

Río Energy S.A. (Río Energy)

Informe Integral

Calificaciones

Emisor	BBB(arg)
Obligaciones Negociables por hasta U\$S 650 MM	BBB(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

	9 meses	12 meses
(\$millones)	30/09/18	31/12/17
Total Activos	10.599	3.365
Total Deuda		
Financiera	8.544	837
Ingresos	780	390
EBITDA	609	293
EBITDA (%)	78.0	75.3
Deuda Neta/ EBITDA	10.3	2.8
EBITDA/ intereses	2.1	5.7

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

Gabriela Curutchet
Director Asociado
+54 11 5235-8122
gabriela.curutchet@fixscr.com

Responsable del Sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Perspectiva Estable: FIX SCR S.A. (afiliada de Fitch Ratings) – en adelante FIX- removió el alerta (Rating Watch) Negativa y asignó una Perspectiva Estable a las calificaciones de Río Energy S.A. (desde el 1 de enero de 2019 Río Energy S.A. absorbió por fusión a UGEN S.A. y UENSA S.A.) como consecuencia de la emisión en diciembre 2018 de una ON privada por USD 250 millones, la cual permite mejorar el perfil de liquidez de la compañía y reducir la incertidumbre respecto a la obtención del financiamiento necesario para completar la expansión de ciclos combinados por 300 MW adicionales, que entrarían en operaciones en el primer semestre de 2020.

Riesgo de terminación de cierres de ciclo: La conversión a ciclos combinados que comenzó en mayo 2018 implica una inversión del orden de los USD 490 millones y conlleva el riesgo de ejecución inherente a los proyectos de infraestructura de gran escala. La emisión de la ON privada por USD 250 millones, junto a fondos adicionales por USD 50 millones del bono internacional, la financiación del proveedor de las turbinas por USD 100 millones y Flujo de caja operativo por USD 90 millones, prácticamente cierran el financiamiento necesario para el proyecto de expansión, aumentando la probabilidad de terminación.

Contratos de venta de largo plazo a precio fijo: El flujo de ingresos proviene en su mayor parte de las ventas por disponibilidad bajo un contrato con CAMMESA en dólares, por 10 años para los ciclos abiertos (450 MW entre las 3 centrales) con vencimiento en 2027. Adicionalmente, la compañía posee un contrato de venta de electricidad por 15 años para el ciclo combinado (300 MW adicionales) cuya habilitación comercial está prevista para mayo 2020. El EBITDA bajo el ciclo abierto se estima en USD 90 millones, y a partir del cierre de ciclo en USD 190 millones.

Mayor riesgo regulatorio y de contraparte: Si bien la nueva Administración ha adoptado medidas tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA (principal contraparte de la compañía), dando señales de soporte a la sostenibilidad del negocio con el objetivo de ampliar la capacidad del sistema, el sector eléctrico aún sigue dependiendo de subsidios públicos. La fuerte depreciación del tipo de cambio del último año incrementó el déficit del sector, dado que las tarifas de Distribución están nominadas en pesos mientras que la generación está remunerada en dólares. Esta situación aumenta las necesidades de CAMMESA de subsidios gubernamentales para poder hacer frente a sus compromisos, lo que podría implicar una mayor discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a las empresas generadoras, aumentando el riesgo de contraparte.

Corto historial operativo: La calificación también refleja el escaso historial operativo de las 3 centrales. Como mitigante 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

Factores que podrían derivar en bajas de calificación:

- Retrasos en la ejecución de los cierres de ciclo que podrían presionar la liquidez.
- Cambios regulatorios o de la situación de CAMMESA para cumplir con sus compromisos.
- Cambios en los costos y el nivel de despacho previstos que afecten la rentabilidad esperada de los proyectos.

Factores que podrían derivar en subas de calificación:

- La entrada en operaciones de los ciclos combinados.

- Cambios en la estructura de capital que involucren un menor apalancamiento.
- Probada trayectoria en la operación, con niveles de disponibilidad, uso de combustible, niveles de despacho y nivel de costos acordes a los previstos.

