

## Energía Córdoba I

Fideicomiso Financiero  
 Informe de Actualización

Índice	pág.
Calificaciones	1
Resumen de la transacción	1
Factores relevantes de la calificación	1
Actualización	2
Anexo A Dictamen de calificación	4

### Calificaciones

Clase	Monto	Vencimiento final	Calificación	Perspectiva
VDF	\$96.508.590	Dic/2020	AAf(arg)	Negativa
CP	\$3.000.000	Jun/2021	BB+sf(arg)	Negativa
<b>Total</b>	<b>\$99.508.590 (*)</b>			

VDF: Valores de Deuda Fiduciaria; CP: Certificados de Participación. (\*) ampliable hasta VN\$ 160 millones.

Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con los documentos de la emisión y contrato de fideicomiso.

### Resumen de la transacción

Electroingeniería I.C.S. S.A., Gieco S.A. y SAPYC S.R.L. constituyeron un consorcio de cooperación (el "consorcio" o los "fiduciarios") para la construcción de una línea de transmisión de 132 kV y un sistema de comunicación entre las estaciones transformadoras Brinkman Nueva y Morteros Nueva (la "obra") licitada por la Empresa Provincial de Energía de Córdoba ("EPEC" o "deudor cedido"). A medida que avance la obra, se emitirán Certificados de Avance de Obra ("CAO") y Certificados Complementarios ("CC") que complementan a los CAO (en conjunto los "certificados").

Los fiduciarios cedieron a Rosario Administradora Sociedad Fiduciaria S.A. ("Rosfid" o el "fiduciario") los CAO y demás bienes fideicomitidos. En contrapartida, el fiduciario emitió el 22.12.2017 valores fiduciarios por VN\$ 99.508.590. Este monto podrá ser ampliado hasta VN\$ 160.000.000 para lo que se deberá cumplir con determinadas condiciones previas a la emisión; los títulos nuevos tendrán igual derecho de cobro, garantías y subordinación de los existentes de igual clase. Mensualmente, el pago de los certificados será aplicado de acuerdo a la cascada de pagos del fideicomiso. Asimismo, el fideicomiso contará con los siguientes fondos: i) de gastos; ii) de reserva; y iii) de reserva impositivo.

### Factores relevantes de la calificación

**Acciones de calificación y cambio de perspectiva:** FIX bajó la calificación de los VDF a ['AA(arg)/Negativa] desde ['AA+(arg)/Estable] y confirmó la calificación de los CP en ['BB+(arg)/Negativa] del FF Energía Córdoba I. La baja de calificación de los VDF obedece a la baja de EPEC a ['AA-(arg)/Negativa] desde ['AA (arg)/Estable] la cual, a su vez, se basa en la baja de calificación de la Provincia de Córdoba (PC). La Calificadora opina que el perfil de riesgo de los VDF es mejor a la calificación de EPEC en un escalón debido al paquete de garantías que poseen los certificados. Asimismo, FIX aplica la perspectiva 'Negativa' a los VDF y CP en concordancia con la perspectiva 'Negativa' de EPEC y PC. Para mayor detalle, ver informes relacionados disponibles en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com).

**Riesgo de repago de los VDF vinculado al riesgo crediticio de EPEC:** la fuente de pago de los VDF son los certificados emitidos por EPEC los cuales poseen un determinado esquema de vencimientos y mejoras crediticias. Los certificados no están sujetos al riesgo de construcción debido a que se emiten por obra ejecutada. A su vez, el riesgo crediticio de EPEC ['AA-(arg)/Negativa'] está vinculado al de la Provincia de Córdoba ['AA-(arg)/Negativa'].

**Mejoras crediticias de los certificados:** FIX opina que el perfil de riesgo de los certificados es mejor a la calificación de EPEC en un escalón debido al paquete de garantías que poseen: i) cesión de los créditos y los derechos de cobro futuros de contratos de suministro de energía

### Informes relacionados

[FF Energía Córdoba I](#)

[Empresa Provincial de Energía de Córdoba \(EPEC\)](#)

[Provincia de Córdoba](#)

[Perspectiva del sector de sub-soberanos](#)

Disponibles en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com)

**FIX o Calificadora:** FIX SCR S.A.  
 AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO  
 "Afilada de Fitch Ratings"

### Analistas

**Principal:**  
 Soledad Reija  
 Director Asociado  
 (+54 11) 5235-8124  
[soledad.reija@fixscr.com](mailto:soledad.reija@fixscr.com)

