

Enarsa – Brigadier López

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 |
|------------------|------------------------|-------------------|--------------|-------------|
| VRDA Dólar Peso | USD 6.483.000 | Ago /2016 | BBB+sf(arg) | Negativa |
| VRDA Dólar Dólar | USD 43.517.000 | Ago /2016 | BBB+sf(arg) | Negativa |
| VRDB | USD 296.474.889 | Ago /2022 | BBB+sf(arg) | Negativa |
| Total | USD 346.474.889 | | | |

VRD: Valores Representativos de Deuda – Fecha de emisión: 25.04.2011

Nota: el valor nominal de los VRD Serie B disminuyó en US\$ 3.525.111 debido a que el aumento del tipo de cambio desde la fecha de emisión (25.04.2011) hasta de la última integración (27.04.2012), permitió completar el Compromiso Máximo de Integración (\$ 1.221.990.000) con una menor cantidad de dólares.

Resumen de la transacción

Nación Fideicomisos, como Fiduciario, y Enarsa, como Fiduciante, constituyeron el Fideicomiso Financiero Enarsa-Brigadier Lopez a fines de completar la construcción y puesta en marcha de la Central Térmica de Brigadier Lopez. El flujo subyacente del Fideicomiso está compuesto por el 90% de los derechos de cobro derivados del Contrato de Abastecimiento de energía, firmado entre Enarsa y CAMMESA, que entró en vigencia el 30.08.2012. Esta deposita los pagos directamente a la cuenta fiduciaria. Dichos Fondos, neto de gastos e impuestos, se destinarán mensualmente bajo una estructura pari passu a los servicios de los VRD Serie A y Serie B según su cronograma. Ante el incumplimiento de un servicio de deuda bajo los VRD, se considerará acaecido un evento de ejecución de los avales del Tesoro Nacional.

Factores relevantes de la calificación

Perspectiva Negativa (PN): FIX mantiene en PN a aquellas transacciones o entidades directamente relacionadas con la capacidad de pago del Estado, ya sea por su dependencia estructural o por la existencia de garantías o avales, dado que son altamente vulnerables a la situación crediticia actual de Argentina. En el caso del sector eléctrico, se incrementa el riesgo de demoras en las cobranzas al depender del fisco como última contraparte.

Riesgo de Construcción superado, operación en cabeza de Enarsa: Enarsa tiene un reto importante ya que no posee experiencia previa en la operación y mantenimiento de la Central, y en el Contrato de Abastecimiento con CAMMESA el requerimiento mínimo de disponibilidad es muy exigente (92%). Fix SCR seguirá de cerca las operaciones de la Central manejada por Enarsa así como la oportunidad de las liquidaciones transferidas por CAMMESA.

Existencia y fortaleza de avales del Tesoro: las calificaciones se sustentan en la existencia y fortaleza de los avales provistos por el Tesoro Nacional, contemplando el hecho de que para iniciar la ejecución de los mismos, previamente debe producirse el incumplimiento de los VRDs. Este aval incluye hasta el 100% del pago de capital e intereses y tiene validez hasta diciembre de 2022.

Robusta Estructura de Deuda: Los recursos de las emisiones son manejadas mediante un Fideicomiso, lo que permite un manejo transparente de los mismos. Al 30.06.2015, el Fondo de Gastos tenía un saldo de \$ 19,1 millones, el Fondo de Reserva de \$ 75,5 millones, mientras que el saldo de la Cuenta Fiduciaria era de \$ 62,8 millones.

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "afiliada de Fitch Ratings" (en adelante FIX).

Analistas

Analista primario
 Mauro Chiarini
 Senior Director
 +54 11 5235-8140
mauro.chiarini@fixscr.com

Analista secundario
 Gabriela Catri
 Director
 +54 11 5235-8129
gabriela.catri@fixscr.com

Riesgo Cambiario: los VRD Serie A Dólar-Dólar son repagados directamente en moneda estadounidense, sin embargo, más allá de las actuales restricciones cambiarias, el Fiduciario realizó todos los procedimientos estipulados en la Comunicación 5262 del Banco Central. Siendo una emisión con destino de financiación de obra de infraestructura, el Fiduciario no tiene inconveniente de conseguir los dólares billetes en el Mercado Único libre de Cambios.

Riesgo regulatorio: la transacción se encuentra sujeta a todos los riesgos inherentes al mercado eléctrico, que podrían incidir en alguna medida sobre el pago de los derechos de cobro. Estos, bajo el Contrato de Abastecimiento, tendrán una alta prioridad de pago para CAMMESA, equivalente a la prevista en el Inciso E del artículo 4° de la Resolución Secretaría de Energía N° 406 /2003.

Sensibilidades de la calificación

El presente fideicomiso se encuentra sujeto a todos los riesgos inherentes al mercado eléctrico, que podrían incidir en alguna medida sobre el repago de los riesgos subyacentes. Adicionalmente, si la liquidación de las facturaciones de CAMMESA comienza a superar los 45-60 días habituales podrían poner en riesgo la liquidez de la transacción para cumplir con las obligaciones financieras.

Si la Central tuviera disponibilidades recurrentes inferiores al 92%, lo cual se tradujera en inferiores montos transferidos al Fideicomiso para hacer frente a los servicios de deuda.

Actualización

La Central inició su habilitación comercial a partir del 30 de agosto de 2012, entrando en vigencia el Contrato de Abastecimiento, y por lo tanto, la generación de facturas a CAMMESA. Si bien, la habilitación comercial se desvió de su fecha original prevista, la posterior adecuación en conjunto con los pagos realizados por CAMMESA bajo el Contrato de Abastecimiento fueron suficientes para poder cumplir con los servicios de deuda sin recurrir al Fondo de Reserva.

