

# Fix confirmó en B(arg) a los Valores de Corto Plazo Clase IV emitidos por Integración Eléctrica Sur Argentina S.A.

22 de febrero de 2017

Fix (afiliada de Fitch Ratings) -en adelante "Fix", confirmó en B(arg) a los Valores de Corto Plazo Clase IV por hasta \$200 millones (ampliables hasta \$300 millones) a ser emitidos por Integración Eléctrica Sur Argentina S.A. (INTESAR) en el marco de su Programa Global de Emisión de Valores Representativos de Deuda de Corto Plazo por hasta USD 50 millones (o su equivalente en otras monedas). La calificación se mantiene en Rating Watch (Alerta) Negativo. La continuidad de una situación de estrés de liquidez originada en el retraso en las cobranzas vinculadas a las obras en desarrollo de INTESAR, derivó en el último tramo de 2016 en una reestructuración de pasivos y en el posterior incumplimiento del pago de intereses de los Valores de Corto Plazo (VCP) Clase IV a su fecha de vencimiento contractual, situación que fue remediada dentro del período de cura establecido en los documentos de la deuda. El aplazamiento del servicio de intereses financieros, que se ha tornado recurrente a lo largo del año anterior, evidencia dificultades operativas que afectan la normal generación de fondos y, por ende, la capacidad de repago de la deuda. Existen fuertes vínculos operacionales y financieros entre INTESAR y el Grupo Eling, accionista principal de la empresa. INTESAR y Electroingeniería (EISA) son las principales compañías operativas del grupo económico, que administra la tesorería de ambas en función de sus necesidades financieras. A septiembre de 2016, INTESAR mantenía créditos por cobrar (netos de obligaciones diversas) con su controlante y entidades relacionadas por alrededor de \$375 millones. Operativamente existen importantes sinergias, ya que la realización de proyectos de generación de electricidad por parte de EISA le permite a INTESAR obtener las obras del tendido eléctrico asociadas a los mismos. Los ingresos de la empresa derivan de su participación en unos pocos proyectos con una vida promedio de 2,5 años. Esta situación genera una alta vulnerabilidad a cualquier atraso, sea administrativo, de ejecución o de cobranza, que limitaría la capacidad de INTESAR para hacer frente a los compromisos asumidos. Por otra parte, las licitaciones de mayor envergadura para la construcción de líneas de alta tensión son realizadas por el Estado Nacional. La actividad que desarrolla la compañía es sensible a la dependencia de la contraparte pública y su capacidad de pago ante la situación crediticia y fiscal de la Argentina. El Decreto 691/2016 de redeterminación de precios de la obra pública otorgó mayor certidumbre a la evolución de los márgenes operativos de las empresas que operan en el sector de la construcción. INTESAR estructura su endeudamiento en función del financiamiento de los proyectos en los que participa. Al 30 de septiembre de 2016, la deuda financiera experimentó un crecimiento interanual de aproximadamente 30% (unos \$75 millones). El endeudamiento incremental, sumado a las transferencias de fondos a su controlante y empresas vinculadas, resultó en un debilitamiento del perfil de liquidez y un elevado apalancamiento de la estructura de capital. Fix considera que la volatilidad del negocio de la compañía requiere que mantenga un nivel de endeudamiento conservador y un manejo prudente de la liquidez. El pasado 26 de septiembre, INTESAR emitió una cuarta serie de VCP con el objeto de refinanciar vencimientos inminentes de su deuda por unos \$250 millones. Esto permitió aliviar el cronograma de amortizaciones de los pasivos financieros de corto plazo. Además, el 30 de diciembre de 2016 y de acuerdo con los términos y condiciones establecidos al momento de su emisión, se efectuó un rescate parcial de dicho instrumento por un monto de \$25 millones. Sensibilidad de la Calificación Podríamos bajar la calificación en caso de un nuevo diferimiento del servicio de intereses de los VCP Clase IV o ante el anuncio de una reestructuración forzosa de dichos títulos. Asimismo, un evento de incumplimiento relacionado con las

obligaciones financieras de EISA podría impactar negativamente en la calidad crediticia de INTESAR. En nuestra opinión, un incumplimiento implicaría una severa restricción de la flexibilidad financiera necesaria para financiar los proyectos en cartera de las empresas operativas del grupo. Dada la situación financiera actual, no visualizamos una mejora de la calidad crediticia en el corto plazo. No obstante, la misma dependerá de una normalización del capital de trabajo y de las acreencias con sociedades vinculadas que permita recomponer la posición de caja y despejar la incertidumbre con relación al pago de las obligaciones contraídas. Contactos: Analista Principal: Patricio Bayona - Director Asociado patricio.bayona@fixscr.com (+5411) 5235-8124 - Sarmiento 663 - 7° piso - C1041 CABA - Argentina Analista Secundario: Gabriela Curutchet - Director Asociado gabriela.curutchet@fixscr.com (+5411) 5235-8122 - Sarmiento 663 - 7° piso - C1041 CABA – Argentina Responsable Sector: Cecilia Minguillón - Director Senior cecilia.minguillon@fixscr.com (+5411) 5235-8123 - Sarmiento 663 - 7° piso - C1041 CABA - Argentina Relación con los Medios: Doug Elespe - Director doug.elespe@fixscr.com (+5411) 5235-8120 - Sarmiento 663 - 7° piso - C1041 CABA - Argentina Notas Relacionadas y Metodología Aplicable: Fix utilizó el Manual de Calificación presentado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)). El informe correspondiente se encuentra disponible en nuestra web "[www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)". Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificador-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación. TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](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](http://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 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 factual 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 factual 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 se proporciona tal como ha sido recibida del emisor, 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. 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 sustituto 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 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 sólo, 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.