FIX (afiliada de Fitch Ratings) bajó la calificación de los VRDF del FF RG Albanesi X

4 de noviembre de 2020

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “Afiliada de Fitch Ratings” –en adelante FIX o la calificadora– bajó la calificación de los Valores Representativos de Deuda Fiduciaria (VRDF) del Fideicomiso Financiero RG Albanesi X a ‘BBB+sf(arg)’ desde ‘A-sf(arg)’ como consecuencia de la baja en la calidad crediticia de RGA producto del deterioro de los márgenes y el flujo con una reducida liquidez y limitado acceso al financiamiento y su importante vínculo con el Grupo Albanesi (Albanesi S.A., sus subsidiarias Rafael G Albanesi y Albanesi S.A.). Asimismo, se asigna Rating Watch Negativo (RWN) a los VRDF en línea con la observación negativa que tiene RGA derivada de la calificación del negocio de generación del Grupo Albanesi asociado a la Comunicación A 7106 del BCRA y sus modificatorias. El RWN podrá reverse en caso las generadoras puedan cumplimentar con las disposiciones vigentes del BCRA.

FACTORES RELEVANTES DE LA CALIFICACIÓN

Créditos futuros: el activo subyacente del fideicomiso serán créditos futuros originados en contratos de venta y/o transporte de gas natural celebrado entre RGA y determinados compradores. El principal riesgo crediticio de los VRDF está vinculado a la calidad crediticia y la capacidad de RGA de continuar operando y generando los créditos. Se debe de ponderar que el gas es una materia prima indispensable en ciertas industrias lo que minimiza el posible impacto de una caída abrupta de la actividad.

Calidad crediticia del fiduciante: FIX considera que el riesgo crediticio de RGA se encuentra vinculado al negocio de generación del Grupo Albanesi. Se evidencia un cierto deterioro de los márgenes y el flujo con una reducida liquidez y limitado acceso al financiamiento. Si bien RGA no tiene una vinculación societaria con el resto de las compañías del Grupo Albanesi, existe una vinculación estratégica entre RGA y las generadoras al ser parte de la industria energética. Históricamente, RGA ha brindado soporte a las generadoras a través de garantías y préstamos. A junio de 2020, las centrales termoeléctricas del grupo representaron solamente el 10% de los ingresos de RGA.

RGA es la comercializadora líder del mercado con una participación del 22,9% del gas vendido por la industria y un 5,2% del gas consumido por las usinas, con un volumen de producción diaria de 11,2 millones de m3. La compañía cuenta con una cartera atomizada de más de 300 clientes segmentados en diversas industrias (generadores, industria aceitera, envases de vidrio, químicos, distribuidores de gas), con un nivel de morosidad e incobrabilidad muy baja.

Cesión de créditos: la cesión de los flujos futuros de los créditos implica una venta verdadera (“true sale”). Los mismos están al resguardo de posibles ataques de terceros acreedores de la compañía. Sin embargo, FIX consideró que el flujo cedido puede ser parcialmente afectado en caso que la empresa no pueda cubrir sus costos operativos, por ello la relevancia de la calidad crediticia de RGA para la calificación de los VRDF.

Mejoras crediticias: las mejoras crediticias de la estructura permiten una leve mejora del perfil de riesgo del fiduciante, como son: i) depósito directo en las cuentas fiduciarias, ii) adecuados niveles de cobertura de los servicios de deuda; iii) la obligación de incorporar nuevos contratos de clientes elegibles en caso de no cumplir con el requisito de cobertura suficiente, y iv) fondos de liquidez.

Depósito directo en las cuenta fiduciarias: todos los compradores afectados al fideicomiso fueron

notificados de la cesión y deberán depositar los pagos directamente en la cuenta fiduciaria (compradores A) y en la cuenta de cobranzas (compradores B) ambas de titularidad del fideicomiso. El mismo procedimiento sucederá en caso de tener que incorporarse nuevos contratos de clientes adicionales elegibles.

