

Fitch asigna A+(arg) a las ON Garantizadas a emitir por Emgasud

7 de enero de 2009

Fitch asignó la Categoría A+(arg) a las ONs Garantizadas Clase 1 por hasta US\$150MM a emitir por Emgasud S.A. (Emgasud). Asimismo, se asignó Perspectiva Estable. La calidad crediticia de Emgasud descansa en el desempeño financiero proyectado y el portafolio de activos existentes durante la vida de las ONs. La calificación asignada a los títulos a ser emitidos por la compañía se beneficia, entre otras garantías, de la cesión de un determinado monto de los pagos a efectuar mensualmente por CAMMESA bajo los contratos de abastecimiento. La calificación se encuentra limitada por el riesgo regulatorio y la exposición a CAMMESA. El perfil crediticio de Emgasud estará determinado por el negocio de generación de energía eléctrica (más del 90% del EBITDA esperado en 2009) una vez completada la construcción y puesta en marcha de las centrales eléctricas bajo el Proyecto Energía Distribuida II (EDII). Este proyecto por US\$ 114 MM consiste en la instalación y puesta en marcha de 241 MW de capacidad distribuida en 7 centrales eléctricas. El inicio de operaciones está programado en etapas para completarse en abril de 2009; al momento, está totalmente fondeado y ha sido financiado con préstamos bancarios garantizados por US\$64.3 MM, préstamos del accionista por US\$3 MM, leasing por US\$6MM, otras deudas bancarias por US\$10 MM y aportes de capital por US\$32 MM. El desempeño operativo esperado de Emgasud bajo los supuestos adoptados en un escenario conservador indicaría un nivel de EBITDA anual consolidado que rondará en US\$ 130 MM durante la vida de los bonos, mientras el apalancamiento tocaría un techo luego de la emisión de ONs para bajar, una vez completado el primer año de operaciones, hasta menos de 1.0x. Fitch ha evaluado diferentes escenarios alternativos incorporando un rango de precios de gas natural y despacho de electricidad que dio como resultado coberturas de deuda que permanecen dentro de límites adecuados y consistentes con la calificación. Al 30/Sept/08 la estructura de capital de Emgasud comprendía un total de deuda financiera por US\$ 90 MM (50% de deuda financiera sobre capitalización total). La deuda financiera consistía en dos préstamos bancarios sindicados en pesos por un total de US\$25MM, financiación de importaciones por US\$ 44.3 MM, leasing financieros por US\$6 MM y otras deudas por US\$15MM. Las ON Clase I se encuentran garantizadas por dos fideicomisos. El primero, llamado fideicomiso en garantía, tendrá una cuenta de reserva que se fondeará: i) con el producido de la colocación, por un monto igual al primer pago de intereses pagadero en jun'09; y ii) mensualmente a partir de mayo de 2009 inclusive, con el monto de transferencia mensual. El monto de transferencia mensual es fijo y será determinado al monto de la emisión sobre la base a la tasa de corte y el monto emitido. Este monto será pagadero directamente por CAMMESA a la cuenta fiduciaria y asegura que 30 días antes de cada fecha de pago de capital e intereses haya fondos en la cuenta de reserva equivalentes a por lo menos 1,2 veces el monto a pagar en esa fecha de pago. Adicionalmente, cuando el monto acumulado en la cuenta de reserva sea superior a 1,2 veces al monto a pagar en la totalidad de las restantes fechas de pago, y no exista un evento de incumplimiento, el fiduciario instruirá a CAMMESA a que pague directamente a la empresa. Por lo tanto, en la última fecha de pago de las ON, una vez que se alcance 1,2 veces el monto a pagar en la última fecha de pago, CAMMESA le pagará totalmente de los derechos de cobro a Emgasud. El segundo fideicomiso, llamado fideicomiso en garantía ante incumplimiento, recibirá la totalidad de los pagos que efectúe CAMMESA en caso de que se declare un incumplimiento de las ONs. El producido de las ONs Clase I por hasta US\$150 MM con vencimiento en dic'11 será aplicado a fondear la cuenta de reserva con una vez el próximo servicio de intereses pagadero en jun'09, repagar deuda bancaria garantizada por US\$ 64.3 MM y ampliar la capacidad de transporte de gas natural para alimentar a las centrales. Factores relevantes adicionales considerados: • Moderado riesgo de construcción, mitigado por tratarse de tecnología simple y probada provista por proveedores internacionales líderes y la existencia de una cuenta de reserva con el monto correspondiente a la

primera cuota de intereses bajo las ON pagadero en jun'09. • Ingresos por potencia, energía y operación, y mantenimiento en dólares fijados contractualmente por 3 años (con opción a extender por 2 períodos de 2 años cada uno). Si Emgasud no obtuviera gas natural y ENARSA no proveyera a la compañía de combustible líquido, la compañía recibiría los pagos por potencia disponible que ascenderían a US\$ 100 MM al año, asumiendo una disponibilidad de capacidad del 92%. • Riesgo de operación mitigado por contratos de Operación y Mantenimiento (O&M) celebrados con ProEnergy Services International Inc. (Proenergy). Asimismo, la compañía se encuentra en avanzadas negociaciones para celebrar un contrato con el principal proveedor de tecnología de las centrales adquiridas. Las condiciones finales de dicho contrato van a incidir en la operatoria de la planta. • Concentración de riesgo contraparte. Si bien EMGASUD posee otras operaciones separadas del sector eléctrico, una vez completado el proyecto de EDII la generación de fondos del negocio de generación de electricidad representará más del 90% del EBITDA, de los cuales el riesgo contraparte está concentrado en CAMMESA. CAMMESA depende fuertemente de la Secretaría de Energía y del Gobierno Nacional para financiar los sobrecostos resultantes del sistema eléctrico. • Adecuado paquete de garantías y limitaciones, entre los que se destaca la imposibilidad de distribuir dividendos hasta tanto no haber cancelado por lo menos el 60% del monto vigente de las ONs. • La dependencia de experiencia del actual Presidente de la compañía es un factor crítico para asegurar un adecuado desempeño operativo en el futuro. Sin embargo, la entrada de AEI a Emgasud le otorgaría otra dimensión a las operaciones. Fitch monitoreará la estrategia financiera del grupo y el rol de Emgasud en virtud del contrato de accionistas celebrado. Emgasud S.A. es una compañía energética integrada que opera activos regulados y desregulados en Argentina. Históricamente sus actividades se circunscribieron a los negocios de transporte, distribución, comercialización y capacidad de transporte de gas natural, y construcción de gasoductos de alta presión y de redes de distribución de gas. A partir de 2008, la compañía inició las operaciones de la central térmica Pinamar (Proyecto Energía Distribuida I) y la central térmica Río Mayo que junto con otros proyectos en ejecución –incluido Energía Distribuida II– aportarán en los próximos años la mayor parte de la generación de fondos de la compañía. Emgasud S.A. es controlada por Fides Group en un 50.49% (A. Ivanissevich, 87.72%, N. Ivanissevich, 2.28% y Energy Development LLC 10%). El restante 43.1% se encuentra concentrado en AEI Utilities, S.L. (AEI) (31.89%) y Andreas Keller Sarmiento (11.24%). Entre estos tres accionistas suman el 93.6% del capital accionario y de los votos de la compañía. Otros accionistas minoritarios poseen el 6.38% del capital accionario. El informe correspondiente se encuentra disponible en el website de Fitch Argentina www.fitchratings.com.ar. Contactos: Cecilia Minguillón - Patricio Benegas: 5411-5235-8100.