Liquidez y Estructura de Capital

Tras la emisión de la ON privada en dic'18 por USD 250 millones, el nivel de apalancamiento de la compañía es muy elevado respecto a comparables del sector, con un ratio deuda/EBITDA estimado por FIX para fin de 2018 de 9,4x. Este ratio debería reducirse a valores cercanos a 4x hacia 2021, cuando los ciclos combinados estén totalmente operativos. La ON privada tiene un plazo de 5 años, devenga intereses trimestrales a una tasa LIBOR más un margen de 11,25%, y tiene amortizaciones trimestrales de capital a partir de los 30 meses de la emisión. La ON se encuentra garantizada por prenda sobre ciertos activos relacionados al proyecto de expansión, cesión fiduciaria de los derechos de cobro bajo los PPA de ciclos combinados y prenda de acciones de la compañía, con la consiguiente limitación a la flexibilidad financiera del emisor. La liquidez de la compañía a sept'18 era muy ajustada, con Caja y equivalentes por USD 4,3 millones, pero la misma es adecuada a dic'18 tras la emisión de la ON privada, lo que le permitiría cumplir con el plan de expansión sin necesidad de financiamiento adicional en el corto plazo.

Perfil del Negocio

Río Energy S.A. es una compañía que forma parte del Grupo MSU Energy, el cual en la licitación de la Res. 21/2016 fue adjudicado con tres proyectos térmicos de ciclo simple, cada uno de 150 MW: Río Energy S.A. (Gral. Rojo), UGEN S.A. (Barker) y UENSA S.A. (Villa María). Desde el 1º de enero de 2019 estas tres sociedades se fusionaron, quedando Río Energy S.A. como la sociedad absorbente de las otras dos. La potencia instalada total de los tres proyectos de ciclo simple es de 450 MW, y los contratos son con CAMMESA, por 10 años y en dólares. Las centrales entraron en operaciones entre jun/17 y ene/18, con una generación anual de EBITDA entre las tres de unos USD 90 millones.

Los cierres de ciclo adjudicados bajo la Res. 287/2017 implican 100 MW de potencia adicional en cada sitio (sumando 300 MW adicionales), para totalizar 750 MW de capacidad instalada. Para los ciclos combinados los contratos también son con CAMMESA, en dólares y por 15 años desde el comienzo de las operaciones, que se daría en el primer semestre de 2020. El EBITDA anual esperado con el cierre de ciclos es de unos USD 190 millones.

Las siguientes son las características principales de las dos etapas de los proyectos térmicos:

Proyectos Térmicos MSU Energy (Ciclo simple)

	Río Energy	UGEN	UENSA
Ubicación	Gral Rojo (Bs.As.)	Barker (Bs.As.)	Villa María (Córdoba)
Tipo de proyecto	Central Térmica bajo Res.21/2016		
Potencia a disposición	150 MW (3 turbinas de gas de 50 MW c/u)	150 MW (3 turbinas de gas de 50 MW c/u)	150 MW (3 turbinas de gas de 50 MW c/u)
Provisión del equipamiento	General Electric		
Ingeniería y construcción	Llave en mano con GE		
Situación	En operación desde 13/6/17	En operación desde 29/12/17	En operación desde 25/1/18
Contraparte	CAMMESA (contratos de compra por 10 años)		
Precio por potencia disponible	USD/MW-mes 20.900	USD/MW-mes 19.900	USD/MW-mes 19.900
Precio por energía despachada	Gas: 8,5 USD/MWh Diesel: 12,5 USD/MWh	Gas: 8,5 USD/MWh Diesel: 12,5 USD/MWh	Gas: 8,5 USD/MWh Diesel: 12,5 USD/MWh
Heat rate garantizado	2.250 kcal/kWh	2.250 kcal/kWh	2.250 kcal/kWh
O&M/ Contrato de mantenimiento (CSA)	La operación realizada por MSU, con un equipo entrenado por GE, y la supervisión de un ingeniero de GE. El CSA es con GE por los 10 años de duración del PPA, con un costo fijo trimestral y un costo variable según las horas de uso de las turbinas. GE garantiza una disponibilidad del 97%, el heat rate y provee los repuestos necesarios. El CSA también incluye la entrega de una turbina de repuesto por el tiempo que alguna no esté disponible.		
EBITDA proyectado anual (Ciclo simple)	USD MM 31	USD MM 30	USD MM 29