Adecuados ratios de cobertura: los VRDF poseen adecuados ratios de cobertura respecto del flujo de fondos a ceder. Considerando los compradores A y B y asumiendo el monto hasta USD 7 millones y el máximo de hasta USD 13 millones de emisión de los VRDF a la tasa máxima y el fondo de liquidez, el ratio de cobertura mínimo es de 2,28x (veces) y 2,19x respectivamente y el promedio de 2,65x y 2,63x. El plazo de los VRDF más allá del año descomprime en cierta medida los compromisos anuales de los servicios de la deuda respecto al EBITDA de la compañía.

Descalce de monedas: las facturas bajo los contratos cedidos están denominadas en dólares y son pagaderas en pesos por las empresas contrapartes; los VRDF están denominados y son pagaderos en pesos. Luego de la emisión, la apreciación del peso frente al dólar afectaría los niveles de cobertura que, de ser menores al requisito de cobertura suficiente, resultará en la obligación de RGA de ceder nuevos contratos. Por el contrario, una devaluación del peso implicará mayores niveles de cobertura de los servicios estimados de los VRDF.

Experiencia y muy buen desempeño del fiduciario: TMF posee una amplia experiencia y un muy buen desempeño como fiduciario de diversos activos securitizados. Se encuentra calificado como fiduciario en ‘1FD(arg)/Estable’ por FIX.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

La calificación puede verse afectada negativamente por un deterioro de la calidad crediticia y/o de las operaciones de RGA y por la falta de cumplimientos de sus compromisos bajo la estructura del fideicomiso tal cual se desprende de los documentos de la transacción o por un menor flujo al proyectado de los contratos de compra/venta afectados o de los clientes adicionales elegibles.

RESUMEN DE LA TRANSACCION

Rafael G. Albanesi S.A. (RGA o el fiduciante) cedió a TMF Trust Company (Argentina) S.A. (TMF o el fiduciario) derechos creditorios originados en contratos de venta y/o transporte de gas natural celebrados entre RGA y determinados compradores. La cesión implica que los derechos generados, y que se generen, de los contratos suscriptos, o a suscribirse, con los clientes afectados, se destinarán al repago de los valores fiduciarios por hasta su cancelación. Ante el incumplimiento de algún comprador cedido, deberán cederse nuevos contratos con compradores adicionales elegibles de similar plazo y con igual o superior flujo de fondo esperado de cobro a los contratos que reemplacen.

El fiduciario emitió VRDF en pesos por $ 730 millones, el equivalente a un monto en dólares de USD 10,75 millones. El monto de emisión final determinó los contratos afectados al fideicomiso. Los pagos a los VRDF se harán de acuerdo a un cronograma estimado de vencimientos, por lo cual el incumplimiento se producirá si no se canceló la totalidad del valor nominal de los títulos a la fecha de vencimiento final (hasta 15 meses desde la fecha de emisión, es decir en agosto de 2021). Con el producido de la colocación se fonderaron los fondos de liquidez y de gastos.

Contactos

Analista Principal

Cintia Defranceschi

Director

cintia.defranceschi@fixscr.com

+54 11 5235-8143

Analista Secundario

Diego Estrada

Director Asociado

diego.estrada@fixscr.com

+54 11 5235-8126

Responsable del sector

Mauro Chiarini

Senior Director

mauro.chiarini@fixscr.com

+54 11 5235-8140

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

diego.elespe@fixscr.com

+5411 5235-8100/10

-

INFORMES RELACIONADOS Y METODOLOGÍA APLICABLE

Albanesi S.A. (Oct, 5, 2020)

Generación Mediterránea S.A. (Oct, 5, 2020)

Central Térmica Roca S.A. (Oct, 5, 2020)

Corporates Argentina: Vulnerabilidad ante COVID-19 (Mar. 30, 2020)

Impacto del Coronavirus en Finanzas Estructuradas (Mar.30, 2020)

Fix utilizó el Manual de Calificación de Finanzas Estructuradas 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 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.