

UGEN S.A. (UGEN)

Informe de Actualización

Calificaciones

Emisor **BBB+(arg)**

ON Co-emisión Río Energy, UGEN y UENSA por hasta U\$S 650 MM **BBB+(arg)**

Rating Watch (Alerta)

Negativo

Resumen Financiero

(\$millones)	3 meses 12 meses	
	31/03/18	31/12/17
Total Activos	4.643	3.555
Total Deuda Financiera	4.535	3.148
Ingresos	173	4
EBITDA	148	2
EBITDA (%)	85.7	54.7
Deuda Neta/ EBITDA	7.3	1393.5
EBITDA/ intereses	1.6	14.4

FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO

Informes Relacionados

Metodología de calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.

Analista Principal

Pablo Cianni
Director Asociado
+54 11 5235-8146
pablo.cianni@fixscr.com

Analista Secundario

Pablo Artusso
Director Asociado
+54 11 5235-8121
pablo.artusso@fixscr.com

Responsable del Sector

Cecilia Minguillón
Director Senior
+54 11 5235-8123
cecilia.minguillon@fixscr.com

Factores Relevantes de la Calificación

Rating Watch (Alerta) Negativo: FIX SCR S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX- asignó Rating Watch (Alerta) Negativo a Río Energy S.A., UGEN S.A. y UENSA S.A., luego de los hechos relevantes publicados ante la Comisión Nacional de Valores, de fecha 7 de agosto 2018, que manifiestan la licencia del Presidente de dichas sociedades. FIX mantendrá la alerta hasta que se despejen las incertidumbres referidas a las acciones judiciales de público conocimiento, sus causas e implicancias crediticias.

Riesgo de construcción moderado: Si bien la primera etapa (ciclo simple) ha finalizado -estando la central de Río Energy en operaciones desde el 13/06/17, la de UGEN desde el 29/12/17 y la de UENSA desde el 25/01/18-, la segunda etapa, correspondiente al Cierre de Ciclo de las tres centrales, comenzó a finales de abril de 2018 y finalizaría en 2020, y conlleva el riesgo de ejecución y financiación inherente a los proyectos de infraestructura de gran escala.

Riesgo de refinanciación: El riesgo de refinanciación se ve acrecentado ante las inversiones en marcha por USD 464 millones que contemplan el cierre de los ciclos abiertos en las 3 centrales entre 2018-2020. Dichas inversiones requieren financiamiento adicional por USD 325 millones, el cual se encuentra en proceso de negociación.

Contratos de venta de largo plazo a precio fijo: En la primera etapa, el flujo de ingresos proviene en su mayor parte de las ventas por disponibilidad bajo un contrato de venta de electricidad con CAMMESA por 10 años para los ciclos abiertos con vencimiento en 2027. Luego del cierre de ciclo, el flujo de ingresos provendría de la venta a CAMMESA a través de un contrato por 15 años. El EBITDA bajo el ciclo abierto se estima en USD 90 millones, y a partir del cierre de ciclo en USD 190 millones.

Riesgo de abastecimiento de combustible: Actualmente el combustible necesario para operar las usinas es proporcionado por CAMMESA, sin embargo a partir del cierre de ciclo dicho aprovisionamiento deberá ser gestionado por la generadora. Las condiciones y cantidades disponibles de los combustibles son al momento inciertas.

Riesgo operacional medio: Las centrales utilizan tecnología probada, con un contrato con el proveedor de la misma que comprende mantenimiento de las turbinas, provisión completa de partes y repuestos, y un nivel de disponibilidad del 97%, acorde a la comprometida con CAMMESA, lo cual favorece la estabilidad de los costos de mantenimiento.

Sensibilidad de la Calificación

Los factores que podrían, individualmente o en conjunto, llevar a una acción de calificación negativa en uno o más escalones incluyen: limitaciones en el financiamiento disponible que puedan debilitar la liquidez del grupo MSU Energy; la desaceleración del plan de expansiones del periodo 2018 - 2020 con impacto en su generación de fondos esperado; la revisión de los contratos de venta de electricidad, entre otros. No se prevé una suba de la calificación en el corto plazo.

Liquidez y Estructura de Capital

De acuerdo al escenario base, el pico de endeudamiento ocurriría en 2020 por unos USD 850 millones. El indicador de deuda neta/EBITDA a mar'18 fue de 6,7x, pero FIX estima que terminará 2018 en 6,0x, y debería ir reduciéndose gradualmente. Se estima una liquidez ajustada hasta el año 2022 inclusive.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a marzo 2018 han sido estimados anualizando las cifras correspondientes a dicho período.