Expansión y conversión a Ciclo Combinado

	Río Energy	UGEN	UENSA
Ubicación	Gral Rojo (Bs.As.)	Barker (Bs.As.)	Villa María (Córdoba)
Tipo de proyecto	Cierre de ciclo bajo Res. 287/2017		
Potencia a disposición	101 MW (1 turbina de gas de 47 MW y 1 de vapor de 54 MW)	101 MW (1 turbina de gas de 47 MW y 1 de vapor de 54 MW)	101 MW (1 turbina de gas de 47 MW y 1 de vapor de 54 MW)
Provisión del equipamiento	General Electric		
Ingeniería y construcción	A-Evangelista S.A.		
Situación	Construcción desde mayo 2018. COD previsto marzo 2020	Construcción desde mayo 2018. COD previsto mayo 2020	Construcción desde mayo 2018. COD previsto mayo 2020
Contraparte	CAMMESA (contratos de compra por 15 años)		
Precio por potencia disponible	USD/MW-mes 18.900	USD/MW-mes 19.900	USD/MW-mes 19.900
Precio por energía despachada	Gas: 10,4 USD/MWh Diesel: 1,0 USD/MWh	Gas: 8,8 USD/MWh Diesel: 1,0 USD/MWh	Gas: 12,7 USD/MWh Diesel: 1,0 USD/MWh
Heat rate garantizado	1.680 kcal/kWh (con GN)	1.680 kcal/kWh (con GN)	1.680 kcal/kWh (con GN)
O&M/ Contrato de mantenimiento (CSA)	La operación estaría a cargo de MSU Energy. El CSA tiene las mismas características que el de ciclo simple.		
EBITDA proyectado anual adicional (Cierre de ciclo)	USD MM 34	USD MM 32	USD MM 33

Riesgo de construcción: El cierre de ciclo de las tres centrales, que se llevará a cabo entre 2018 y 2020 conlleva el riesgo de ejecución inherente a los proyectos de infraestructura de gran escala y tiene una mayor complejidad que los ciclos abiertos. Como mitigante, el contrato de construcción del ciclo combinado prevé el traspaso de las penalidades por incumplimiento que pudiera cobrar CAMMESA por retrasos en el comienzo previsto de las operaciones. La inversión total para la conversión a ciclos combinados es de unos USD 490 MM (IVA incluido), que se financian con una combinación de generación de fondos operativos (unos USD 90 millones), financiación del proveedor de las turbinas (unos USD 100 millones), fondos adicionales por USD 50 millones del bono internacional, y los recursos provistos por la emisión de la ON privada (USD 250 millones).

Riesgo de ingresos: El flujo de ingresos es estable y predecible, sin una gran dependencia de la eficiencia de las turbinas, dado que la mayor parte de los mismos derivan de la remuneración por disponibilidad de potencia (más del 90% del ingreso total para los ciclos abiertos, y luego 75% del total cuando, al pasar a ciclos combinados, aumente el despacho al 90% por una mayor eficiencia). Las tres centrales tienen tecnología de GE, que además garantiza una disponibilidad del 97% y un heat rate de 2.250 kcal/kWh (para ciclo abierto) y de 1.680 kcal/kWh (para ciclo combinado), haciéndose cargo de las penalidades que pudiera cobrar CAMMESA por incumplimientos en estos parámetros. Estos heat rates son bajos en comparación con los 2.400 kcal/kWh usuales de varias centrales térmicas en el país, lo cual aumenta las chances de ser despachadas. De acuerdo al informe del Ingeniero independiente (Sargent & Lundy LLC), estos valores de heat rate son alcanzables por las tres centrales. En lo que va de 2018 las centrales han tenido una disponibilidad del 100% en la mayoría de los meses, con un promedio de más del 99%. La única excepción fue la planta de Villa María, que fue afectada por un evento mecánico que ya fue solucionado en abril 2018. Desde ahí en adelante esta planta también mantuvo una disponibilidad del 100%.

Riesgo de Operación: Las centrales tienen un escaso historial operativo, con aproximadamente un año de funcionamiento. Como factor mitigante, las centrales utilizan tecnología mundialmente 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. Los mantenimientos mayores de 25.000 horas y de 50.000 horas se estiman para 2022 y 2025 respectivamente. Los principales rubros de costos son los Gastos de personal y los de Mantenimiento (relacionados con el CSA con GE). Entre ambos representan un 77% de los costos totales. Aproximadamente un 50% de los costos están denominados en dólares.