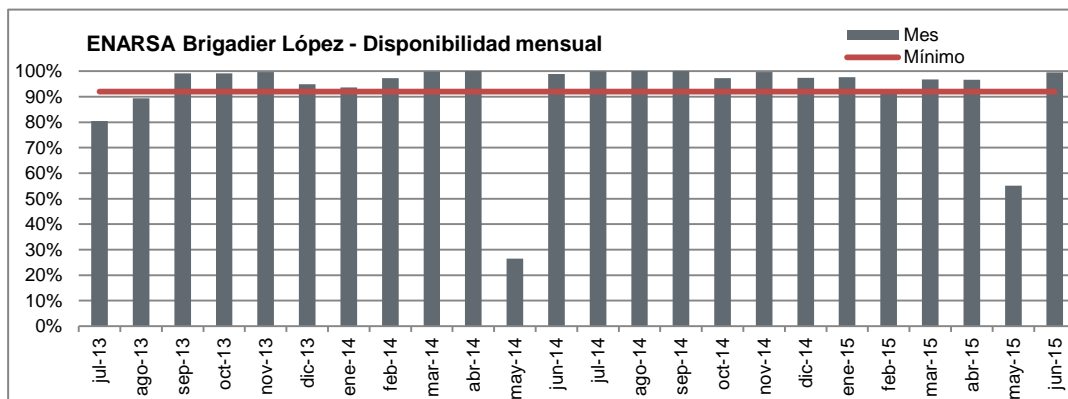
En cabeza de Enarsa se encuentran la operación y el mantenimiento de la Central. En Marzo de 2013, Enarsa firmó con Siemens Energy, Inc y con Siemens S.A. sendos contratos para la ejecución del mantenimiento de paradas programadas (incluido el suministro de piezas y servicios) para las Centrales Térmicas “Ensenada de Barragán” y “Brigadier López”. Estos contratos no exigen una disponibilidad mínima contractual de las Centrales Térmicas a Siemens dada su naturaleza.

En el siguiente gráfico se puede observar la disponibilidad de la central y el requerimiento mínimo del 92%. Se puede observar que en mayo de 2015 no se cumplió con el requerimiento. Sin embargo, se ha efectuado un reclamo a CAMMESA debido a que la disponibilidad real en mayor de 2015 fue de alrededor del 84%. Esto fue reconocido por CAMMESA y se espera la

Criterios relacionados

Metodología de procedimientos de Calificación de Finanzas estructuradas registrado ante Comisión Nacional de Valores

Disponibles en nuestra página web: www.fixscr.com



Nota de Crédito por \$ 20,6 millones.

En función de los montos facturados e ingresados a la cuenta fiduciaria, se percibe que CAMMESA se está tomando más de los 60 días habituales para el pago de las facturas. Sin embargo, los recursos disponibles han sido suficientes para cubrir todos los servicios de deuda sin recurrir al Fondo de Reserva. FIX espera que se tengan flujos recurrentes futuros para el repago oportuno de la deuda.

A continuación se detallan los montos pagados por servicios VRDA dólar-dólar, VRDA dólar-peso y los VRDB a la fecha:

| Concepto (montos en USD) | VRDA Dólar Peso | VRDA Dólar Dólar | VRDB | Total |
|-------------------------------------|----------------------------|-----------------------------|--------------------|--------------------|
| Monto emitido | 6.483.000 | 43.517.000 | 296.474.889 | 346.474.889 |
| Interes diferido | 887.209 | 5.955.339 | 16.412.218 | 23.254.766 |
| Total | 7.370.209 | 49.472.339 | 312.887.107 | 369.729.655 |
| Amortización de capital | 3.890.376 | 26.114.031 | 74.228.664 | 104.233.071 |
| Valor Residual | 3.479.833 | 23.358.308 | 245.328.587 | 272.166.728 |

Anexo A. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” – Registro CNV N° 9, reunido el 7 de agosto de 2015, confirmó las calificaciones de los Valores de Representativos de Deuda (VRD) emitidos bajo el Fideicomiso Financiero Enarsa-Brigadier López.

| Títulos emitidos | Calificación actual | Perspectiva actual | Calificación anterior | Perspectiva anterior |
|---|---------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|
| VRD Serie A Dólar-Peso por VN USD 6.483.000 | BBB+sf(arg) | Negativa | BBB+sf(arg) | Negativa |
| VRD Serie A Dólar-Dólar por VN USD 43.517.000 | BBB+sf(arg) | Negativa | BBB+sf(arg) | Negativa |
| VRD Serie B por VN USD 296.474.889 | BBB+sf(arg) | Negativa | BBB+sf(arg) | Negativa |

Nota: el valor nominal de los VRD Serie B disminuyó en US\$ 3.525.111 debido a que el aumento del tipo de cambio desde la fecha de emisión (25.04.2011) hasta de la última integración (27.04.2012), permitió completar el Compromiso Máximo de Integración (\$ 1.221.990.000) con una menor cantidad de dólares.

Categoría BBBsf(arg): “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

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 de 2015 y la siguiente información pública:

- Prospecto, contrato, información complementaria y pagos del Fideicomiso Financiero Enarsa-Brigadier López disponible en www.cnv.gob.ar

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

Informes relacionados:

- Enarsa Brigadier López del 4 de febrero de 2013

Disponibles en nuestra página web: www.fixscr.com.

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

Las calificaciones antes señaladas 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” - Reg. CNV N°9 –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.

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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial 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 independiente 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 que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, 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 futuros 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 cual" 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 contactos. 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 cualquier 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 70.000 (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 150.000 (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 mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. 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.