Resumen Financiero- UGEN S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF
Tipo de cambio al final del período	20,14	18,77
Tipo de cambio promedio	19,49	16,57
	mar-18	2017
Meses	3 meses	12 meses
Rentabilidad		
EBITDA Operativo	147.906	2.234
Margen de EBITDA	85,7	54,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,2	(15,3)
Margen del Flujo de Fondos Libre	(366,3)	(56.571,2)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	622,9	(158,6)
Coberturas		
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,4	(3.140,9)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,6	14,4
EBITDA / Servicio de Deuda	0,9	0,0
FGO / Cargos Fijos	2,4	(3.140,9)
FFL / Servicio de Deuda	(3,3)	(4,9)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(3,0)	(4,8)
FCO / Inversiones de Capital	0,1	(0,2)
Estructura de Capital y Endeudamiento		
Deuda Total Ajustada / FGO	8,5	(6,5)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,7	1.408,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	7,3	1.393,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,8	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	0,1
Balance		
Total Activos	4.643.239	3.554.969
Caja e Inversiones Corrientes	197.741	34.575
Deuda Corto Plazo	267.962	470.143
Deuda Largo Plazo	4.267.328	2.677.444
Deuda Total	4.535.290	3.147.586
Deuda asimilable al Patrimonio		
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.535.290	3.147.586
Deuda Fuera de Balance	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.535.290	3.147.586
Total Patrimonio	(30.589)	27.736
Total Capital	4.504.701	3.175.322
Flujo de Caja		
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	133.304	(486.313)
Variación del Capital de Trabajo	(94.759)	43.545
Flujo de Caja Operativo (FCO)	38.545	(442.768)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(4)	(3)
Inversiones de Capital	(671.029)	(1.868.705)
Dividendos	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(632.488)	(2.311.476)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(120)	0
Otras Inversiones, Neto	(228.319)	462
Variación Neta de Deuda	1.055.976	2.345.386
Variación Neta del Capital	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(31.888)	0
Variación de Caja	163.162	34.372
Estado de Resultados		
Ventas Netas	172.658	4.086
Variación de Ventas (%)		
EBIT Operativo	76.634	(416)
Intereses Financieros Brutos	94.309	155
Alquileres	0	0
Resultado Neto	(47.631)	(43.998)

Anexo II. Glosario

- CAMMESA: Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A.
- Cargos Fijos: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Alquileres devengados.
- COD: Fecha de inicio de la operación comercial de una central, por sus iniciales en inglés.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- CSA: Acuerdo contractual de servicio de mantenimiento, por sus iniciales en inglés.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- EBITDA: Resultado operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres devengados.
- FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings)
- GE: La compañía estadounidense General Electric.
- Heat Rate: Cantidad de energía térmica necesaria para generar un KWh. Cuanto menor es el heat rate, más eficiente es la central, porque consume menos combustible.
- O&M: Operación y mantenimiento.
- Servicio de Deuda: Intereses financieros Brutos + Dividendos preferidos + Deuda Corto Plazo.