Riesgo de abastecimiento de combustible: El principal cuello de botella es el transporte, motivo por el cual MSU Energy ya tiene contratos con TGS y Naturgy por el 95% de las necesidades de gas, que son de unos 3,6 millones de m³/día. También se encuentran en negociaciones con los principales productores de gas, a fin de obtener algún descuento respecto al precio de mercado del combustible, cuyo costo es afrontado por CAMMESA. Si bien la nueva Administración Central implementó una serie de medidas para incentivar la producción de gas natural, las condiciones de abastecimiento son inciertas, lo cual deriva en potenciales escenarios de niveles de despacho. Si esto ocurriera en la etapa de ciclos combinados y el nivel de despacho bajara del 90% esperado a un 75%, se reduciría el EBITDA previsto de USD 190 millones a USD 180 millones.

Riesgo del Sector

FIX considera que las calificaciones en el sector eléctrico argentino son vulnerables a cambios normativos y están más influenciadas por la política energética local que por el desarrollo y eficiencia de la capacidad instalada. Creemos, sin embargo, que estos proyectos operan bajo un

marco regulatorio de mayor estabilidad que aquellos participantes del sector cuyos ingresos derivan de ventas en el mercado spot (Res 19/2017).

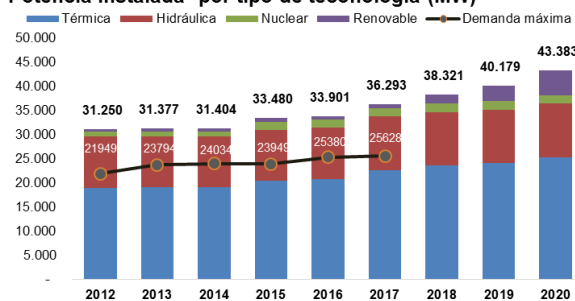
Si bien la nueva Administración ha adoptado en los últimos años medidas tendientes a reducir el déficit operacional de CAMMESA (principal contraparte de la compañía), dando señales de soporte a la sostenibilidad del negocio con el objetivo de ampliar la capacidad del sistema y corregir desbalances entre la oferta y la demanda, el sector eléctrico aún sigue dependiendo de subsidios públicos. La fuerte depreciación del tipo de cambio del último año incrementó el déficit del sector, dado que las tarifas de Distribución están nominadas en pesos mientras que la generación está remunerada en dólares. Esta situación aumenta las necesidades de CAMMESA de subsidios gubernamentales para poder hacer frente a sus compromisos. Durante 2018 hasta el mes de noviembre las transferencias corrientes del gobierno a CAMMESA fueron de unos USD 3.500 millones, lo que representa un 20% más que las transferencias hechas hasta noviembre 2017, por USD 2.900 millones. Esto podría implicar una mayor discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a las empresas generadoras, aumentando el riesgo de contraparte. Si bien CAMMESA ha regularizado los pagos a todos los generadores desde septiembre de 2016, reduciendo los días de pago a alrededor de 40 días, cuando antes el plazo habitual estaba cerca de los 100 días, en años anteriores 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 las empresas generadoras, por lo que con el aumento del déficit del sector tras la crisis cambiaria, se incrementó el riesgo de demora en el cobro.

El sector eléctrico ha llegado a operar cerca del límite de la capacidad desde el año 2007, y la nueva oferta de generación apenas fue acompañando la demanda.

Ante este panorama la nueva Administración le encomendó al Ministerio de Energía la instrumentación de un plan para desarrollar los segmentos de generación, transporte y distribución, mejorar la calidad y garantizar la prestación del servicio en condiciones técnicas y económicas adecuadas. Con las nuevas licitaciones de proyectos térmicos y de energías renovables, se espera un crecimiento importante de la capacidad instalada a partir del año 2019. Esto traerá aparejado un incremento en los compromisos de pago de CAMMESA, los que deberán ser compensados por la suba acorde de tarifas y de los costos cobrados a los Grandes Usuarios para mantener equilibrado el sistema.

Otro riesgo es que el aumento necesario de la capacidad de transporte vaya a un ritmo más lento que el necesario para acompañar el crecimiento previsto en la generación.

