FIX asignó en BBB+(arg) a las ON por hasta USD265MM a ser emitidas por MSU Energy S.A.

29 de abril de 2020

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings), en adelante FIX, confirmó en **BBB+(arg)** la calificación de emisor de **MSU Energy S.A.** y de las Obligaciones Negociables por hasta USD 650 millones emitidas por la compañía. Asimismo asignó en BBB+(arg) a las Obligaciones Negociables por hasta USD 265 millones a ser emitidas por MSU Energy. La perspectiva de las calificaciones es **Estable.**

Factores relevantes de la calificación

FIX mantiene la Perspectiva Estable de MSU Energy S.A. debido a que la compañía posee el 100% de sus ingresos derivados de contratos de abastecimiento de largo plazo en dólares, que le otorgan previsibilidad. FIX no contempla para la calificación modificaciones en los contratos de largo plazo de compra de electricidad, los cuales serían eventos que serán evaluados en caso de ocurrencia. La compañía está por completar la conversión a ciclos combinados de sus tres centrales, con todos los equipos ya instalados y en la etapa de pruebas, con un grado de avance del 98%, y que entrarían en operaciones entre mayo y julio 2020, que le permitirían duplicar su EBITDA, llevándolo a unos USD 200 MM anuales.

CAMMESA es la principal contraparte de las empresas del sector. El congelamiento de tarifas unido a la dificultad en las cobranzas por parte de las distribuidoras amplifica la dependencia de CAMMESA de las transferencias del gobierno nacional para cumplir con sus compromisos. Con las fuertes restricciones fiscales por efecto del COVID-19, esto expone a las empresas del sector a mayores retrasos en los pagos de CAMMESA, presionando su capital de trabajo. El plazo de pago se incrementó a más de 75 días desde los 50 días promedio durante 2019. FIX estima que un retraso de otros 30 días exigiría a MSU Energy financiar unos USD 11 MM adicionales de capital de trabajo.

El flujo de ingresos proviene en su mayor parte de las ventas por disponibilidad bajo un contrato con CAMMESA en dólares, por 10 años para los ciclos abiertos (450 MW entre las 3 centrales) con vencimiento en 2027. Adicionalmente, la compañía posee un contrato de venta de electricidad por 15 años para el ciclo combinado (300 MW adicionales) cuya habilitación comercial está prevista para mediados de 2020. FIX estima el EBITDA bajo el ciclo abierto en USD 100 millones, y a partir del cierre de ciclo en USD 200 millones. Entre abril y julio 2019 entró en operaciones la cuarta turbina de cada central (en total 150 MW adicionales).

La calificación también refleja el breve historial operativo de las 3 centrales. Como mitigante, las mismas utilizan tecnología probada, con un contrato con el proveedor que comprende mantenimiento de las turbinas, provisión completa de partes y repuestos, y un nivel de disponibilidad del 97%, acorde a la comprometida con CAMMESA, lo cual favorece la estabilidad de los costos de mantenimiento. En el último año la disponibilidad fue del 99,9% en las 3 centrales.

El nivel de apalancamiento de la compañía es muy elevado respecto a comparables del sector, con un ratio deuda/EBITDA a dic´19 de 8,2x (medido en dólares). Este ratio debería reducirse a valores cercanos a 4,0x hacia 2021, cuando los ciclos combinados estén totalmente operativos. La compañía planea la emisión de una nueva ON por hasta USD 265 MM con el objetivo de cancelar la ON privada por USD 250 MM y reducir el costo de financiamiento. La nueva ON amortiza el último pago de capital en feb´24 y tiene amortizaciones trimestrales de capital a partir de nov´21. La nueva ON se encuentra

garantizada por prenda sobre ciertos activos relacionados al proyecto de expansión, cesión fiduciaria de los derechos de cobro bajo los PPA de ciclos combinados y prenda de acciones de la compañía, con la consiguiente limitación a la flexibilidad financiera del emisor. La liquidez de la compañía a dic´19 era algo ajustada, con Caja y equivalentes por USD 21 MM. A fines de 2020 queda pendiente el pago del financiamiento otorgado por GE, el proveedor de los equipos, que asciende a unos USD 100 MM. Considerando un escenario con mayores retrasos en los pagos de CAMMESA que los actuales 75 días, FIX estima que MSU Energy necesitará deuda adicional por unos USD 45 MM para hacer frente a estos compromisos, USD 15 MM de los cuales los conseguiría con la nueva emisión.

Sensibilidad de la calificación

Factores que podrían derivar en bajas de calificación:

- Retrasos en la ejecución de los cierres de ciclo que podrían presionar la liquidez.
- Cambios regulatorios o de la situación de CAMMESA para cumplir con sus compromisos.
- Cambios en los costos y el nivel de despacho previstos que afecten la rentabilidad.

Factores que podrían derivar en subas de calificación:

- La entrada en operaciones de los ciclos combinados, con un historial operativo de 12 meses y niveles de disponibilidad, uso de combustible, niveles de despacho y nivel de costos acordes a los previstos, y tras haber completado los pagos al proveedor de los equipos.
- Cambios en la estructura de capital que involucren un menor apalancamiento.

Contactos:

Analista Principal:

Pablo Cianni

Director Asociado

pablo.cianni@fixscr.com

+5411 5235-8146

Analista Secundario:

Gabriela Curutchet

Director Asociado

gabriela.curutchet@fixscr.com

+5411 5235-8122

Responsable Sector:

Cecilia Minguillón

Senior Director

cecilia.minguillon@fixscr.com

+5411 5235-8123

Relación con los Medios: Diego Elespe, Head Comercial y de Desarrollo de Negocios

diego.elespe@fixscr.com

+5411 5235-8100

Notas Relacionadas y Metodología Aplicable:
Fix utilizó el Manual de Calificación de Empresas presentado ante la *Comisión Nacional de Valores* (disponible en www.cnv.gob.ar).

El informe correspondiente se encuentra disponible en nuestra web "www.fixscr.com".

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÒN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA "FIX", ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: 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. 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.

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 afirmo 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 son riesgos 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 substituto 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, pero no 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.