Anexo III. Características del Instrumento

Co-emisión de Obligaciones Negociables por hasta USD 650 millones

Emisores	Río Energy S.A., UGEN S.A. y UENSA S.A.
Monto Autorizado:	Por hasta USD 650 MM
Monto Emisión:	USD 600 MM
Precio de Emisión	99,317% del valor nominal
Fecha de Emisión:	1 de febrero de 2018
Fecha de Vencimiento:	1 de febrero de 2025
Amortización de Capital:	En una única cuota al vencimiento, a los 7 años de la fecha de emisión
Intereses:	Tasa fija del 6,875% anual
Cronograma de Pago de Intereses:	Semestrales por período vencido, con fecha de pago los 1 de febrero y 1 de agosto de cada año, comenzando el 1 de agosto de 2018 y finalizando en la Fecha de Vencimiento
Destino de los fondos:	i) Precancelación de endeudamiento, ii) repago del financiamiento de GE y iii) costos relacionados con la emisión y capital de trabajo
Garantías:	
Cuenta de Reserva	Cuenta abierta en Citibank, NY, que deberá tener fondeado en todo momento el próximo Servicio de Deuda. El fondeo puede ser en efectivo y/o con una suma proporcionada por Cartas de Crédito, y el total debe ser igual o superior al del Servicio de Deuda. La cuenta estará bajo el dominio y control exclusivo del Agente de Garantía de Estados Unidos, para beneficio del Fiduciario y de los Tenedores de las ON como Beneficiarios de la Garantía
Contratos de prenda locales	Cada co-emisora prenda a favor del Agente de Garantía Local la totalidad de los derechos de titularidad de cada co-emisora con respecto a: i) los generadores, ii) cualquier póliza de seguro relacionada con los generadores, y iii) cualquier compensación o indemnización que pudiere corresponder a las co-emisoras como resultado de la expropiación de los generadores.
Contrato de Fideicomiso	Las ON se emitirán en el marco de un contrato de Fideicomiso celebrado con Citibank, N.A., quien actuará como Fiduciario, Agente de Registro conjunto, Agente de Transferencia y Agente de Pago
Opción de Rescate:	En cualquier momento desde el 1 de febrero de 2022 las co-emisoras podrán rescatar las Obligaciones Negociables total o parcialmente, a los precios establecidos a continuación más los intereses devengados e impagos a la fecha de rescate: - Desde el 1 de febrero de 2022: 103,438% del Valor Nominal - Desde el 1 de febrero de 2023: 101,719% del Valor Nominal - Desde el 1 de febrero de 2024: 100% del Valor Nominal
Limitaciones:	
Endeudamiento adicional	Cobertura de intereses combinada igual o mayor a 2.0x. Apalancamiento neto combinado menor a 3,5x EBITDA desde 2022 (3,75x desde 2018 hasta 2021)
Retiro de dividendos	Poder incurrir en al menos 1 USD de endeudamiento adicional. No superar el 50% del resultado neto combinado acumulado
Venta de activos	A menos que la Co-emisora correspondiente reciba una contraprestación al momento de la Venta de activos como mínimo equivalente al Valor Justo de Mercado de los activos vendidos
Otros: Cambio de Control	Los co-emisores deben ofrecer la recompra de las ON a un precio del 101% del monto principal, más el interés acumulado y no pagado

Anexo IV. Dictamen de Calificación

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACION DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg.CNV N°9

El Consejo de Calificación de **FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - en adelante FIX SCR-** realizado el **9 de agosto de 2018** confirmó(*) en categoría **BBB+(arg)** a la calificación de Emisor de UGEN S.A. y a las Obligaciones Negociables por hasta USD 650 millones co-emitidas por Río Energy S.A., UGEN S.A. y UENSA S.A.

A la misma fecha, se asignó un **Rating Watch (alerta) Negativo**.

Categoría BBB(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.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar 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. Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agrega "(arg)".

Rating Watch (alerta): una calificación se coloca bajo Rating Watch para advertir a los inversores que existe una razonable probabilidad de cambio en la calificación asignada y la probable dirección de ese cambio. El Rating Watch se designa como "Negativo" en caso de una potencial baja. Generalmente el Rating Watch se resuelve en un periodo relativamente corto de tiempo. El disparador del RW puede ser tanto un anticipo de un evento o puede tratarse de un hecho ya ocurrido, pero en ambos casos, las implicaciones exactas sobre la calificación permanecen indeterminadas. El periodo en el cual el RW está vigente es normalmente usado para reunir mayor información y/o profundizar el análisis. Adicionalmente, el RW puede ser usado cuando las consecuencias sobre la calificación son claras, y existe un evento disparador (por ejemplo, un cambio en la estructura accionaria o una aprobación regulatoria). El RW se extenderá para cubrir el periodo en que el evento disparador sea resuelto o su resultado sea predecible con un alto grado de certeza.

La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. La calificación asignada se desprende del análisis de los factores cuantitativos y factores cualitativos. Dentro de los factores cuantitativos se analizaron la rentabilidad, el flujo de fondos, el endeudamiento y estructura de capital, y el fondeo y flexibilidad financiera de la compañía. El análisis de los factores cualitativos contempló el riesgo del sector, la posición competitiva, y la administración y calidad de los accionistas.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **5 de enero de 2018** disponible en www.cnv.gob.ar, y contempla los principales cambios acontecidos en el periodo bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del periodo bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

(*) Siempre que se confirma una calificación, la calificación anterior es igual a la que se publica en el presente dictamen.

Fuentes

- Balances auditados desde 30-06-2017 hasta el 31-03-2018, disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Prospecto de las Obligaciones Negociables co-emitidas por Río Energy, UGEN y UENSA, del 17 de enero de 2018.
- Hechos Relevantes presentados y publicados ante la CNV.

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.