados de las mismas así como para financiar parcialmente los parques eólicos localizados en Rawson (Prov. de Chubut) recientemente adjudicados bajo la licitación de energías renovables. La emisión de dichas ONs permitirán alinear la generación interna de fondos esperada con los vencimientos de deuda de Emgasud S.A. (en adelante Emgasud o la compañía). La calificación de las ONs Garantizadas Clase I por hasta US\$ 150 MM emitidas por Emgasud S.A. considera el deterioro de flujos disponibles para el repago de dichos títulos y la existencia de una cuenta de reserva que permitiría afrontar en su mayor parte los próximos servicios de deuda. Fitch considera que de no resultar exitosa la emisión de las ONs Clase II y Clase III, la flexibilidad financiera continuará comprometida ante el significativo plan de inversiones relacionado con el proyecto de energías renovables. En caso contrario, las ON Clase I serán canceladas en su totalidad en la fecha de integración. -Hechos Recientes y Desempeño Financiero Proyectado Emgasud Renovables S.A. (ERSA, 100% de Emgasud) ha sido adjudicada para la construcción, instalación y puesta en marcha y operación y mantenimiento de dos granjas eólicas en Rawson por un total de 80 MW, dos granjas eólicas en Puerto Madryn por un total de 100 MW y una central térmica dual a gas natural y biocombustible en Paraná por 34 MW. Fitch consideró que el proyecto Rawson fue totalmente cedido por ERSA a Emgasud, quien llevará adelante la construcción y operación y mantenimiento del mismo y se beneficiará de los ingresos y generación de fondos del proyecto. A tal fin Emgasud emitirá los bonos calificados, que se benefician de las cesión hasta ciertos montos de los flujos de ingresos de EDII y del proyecto y cuyos términos y condiciones limitan la deuda total e inversiones permitidas, restringen los pagos de dividendos y prohíben la existencia de cláusulas de incumplimiento cruzado entre la deuda de Emgasud y la deuda de las compañías del grupo o subsidiarias de proyecto. Según esto último, la eventual financiación con deuda de terceros por parte de ERSA (definida como subsidiaria de proyecto) de los proyectos adjudicados (con excepción de Rawson) no tendrá recurso contra Emgasud ni gatillara un evento de incumplimiento de ninguna deuda de Emgasud. Emgasud continuará mostrando un flujo libre negativo hasta el año 2012, sin embargo a partir de la emisión de las ON Clase II y ON Clase III la compañía restablecerá su flexibilidad financiera y alinearé su generación de caja con los compromisos de pago asumidos bajo el proyecto Rawson y los vencimientos de dichas ONs. El EBITDA proyectado para el año 2011 es US\$ 67 millones aumentando a US\$ 87MM en el año 2012 para luego disminuir hasta US\$ 50 MM en 2013 y US\$ 40 MM en adelante, asumiendo que el proyecto eólico empieza a producir energía en el año 2012 y los contratos de EDII no son extendidos a su vencimiento. Bajo este escenario y sin considerar sobrecostos del proyecto eólico, la compañía logrará revertir su flujo de caja negativo en el año 2012. Asumiendo la finalización del proyecto, la cobertura de servicio de deuda promedio fue estimada en 1.5 veces (x) en un escenario conservador y de 1.4 x en un caso más adverso de producción de energía. En el escenario conservador el ratio deuda/EBITDA se reduce hasta 1.8 x en el año previo a la amortización total del bono con coberturas ajustadas en los años 2014-2016 (1.03x). En un escenario

estrés con retrasos en la puesta en marcha, la cobertura de servicio de deuda no cambia sustancialmente respecto del último caso, sin embargo la compañía necesitaría financiación adicional a partir del año 2014. En todos los casos se asume que la compañía retiene la caja acumulada durante los años iniciales (2011-2013) para afrontar los servicios de deuda en los últimos 3 años de vencimiento de los títulos. La liquidez proviene de la emisión de las ONs Clase III, de los fondos liberados de la cuenta de reserva de las ON Clase I y de los excedentes de caja a partir del año 2012. Las limitaciones financieras existentes en los términos y condiciones protegen la caja de la compañía y limitan la deuda adicional e inversiones permitidas, así como impiden la existencia de cláusulas de endeudamiento cruzado en cualquier deuda de la compañía con otras deudas de compañías controladas. -Perspectiva y Factores de Riesgo Considerados

1. La Perspectiva estable refleja la expectativa de Fitch que Emgasud luego de la emisión de las ON Clase II y III contará con manejables vencimientos de deuda acordes con un EBITDA que se estabilizará durante el periodo de amortización de dichos bonos en US\$40 MM, en ausencia de renovación de los contratos de EDII.
2. Respecto de EDII, retraso en las cobranzas; Relocalización por parte de ENARSA de alguna de las centrales de ED; y/o extensión/ampliaciones de los contratos podrían gatillar cambios en la calificación.
3. Respecto al proyecto Rawson, el mismo enfrenta un riesgo de construcción moderado, bajo riesgo de operación por la existencia de un contrato de operación y mantenimiento a precio fijo con el desarrollador (Vestas) por 5 años e inexistencia de riesgo volumen y precio dado por un contrato de venta de energía a precio fijo en dólares por al menos 13 años (7 años de cola desde el vencimiento de los bonos en 2017).
4. La finalización del proyecto Rawson es esencial a los fines del repago de las ONs. Ante el caso extremo de no finalización del proyecto Rawson, el repago de los títulos dependerá exclusivamente de la generación de fondos de EDII, cuyos contratos finalizan antes del vencimiento de los títulos. Adicionalmente aun cuando las penalidades por retraso del contrato de venta de energía estén calzadas con las del contrato de construcción, un retraso normal de 3 a 6 meses en la puesta en marcha afectará negativamente el EBITDA estimado para el repago.

Emgasud S.A. es una compañía energética integrada que opera activos regulados y desregulados en Argentina con operaciones en transporte y distribución de gas natural; comercialización de gas natural y capacidad de transporte de gas natural y generación de energía eléctrica. Actualmente la unidad de negocios de generación de energía eléctrica es la unidad de negocios de mayor importancia en términos de ventas y de generación de fondos, operando 200 MW de generación térmica, la cual a Jun'10 generó ingresos por \$ 190 MM (80% del total) y EBITDA de \$112 millones (90% del total). El remanente de ingresos y EBITDA es aportado por el transporte regulado y comercialización de capacidad de transporte de gas natural. A la fecha, los principales accionistas de Emgasud S.A. son Fides Group con el 42.45% del capital accionario y AEI Utilities, S.L. (AEI) con el 42.73% de participación en el capital accionario de la compañía. Emgasud S.A. posee el control de las siguientes compañías: Emgasud Renovables S.A., Enersud Energy S.A., IWS Energy Service S.A. e Ingentis II Esquel S.A. El informe correspondiente se encuentra disponible en el website de Fitch Argentina www.fitchratings.com.ar. Contactos: Analista Principal Cecilia Minguillón Senior Director +54-11-5235-8123 Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A. Sarmiento 663 – 7° piso – C1041AAM Capital Federal – Argentina Analista Secundario Federico Sandler Associate Director 5411-5235-8100 Relación con los medios: Laura Villegas – Buenos Aires – 5411 52358139 – laura.villegas@fitchratings.com Información adicional disponible en www.fitchratings.com y www.fitchratings.com.ar