Potencia instalada* por tipo de tecnología (MW)



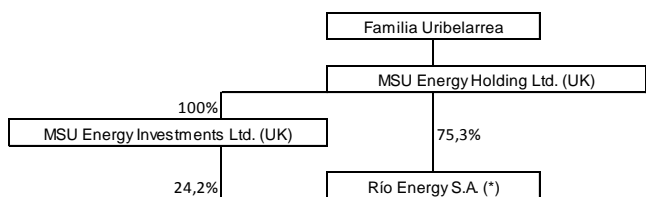
* Hasta 2017 es la Potencia Instalada real. 2018-2020, tiene la potencia a instalar esperada de las rondas Revonar 1, 1.5 y 2 y térmicas Resol SEE 21/16, y Res SEE 287/17.
 Fuente: CAMMESA, Fix Scr

Posición Competitiva

El mercado donde opera MSU Energy es competitivo. Sin embargo la competencia en este mercado no es un factor tan determinante, dado que la rentabilidad proviene principalmente de los contratos a largo plazo por disponibilidad de potencia, que le confieren a la compañía un flujo de fondos estable (denominado en dólares). Asimismo, estos contratos garantizan un nivel de ingresos independiente de la eficiencia de las turbinas, siendo los costos de combustible afrontados por CAMMESA.

De todos modos, las turbinas de GE utilizadas en la central de Río Energy son más eficientes que el promedio de las centrales del país, y cuando las tres centrales pasen a ciclo combinado tendrán un heat rate de 1.600 kcal/kWh, convirtiéndose en unas de las más eficientes del país, por lo cual es esperable un alto nivel de despacho, del orden del 90%.

Administración y Calidad de Accionistas



(*) El 0,5% restante es propiedad de Santos Uribebarrea Duhau y Santos Uribebarrea Balcarce

Los accionistas principales de las tres centrales térmicas son Manuel Santos Uribebarrea Balcarce y Manuel Santos de Uribebarrea Duhau, a través de MSU Energy Holding Ltd, controlante de MSU Energy Investments Ltd (ambas con base en el Reino Unido). Estas dos compañías son las propietarias de Río Energy S.A., que desde el 1º de enero 2019 absorbió a UGEN S.A. y UENSA S.A., haciéndose cargo de los activos y pasivos de las mismas.

La familia Uribebarrea comenzó sus actividades en Argentina en 1860, en el negocio agropecuario en las principales regiones del país. Actualmente tiene operaciones en varios países de la región como Brasil, Uruguay y Paraguay, con un portfollio de más de 250.000 Has. de campos y producción de más de 800.000 toneladas de granos por año. También administran dos Fondos Agrícolas de inversores internacionales, con activos por más de USD 500 MM.

Tras las investigaciones judiciales de público conocimiento iniciadas en agosto 2018 en las que aparece mencionado el ex presidente y accionista minoritario de MSU Energy (entre otros empresarios y ex funcionarios públicos), FIX considera que sigue existiendo riesgo reputacional para la compañía. Para mitigar este riesgo MSU Energy ha tomado ciertas medidas como el pedido de licencia y posterior renuncia del presidente de la compañía, la firma del Código de Conducta por parte de todos los empleados y proveedores, la incorporación de un Oficial de Compliance, mejoras en los procesos de control y el nombramiento como nuevo Director General de Pablo Ferrero, con más de 25 años de experiencia en posiciones senior dentro de la industria.

Factores de Riesgo

Riesgo de terminación de la conversión a Ciclos Combinados: Los proyectos de gran escala como el cierre de ciclos, que tienen una mayor complejidad que los ciclos abiertos, conllevan un riesgo de ejecución que puede implicar potenciales retrasos en las obras que dilaten la entrada en operaciones y el consiguiente flujo de ingresos necesario para cumplir con los compromisos financieros. Hasta la fecha MSU Energy viene cumpliendo en tiempo y forma con los hitos de la obra, teniendo el objetivo de intentar conseguir la habilitación comercial entre uno y dos meses antes del COD comprometido con CAMMESA.

Riesgo de contraparte con CAMMESA: Demoras en los pagos de CAMMESA pueden presionar fuertemente las necesidades de capital de trabajo de la compañía, cuya flexibilidad financiera es acotada por los compromisos del plan de inversiones.

Riesgo operativo: Un potencial aumento de los costos operativos o reducción de los niveles de despacho respecto a lo previsto pueden tener un impacto negativo en la generación de flujo de caja necesario para cumplir con los compromisos.