**Secundario:**  
 Diego Estrada  
 (+54 11) 5235-8126  
[diego.estrada@fixscr.com](mailto:diego.estrada@fixscr.com)

**Responsable del sector**  
 Mauro Chiarini  
 Senior Director  
 (+54 11) 5235-8140  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

eléctrica de determinados usuarios; ii) acreditación directa en la cuenta recaudadora, administrada por Rosfid; iii) la facturación mensual estimada de los usuarios cedidos, no debe ser menor a 1,3x (veces) el valor de la cuota máxima esperada de los certificados emitidos. Si la recaudación mensual fuera menor al 1,2x la cuota máxima esperada, EPEC deberá reemplazar o incorporar nuevos deudores cedidos; y iv) el saldo mínimo de la cuenta recaudadora de ser igual al monto de la cuota máxima esperada. Cabe destacar que los certificados no pueden ser considerados deuda garantizada de EPEC.

**Mejora crediticia de los VDF:** fondo de reserva; sobrecolateralización, estructura totalmente secuencial y diferencial de tasas.

**No se observan descalces entre los certificados y los VDF:** ambos devengarán tasas variables en función de la tasa BADLAR de Bancos Privados, con iguales periodos de cálculo y devengamiento. El diferencial de tasa que existe entre los certificados y los VDF sirve para cubrir los gastos e impuestos y reponer los fondos del fideicomiso.

**Riesgo de repago de los CP:** los CP afrontan todos los riesgos dado que se encuentran totalmente subordinados y los flujos que perciban están más expuestos a los gastos e impuestos aplicados al fideicomiso. La calificación asignada es consistente con el escenario de estrés que soportan los títulos.

**Experiencia y buen desempeño del fiduciario:** Rosfid actúa como fiduciario y administrador de la cuenta recaudadora de los certificados. Posee una extensa experiencia y buen desempeño como fiduciario.

## Sensibilidad de la calificación

Las calificaciones pueden ser afectadas negativamente en caso de un mayor deterioro de la calidad crediticia y/o de las operaciones de EPEC y/o la Provincia de Córdoba o un menor flujo al proyectado de los contratos de suministro de energía eléctrica cedidos.

El presente informe resumido es complementario a los respectivos informes integrales de calificación (ver informes relacionados) y contempla la evolución de las principales variables de la transacción. Las secciones Evaluación, Estructura y Antecedentes no se incluyen debido a que las mismas no han sufrido cambios significativos.

## Actualización

El presente informe resumido es complementario a los respectivos informes integrales de calificación (ver informes relacionados) y contempla la evolución de las principales variables de la transacción. Las secciones Evaluación, Estructura y Antecedentes no se incluyen debido a que las mismas no han sufrido cambios significativos.

FIX opina que el perfil de riesgo de los certificados es mejor a la calificación de EPEC en un escalón debido al paquete de garantías que poseen. Los certificados no son deuda garantizada de EPEC, de acuerdo a los abogados de la transacción, por lo que en caso de concurso o quiebra de la misma, serán considerados créditos quirografarios.

Paquete de Garantías: El pago de EPEC está garantizado con las siguientes cesiones:

**Cesión de créditos:** EPEC cedió los créditos y los derechos de cobro futuros de contratos de suministro de energía eléctrica de determinados usuarios. Los usuarios cedidos serán notificados para que hagan sus pagos a una cuenta recaudadora a nombre de EPEC, pero operada exclusivamente por Rosfid.

**Ratio de cobertura mínimo:** La facturación mensual estimada de los usuarios cedidos, no debe ser menor a 1,3x el valor de la cuota máxima esperada de los certificados emitidos. Si la recaudación mensual fuera menor al 1,2x la cuota máxima esperada, EPEC deberá reemplazar

o incorporar nuevos deudores cedidos y que cumplan con los criterios de elegibilidad. Mensualmente, una vez completado el pago de los servicios de los certificados y cumplido el saldo de reserva, el excedente será girado a una cuenta de libre disponibilidad de EPEC.

**Saldo de Reserva**, la cuenta recaudadora deberá tener siempre un saldo mínimo igual al monto de la cuota máxima esperada.

