FIX confirmó las calificaciones de emisores del sector eléctrico

26 de junio de 2020

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” - decidió revisar las calificaciones de los emisores que operan en el sector eléctrico, debido al incremento del riesgo regulatorio y de contraparte a raíz de las mayores restricciones fiscales que enfrenta el gobierno nacional para cubrir el déficit del sector eléctrico, que a marzo’20 era del 35% del costo del sistema. También se incrementó el riesgo de descalce de moneda tras la pesificación de la remuneración base con la Res.31/20.

En 2020, los cambios regulatorios para reducir los costos del sistema incluyeron: la pesificación de la remuneración de la energía base (67% de la energía total del sistema), reducción de la remuneración de potencia en un 15% para la generación térmica y en un 45% para las hidroeléctricas, y luego la suspensión del ajuste mensual por inflación que estaba estipulado en la Res.31/20. Estos cambios tienen un mayor impacto en compañías como Central Puerto S.A., AES Argentina Generación S.A. y Capex S.A. que tienen una mayor exposición de sus ingresos a la remuneración base. FIX no contempla en las calificaciones modificaciones en los contratos de largo plazo de compra de electricidad, los cuales serían eventos que serán evaluados en caso de ocurrencia. Las compañías con mayoría de ingresos atados a contratos de largo plazo son MSU Energy S.A., Genneia S.A., Grupo Albanesi (Albanesi S.A., Generación Mediterránea S.A. y Central Térmica Roca S.A.), YPF Energía Eléctrica S.A. y Pampa Energía S.A.

La pesificación de la remuneración de energía base ha expuesto uno de los grandes desafíos del sector ante la existencia de compromisos operacionales y financieros en dólares. Este riesgo de descalce de moneda es menor para aquellos emisores que cuentan con una mayor proporción de sus ingresos atados a contratos de largo plazo en dólares. También mitigan parcialmente este riesgo emisores que, como CEPU y AES, reciben las cobranzas de los créditos del FONINVEMEM (denominadas en dólares), tras la entrada en operaciones de los ciclos combinados de las centrales Vuelta de Obligado y Guillermo Brown, respectivamente.

CAMMESA es la contraparte principal 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. Esto expone a las empresas del sector a mayores retrasos en los pagos de CAMMESA, presionando su capital de trabajo. El plazo de pago llegó a incrementarse hasta 85 días desde los 50 días promedio durante 2019 y actualmente está en 80 días. Teniendo en cuenta la delicada situación fiscal del gobierno, FIX considera que podrían producirse mayores retrasos en los plazos de pago de CAMMESA con los generadores, aumentando el capital de trabajo de las compañías y deteriorando su liquidez. Las compañías con elevada proporción de sus ingresos de generación de fuentes renovables tienen como mitigante la garantía del FODER que les permiten cobrar sin retrasos y la posibilidad de vender a grandes a industrias a través del mercado a término (MATER) diversificando las contrapartes, como por ejemplo Genneia y YPF Energía Eléctrica.

La mayoría de las empresas calificadas por FIX en el sector eléctrico están bien posicionadas en términos de liquidez para atravesar la crisis. Las compañías que operan con liquidez más ajustada son MSU Energy y el Grupo Albanesi. Cabe destacar sin embargo, que los emisores del sector eléctrico cuentan con un perfil de vencimientos holgado, tras haber obtenido financiamiento de largo plazo para encarar varios de los proyectos de expansión de la capacidad, cuya entrada en operaciones ocurrió entre 2019 y 2020. Gran parte de los bonos emitidos por estas empresas vencen entre 2022 y 2027, y en el caso de los proyectos renovables, los emisores obtuvieron adicionalmente préstamos con

organismos multilaterales y agencias de crédito europeas con vencimientos hasta 2034. Por otro lado, las empresas generadoras han testeado los mercados recientemente como AES Argentina Generación (A+(arg)/PN, A1+(arg) ON por USD 50 MM), MSU Energy (BBB+(arg)/PE, ON por USD 250 MM), Pampa Energía (AA-(arg)/PE, A1+(arg), ON por $ 1.800 MM), Genneia (A-(arg)/PE, A2(arg), ON por USD 28 MM) y Generación Mediterránea (BBB(arg)/PN, A3(arg), ON por USD 12 MM). Considerando la dinámica y la incertidumbre en cuanto a la duración y la profundidad de la crisis, FIX mantiene un monitoreo cercano, especialmente los efectos sobre la liquidez de eventuales aumentos en los días de pago de la principal contraparte de las compañías generadoras, CAMMESA.

Se confirmaron las calificaciones manteniendo una Perspectiva Negativa a los siguientes emisores:

- Central Puerto S.A.: A+(arg) / PN
- AES Argentina Generación S.A.: A+(arg) / PN para las calificaciones de largo plazo y A1+(arg) para las de corto plazo.
- Albanesi S.A.: BBB(arg) / PN
- Generación Mediterránea S.A.: BBB(arg) / PN para las calificaciones de largo plazo y A3(arg) para las de corto plazo.
- Central Térmica Roca S.A.: BBB(arg) / PN

Se confirmaron las calificaciones manteniendo la Perspectiva Estable a los siguientes emisores:

- Pampa Energía S.A.: AA-(arg) / PE para las calificación de largo plazo y A1+(arg) para las de corto plazo.
- Genneia S.A.: A-(arg) / PE para las calificaciones de largo plazo y A2 (arg) para las de corto plazo.
- MSU Energy S.A.: BBB+(arg) / PE

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 Disponibles en nuestra página web www.fixscr.com

Contactos

Analista Principal

Pablo Cianni

Director Asociado

pablo.cianni@fixscr.com

+54 11 5235-8146

Analista Secundario

Gabriela Curutchet

Director Asociado

gabriela.curutchet@fixscr.com

+54 11 5235-8122

Responsable del Sector

María Cecilia Minguillón

Senior Director

cecilia.minguillon@fixscr.com

+54 11 5235-8123

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

diego.elespe@fixscr.com

+5411 5235-8100/10

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 afirmó 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