Riesgo regulatorio: Es inherente a todo el sector energético e implica un potencial cambio de reglas con el fin de reducir los subsidios, que pueden impactar en la rentabilidad de la compañía.

Perfil Financiero

Rentabilidad

El EBITDA ajustado hasta sept'18 es en conjunto de USD 67 millones. El EBITDA estimado por FIX para las tres centrales de ciclo simple en 2018 es de alrededor de USD 90 millones.

La habilitación comercial de los Ciclos combinados, asumiendo un despacho del 90% y disponibilidad del 97%, permitiría duplicar el EBITDA, llevándolo a unos USD 190 millones anuales entre las tres centrales, desde mayo 2020.

Si al escenario base le incorporamos un aumento del 5% en los costos de operación y mantenimiento (O&M), el EBITDA conjunto de los tres proyectos tras los cierres de ciclo sería de unos USD 184 millones. En este contexto aumentaría el riesgo de refinanciación, dado que sería necesario refinanciar unos USD 250 millones al vencimiento del bono.

Adicionalmente, si la cuarta turbina de gas en cada sitio está disponible antes de la fecha de comienzo de operaciones del ciclo combinado, generará ingresos al precio spot (actualmente unos USD/MW-mes 7.000 según la Res.19/17). Del mismo modo, si el cierre de ciclo con la turbina de vapor está disponible antes del COD previsto, CAMMESA paga el 70% del PPA hasta la fecha del COD comprometido y desde esa fecha comienza el plazo de 15 años del PPA.

Un escenario de retraso en el comienzo de las operaciones de los ciclos combinados traerá una mayor presión al momento del vencimiento del bono por los ingresos no percibidos en ese lapso, siendo necesario refinanciar unos USD 300 millones en el caso de un retraso de tres meses. Esto es independiente de que se puedan trasladar las multas por retraso al constructor y de que se pague por las obras recién cuando las centrales estén operativas. La pérdida de ingresos por no haber cerrado el ciclo se ve en parte compensada porque la cuarta turbina de gas, que se instala antes de la turbina de vapor que cierra el ciclo, genera ingresos a precios spot.

Flujo de Fondos

Si bien el flujo generado por las operaciones ha sido positivo en los 9 meses a sept'2018 tras haber entrado en operaciones las tres centrales, el Flujo de Fondos Libre resultó negativo en estos dos años por el fuerte plan de inversiones. Este déficit del flujo de fondos fue financiado fundamentalmente por la emisión del bono internacional por USD 600 millones a inicios de 2018.

Hasta 2020 FIX espera Flujo de Fondos libre negativo, producto de las inversiones comprometidas para los cierres de ciclo, estimadas en alrededor de USD 490 millones (IVA incluido). La reciente emisión de la ON privada por USD 250 millones, junto a financiación del proveedor de las turbinas por unos USD 100 millones, FGO por unos USD 90 millones y fondos adicionales por USD 50 millones del bono internacional, prácticamente cierra el financiamiento necesario para el plan de expansión, aumentando la probabilidad de terminación del proyecto.

Liquidez y Estructura de Capital

A sept'2018 la deuda financiera conjunta era de USD 649 millones, 9% concentrada en el corto plazo. La principal porción de la deuda es el bono internacional por USD 600 millones con vencimiento en una única cuota en 2025. Si bien el endeudamiento se encuentra en su totalidad denominado en dólares, el riesgo de descalce de monedas es bajo ya que los ingresos también se encuentran denominados en la misma moneda.

Tras la emisión de la ON privada por USD 250 MM, la empresa terminaría 2018 con un nivel de apalancamiento elevado, con deuda por USD 850 millones y un ratio deuda/EBITDA de 9,4x, estimado por FIX. Este ratio es superior al de comparables del sector, y estimamos que debería reducirse a valores cercanos a 4x hacia 2021, cuando los ciclos combinados estén totalmente operativos.

