

# Enarsa – Brigadier López

## Fideicomiso Financiero Informe de Actualización

### Índice

Calificaciones	pág. 1
Resumen de la transacción	1
Factores relevantes de calificación	1
Actualización	2
Anexo A: Dictamen de calificación	3

### Calificaciones

Clase	Monto	Vencimiento final	Calificación	Perspectiva
VRDB	USD 296.474.889	Ago/2022	A+sf(arg)	Estable

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

**Confirmación de calificación:** FIX SCR S.A. Agente de Calificación de Riesgo (afiliada de Fitch Ratings) -en adelante FIX o la calificadora- confirma en 'A+sf(arg)' la calificación de los VRDB emitidos por el fideicomiso financiero Enarsa-Brigadier López. La confirmación se debe al historial de disponibilidad de la central que demuestra una correcta operación de la misma. Asimismo, se pondera positivamente el objetivo de reducir el déficit operacional de CAMMESA, principal contraparte del Fideicomiso analizado. Se debe tener en cuenta que la central opera a ciclo abierto, existiendo la posibilidad convertirla a ciclo combinado. La perspectiva es estable.

**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 seguirá de cerca las operaciones de la Central manejada por Enarsa, así como la oportunidad de las liquidaciones transferidas por CAMMESA.

**Existencia de avales del tesoro:** las calificaciones se sustentan en la existencia y fortaleza de los avales provistos por el Tesoro Nacional, contemplando el hecho 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 30.06.2017, el Fondo de Gastos tenía un saldo de \$ 3,0 millones, el Fondo de Reserva de \$ 131,6 millones, mientras que el saldo de la Cuenta Fiduciaria era de \$ 11,6 millones.

**Riesgo regulatorio:** la transacción se encuentra sujeta a 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,

### Analistas

#### Analista primario

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

#### Analista secundario

Carlos García Girón  
Analista  
+54 11 5235-8114  
[carlos.garcia@fixscr.com](mailto:carlos.garcia@fixscr.com)

equivalente a la prevista en el Inciso E del artículo 4° de la Resolución Secretaría de Energía N° 406/2003.

**Riesgo CAMMESA:** En los últimos años, los elevados compromisos de pago de CAMMESA en relación con sus ingresos implicaron una significativa discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a los generadores, riesgo de demora en el cobro y precios insuficientes para mantener activos y cubrir costos operacionales. Actualmente, la política energética muestra señales de soporte a la sostenibilidad del negocio con el objetivo de ampliar la capacidad del sistema y corregir desbalances entre oferta y demanda, con una menor propensión a la intervención. Esperamos cambios estructurales que alcanzarían cierto impacto a partir de 2017.

## 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.

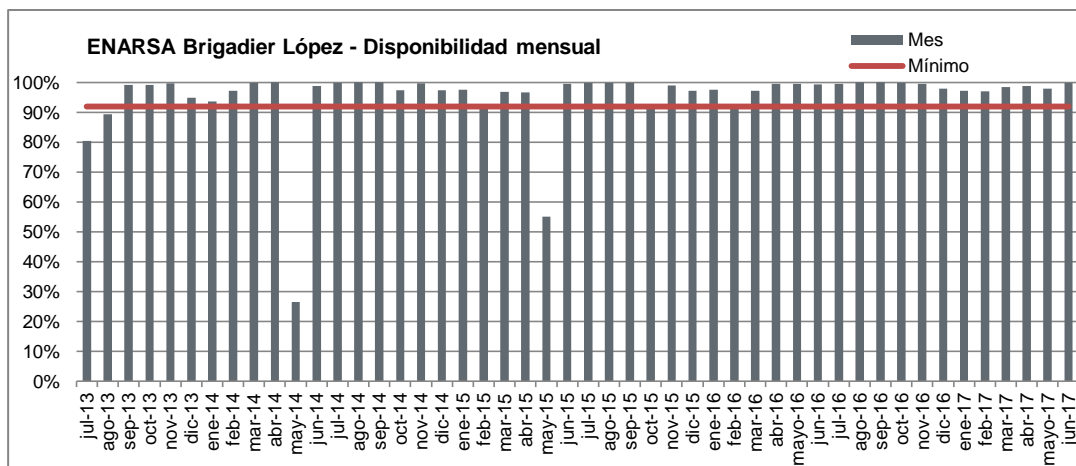
En cabeza de Enarsa se encuentran la operación y el mantenimiento de la Central. En Marzo de 2013, Enarsa firmó con Siemens Energy, Inc y con Siemens S.A. sendos contratos para la ejecución del mantenimiento de paradas programadas (incluido el suministro de piezas y servicios) para las Centrales Térmicas "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 desde mayo de 2015 cumplió con este requerimiento.

### Criterios relacionados

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

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



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:

<b>Concepto (montos en USD)</b>	<b>VRDA Dólar Peso</b>	<b>VRDA Dólar Dólar</b>	<b>VRDB</b>	<b>Total</b>
Monto emitido	6.483.000	43.517.000	296.474.889	346.474.889
Interés diferido	887.209	5.955.339	16.412.218	23.254.766
<b>Total</b>	<b>7.370.209</b>	<b>49.472.339</b>	<b>312.887.107</b>	<b>369.729.655</b>
Amortización de capital	7.370.209	49.472.339	99.651.138	156.493.686
<b>Valor Residual</b>	<b>Amortizados</b>	<b>Amortizados</b>	<b>213.235.969</b>	<b>213.235.969</b>

## 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 4 de agosto de 2017, confirma en ‘A+sf(arg)’ con perspectiva estable la calificación de los VRDB emitidos por el fideicomiso financiero Enarsa-Brigadier López. El detalle de las calificaciones es el siguiente:

Títulos emitidos	Calificación actual	Perspectiva actual	Calificación anterior	Perspectiva anterior
VRD Serie B por VN USD 296.474.889	A+sf(arg)	Estable	A+sf(arg)	Estable

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 Asf(arg):** “A” nacional implica una sólida de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas 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 2017 y la siguiente información pública:

- Prospecto, contrato, información complementaria y pagos del Fideicomiso Financiero Enarsa-Brigadier López disponible en [www.cnv.gob.ar](http://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](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

### **Informes relacionados:**

- Enarsa Brigadier López del 4 de febrero de 2013

Disponibles en nuestra página web: [www.fixscr.com](http://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 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 LÍDER 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.