En relación a los usuarios cedidos los mismos son:

<b>Usuarios cedidos – Facturación mensual</b>	<b>Promedio últ. 12 meses (jul'18-jun'19)</b>	<b>Mínimo últ. 12 meses (jul'18-jun'19)</b>
Coop. Elect. y Serv. Públ. de Arroyito	12.033.166	7.949.590
Bunge Argentina	4.121.764	1.871.307
FAVICUR	2.885.116	1.889.196
VIDPIA	2.177.874	1.251.616
Coop. Elect. de Sampacho	4.089.047	3.013.477
<b>Total</b>	<b>25.306.967</b>	<b>15.975.187</b>

FIX no ha realizado un análisis puntual de los deudores cedidos debido a la obligación de EPEC de reemplazar o agregar deudores cedidos en caso de que el ratio de cobertura de servicio de deuda baje de determinado nivel.

En el siguiente cuadro se estiman los ratios de cobertura de servicios de deuda de los certificados de EPEC en distintos escenarios de BADLAR, monto de emisión y asumiendo el promedio de recaudación de los deudores cedidos para el periodo jul'18 a jun'19. Se debe tener en cuenta que los valores detallados podrán variar dependiendo la real emisión de los certificados, la evolución de la recaudación y la tasa BADLAR

<b>BADLAR</b>	<b>Emisión: VN\$ 99,5 millones</b>	
	<b>Cuota Max. (\$ millones)</b>	<b>Ratio cobertura serv. de deuda</b>
50%	5,9	2,68x
55%	6,2	2,54x
60%	6,6	2,41x
65%	6,9	2,30x
70%	7,3	2,19x

Por otro lado, a la fecha del presente informe, el saldo residual de los títulos emitidos es el siguiente:

<b>Títulos</b>	<b>Monto emitido</b>	<b>Valor Residual</b>
VDF	\$ 96.508.590	\$ 18.742.396
CP	\$ 3.000.000	\$ 3.000.000

Las actualizaciones se realizaron con información provista por el agente de control y revisión al 31.07.2019, información suministrada por las partes involucradas en la transacción de carácter privada a junio 2019 e información pública de pagos a septiembre 2019.

## Criterios relacionados

"Metodología de Calificación de Finanzas estructuradas" registrada ante Comisión Nacional de Valores

## Anexo A. Dictamen de Calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO, "Afilada de Fitch Ratings" - Reg. CNV N°9, reunido el **25 de septiembre 2019**, bajó la calificación de los Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) a ['AA(arg)'/Negativa] desde ['AA+(arg)'/Estable] y confirmó la calificación de los Certificados de Participación (CP) del FF Energía Córdoba I. La baja de calificación de los VDF obedece a la baja de EPEC a ['AA-(arg)'/Negativa] desde ['AA (arg)'/Estable] la cual, a su vez, se basa en la baja de calificación de la Provincia de Córdoba (PC). La Calificadora opina que el perfil de riesgo de los VDF es mejor a la calificación de EPEC en un escalón debido al paquete de garantías que poseen los certificados. Asimismo, FIX aplica perspectiva 'Negativa' a los VDF y CP en concordancia con la perspectiva 'Negativa' de EPEC y PC. El detalle es el siguiente:

Clase	Monto	Acción de calificación	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
VDF	\$ 96.508.590	Baja y cambio de perspectiva	AAsf(arg)	Negativa	AA+sf(arg)	Estable
CP	\$ 3.000.000	Cambio de perspectiva	BB+sf(arg)	Negativa	BB+sf(arg)	Estable

**Categoría AAsf(arg):** "AA" nacional implica una muy sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. El riesgo crediticio inherente a estas obligaciones financieras difiere levemente de los emisores o emisiones mejor calificados dentro del país.

**Categoría BBsf(arg):** "BB" nacional implica riesgo crediticio relativamente vulnerable respecto a otros emisores o emisiones del país. Dentro del contexto del país, el pago de estas obligaciones financieras implica cierto grado de incertidumbre y la capacidad de pago en tiempo y forma es más vulnerable al desarrollo de cambios económicos adversos.

**Nota:** Los signos "+" o "-" se añaden a una calificación para darle una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. Una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

**Fuentes de información:** La información resultó razonable y suficiente. Las presentes calificaciones fueron realizadas en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por las partes involucradas en la transacción de carácter privada a junio 2019, información del Agente de Control y Revisión a julio 2019, información pública de pagos a septiembre 2019 e información y la siguiente información pública:

- Suplemento de Prospecto del Fideicomiso Financiero Energía Córdoba I e información complementaria disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones otorgadas.

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

**Notas:** El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión y contrato de fideicomiso. Las calificaciones aplican a los términos y condiciones de los títulos estipulados en el prospecto de emisión y contrato de fideicomiso.

**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 calificadora-, 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.

**Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.**

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 ser riesgo 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 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 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, no de modo 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.