Fuentes y Usos (USD millones)			
Fuentes		Usos	
Emisión de ON privada	250	EPC de ciclos combinados	354
Financiación proveedor	100	Deudas de CP, W.C. y otros	136
Flujo generado (FGO)	90		
Fondos adic. del bono 2025	50		
Total	490	Total	490

La liquidez de la compañía a sept'18 era muy ajustada, con Caja y equivalentes por USD 4,3 millones, pero la misma es adecuada a dic'18 tras la emisión de la ON privada, lo que le permitiría cumplir con el plan de expansión sin necesidad de financiamiento adicional en el corto plazo. Al momento de la cancelación del bono internacional, en 2025, prevemos que hará falta refinanciar unos USD 200 MM, que serían cercanos a 1.0x el EBITDA de los ciclos combinados.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

La emisora ha celebrado contratos de préstamos sindicados con varios bancos locales, y a través de su controlante MSU Energy, ha obtenido financiamiento de diversas fuentes tanto locales como internacionales. Los accionistas además han mostrado un acceso comprobado al mercado de capitales a través del grupo MSU, del cual también son propietarios. Río Energy (junto a las ahora fusionadas UGEN y UENSA), ha emitido un bono internacional por US\$ 600 millones en febrero 2018 con vencimiento en 2025.

La flexibilidad financiera estará disminuida en los años de pico de endeudamiento hasta que se completen los cierres de ciclo. La ON privada vence en 2023, devenga intereses trimestrales a tasa LIBOR más margen de 11,25%, y tiene amortizaciones trimestrales de capital a partir de los 30 meses de emisión. La ON se encuentra garantizada por prenda sobre ciertos activos relacionados al proyecto de expansión, cesión fiduciaria de los derechos de cobro bajo los PPA de ciclos combinados y prenda de acciones de la compañía, limitando la flexibilidad financiera del emisor. Cualquier demora o sobrecostos podría impactar la salud financiera e incrementaría el riesgo de refinanciación del bono internacional.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios de períodos intermedios han sido estimados anualizando las cifras correspondientes a dichos períodos.

Resumen Financiero - Río Energy S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIF	NIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	40,90	18,77
Tipo de Cambio Promedio	23,03	16,57
Período	sep-18	2017
	9 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	608.805	293.408
Margen de EBITDA	78,0	75,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	11,0	14,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	(299,0)	(54,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	25,0	17,3

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	2,6	3,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	2,1	5,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,3	0,9
FGO / Cargos Fijos	2,6	3,3
FFL / Servicio de Deuda	(1,4)	(0,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(1,3)	(0,4)
FCO / Inversiones de Capital	0,1	0,1

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	8,4	4,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	10,5	2,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	10,3	2,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	8,3	7,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	18,8	34,6

Balance

Total Activos	10.599.186	3.365.049
Caja e Inversiones Corrientes	162.714	8.578
Deuda Corto Plazo	1.608.580	289.156
Deuda Largo Plazo	6.935.270	547.433
Deuda Total	8.543.850	836.589
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.543.850	836.589
Deuda Fuera de Balance	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.543.850	836.589
Total Patrimonio	705.915	306.154
Total Capital Ajustado	9.249.765	1.142.743

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	472.074	118.324
Variación del Capital de Trabajo	(129.573)	(95.968)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	342.501	22.356
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0
Inversiones de Capital	(2.675.307)	(233.871)
Dividendos	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(2.332.806)	(211.516)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(54.923)	0
Otras Inversiones, Neto	(473.424)	0
Variación Neta de Deuda	3.074.502	115.827
Variación Neta del Capital	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(59.210)	67.779
Variación de Caja	154.138	(27.910)

Estado de Resultados

Ventas Netas	780.267	389.609
Variación de Ventas (%)		
EBIT Operativo	559.862	147.055
Intereses Financieros Brutos	291.012	51.300
Alquileres	0	0
Resultado Neto	93.775	46.005

Resumen Financiero - UGEN S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	40,90	18,77
Tipo de Cambio Promedio	23,03	16,57
Período	sep-18	2017
	9 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	616.260	2.234
Margen de EBITDA	86,2	54,7
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	12,1	(15,3)
Margen del Flujo de Fondos Libre	(115,5)	(56.571,1)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	148,0	(316,4)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	2,5	(3.140,9)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,9	14,4
EBITDA / Servicio de Deuda	0,8	0,0
FGO / Cargos Fijos	2,5	(3.140,9)
FFL / Servicio de Deuda	(0,8)	(4,9)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,8)	(4,8)
FCO / Inversiones de Capital	0,2	(0,2)

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	8,5	(6,5)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	11,1	1.408,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	11,1	1.393,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,1	0,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	4,4	14,9

Balance

Total Activos	9.428.250	3.554.969
Caja e Inversiones Corrientes	10.743	34.575
Deuda Corto Plazo	404.222	470.143
Deuda Largo Plazo	8.746.628	2.677.444
Deuda Total	9.150.850	3.147.586
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	9.150.850	3.147.586
Deuda Fuera de Balance	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	9.150.850	3.147.586
Total Patrimonio	(253.548)	27.736
Total Capital Ajustado	8.897.302	3.175.322

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	479.452	(486.313)
Variación del Capital de Trabajo	(227.228)	43.545
Flujo de Caja Operativo (FCO)	252.224	(442.768)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0
Inversiones de Capital	(1.078.058)	(1.868.705)
Dividendos	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(825.834)	(2.311.473)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(3.293)	0
Otras Inversiones, Neto	(122.183)	462
Variación Neta de Deuda	1.012.814	2.345.386
Variación Neta del Capital	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(85.336)	0
Variación de Caja	(23.832)	34.375

Estado de Resultados

Ventas Netas	714.957	4.086
Variación de Ventas (%)		
EBIT Operativo	573.113	(416)
Intereses Financieros Brutos	329.488	155
Alquileres	0	0
Resultado Neto	(157.704)	(43.998)

Resumen Financiero - UENSA S.A.

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	40,90	18,77
Tipo de Cambio Promedio	24,69	16,57
Período	sep-18	2017
	9 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	567.001	(1.767)
Margen de EBITDA	86,4	#¡DIV/0!
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	10,9	(15,0)
Margen del Flujo de Fondos Libre	(116,3)	#¡DIV/0!
Retorno sobre el Patrimonio Promedio		

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	2,4	(737.926,9)
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,9	(2.727,6)
EBITDA / Servicio de Deuda	0,8	(0,0)
FGO / Cargos Fijos	2,4	(737.926,9)
FFL / Servicio de Deuda	(0,8)	(5,4)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	(0,8)	(5,2)
FCO / Inversiones de Capital	0,3	(0,2)

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	9,4	(6,6)
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	11,7	(1.779,5)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	11,7	(1.736,8)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	6,6	0,0
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	4,6	15,8

Balance

Total Activos	9.213.524	3.503.618
Caja e Inversiones Corrientes	2.997	75.514
Deuda Corto Plazo	405.000	496.239
Deuda Largo Plazo	8.447.031	2.649.045
Deuda Total	8.852.031	3.145.284
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.852.031	3.145.284
Deuda Fuera de Balance	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	8.852.031	3.145.284
Total Patrimonio	(193.167)	37.339
Total Capital Ajustado	8.658.864	3.182.624

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	411.155	(478.177)
Variación del Capital de Trabajo	(140.898)	33.179
Flujo de Caja Operativo (FCO)	270.256	(444.998)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0
Inversiones de Capital	(1.033.156)	(2.215.433)
Dividendos	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(762.900)	(2.660.431)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	(11.393)	0
Otras Inversiones, Neto	(127.133)	0
Variación Neta de Deuda	864.311	2.735.470
Variación Neta del Capital	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(35.402)	0
Variación de Caja	(72.516)	75.039

Estado de Resultados

Ventas Netas	655.998	0
Variación de Ventas (%)		
EBIT Operativo	470.443	(1.920)
Intereses Financieros Brutos	295.060	1
Alquileres	0	0
Resultado Neto	(90.166)	(51.653)

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

Obligaciones Negociables por hasta USD 650 millones

Emisores	Río Energy S.A., UGEN S.A. y UENSA S.A. (desde el 1 de enero 2019 fusionadas en Río Energy 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 **17 de enero de 2019** confirmó(*) en categoría **BBB(arg)** a la calificación de Emisor de Río Energy S.A. y a las Obligaciones Negociables por hasta USD 650 millones emitidas por la compañía.

A la misma fecha se asignó una **Perspectiva Estable**.

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)".

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. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, 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.

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.

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

Fuentes

- Balances auditados hasta el 30-09-2018, 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.
- Prospecto de Fusión de Río Energy S.A. (sociedad absorbente), UGEN S.A. y UENSA S.A. (sociedades absorbidas), de fecha 19 de octubre 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 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.