

MBT Serie II

Fideicomiso Financiero
 Informe de Actualización

Calificación

Clase	Monto (USD)	Vencimiento Final	Calificación	Perspectiva
VDFAP	87.142.500	Ene/2020	AA-sf(arg)	Estable

VDFAP: Valores de Deuda Fiduciaria Clase A Pesos.

Las presentes calificaciones se confirman con información proporcionada por el fiduciario a Julio 2019.

Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

Resumen de la transacción

BICE, en su carácter de Fiduciario de los Fideicomisos Fiduciantes, cedió al Banco de Valores S.A., el Fiduciario Financiero, créditos futuros originados por los Fideicomisos Fiduciantes (Central Termoeléctrica Manuel Belgrano y Central Termoeléctrica Timbúes), en concepto de disponibilidad de potencia y provisión de energía eléctrica bajo sendos Contratos de Abastecimiento celebrados con CMMESA.

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 calificadoradora- confirma en 'AA-sf(arg)/Estable' con perspectiva estable la calificación de los VDF emitidos por el fideicomiso financiero MBT Serie II. La confirma se debe al historial de disponibilidad de las centrales que demuestra una correcta operación de las mismas en función del contrato de Operación y Mantenimiento, la experiencia del Operador la fortaleza de la estructura financiera. Los VDF de la Serie I fueron amortizados en abril de 2019.

Situación del proyecto: mediante el Decreto 882/2017 y la Resolución 11/2018 del Ministerio de Energía y Minería, entre otras cosas, se instruye al Ministerio de Energía y Minería impulse las medidas necesarias para la venta, cesión u otro mecanismo de transferencia de los activos, personal y contratos relacionados con la central. Entre las condiciones y requisitos para esta transferencia, se deberán incluir la finalización y puesta en marcha de las obras para convertir a la central a ciclo combinado en el menor tiempo posible. La licitación fue declarada desierta y no se informó si se llamará a una nueva.

Riesgo operacional mitigado: Las centrales son operadas por cada Sociedad Gerente, que a su vez cuentan con una vasta experiencia en el sector energético local a través de sus accionistas. Adicionalmente, cabe destacar que ambas centrales firmaron contratos de operación y mantenimiento con Siemens que garantiza una disponibilidad del 93% a 10 años, vigencia que calza con la emisión.

Abastecimiento definido en contrato con CMMESA: el contrato de abastecimiento abarca la provisión y costo de combustibles necesarios para la generación de energía de las centrales. El repago de la deuda de la transacción no está expuesta a variaciones en el precio de gas natural ni gasoil.

Bajo riesgo de Demanda: los servicios bajo los VDF están incorporados al pago por la potencia disponible de las centrales, independientemente de sus niveles de despacho. La

Analistas

Analista Principal

Carlos García Girón
 Analista
 +54 11 5235-8114
carlos.garcia@fixscr.com

Analista Secundario

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

potencia comprometida por las centrales es del 80% de sus respectivas capacidades. Respecto al pago de los servicios de deuda, las centrales involucradas no son solidarias entre sí.

Estructura que brinda seguridad y liquidez: el Fiduciario Financiero (FF) administra un Fondo de Cobertura equivalente al “monto mínimo” de un servicio de interés y capital de los VDF. El Fondo de Cobertura será aplicado por el FF al pago de servicios de deuda bajo los VDF en caso de insuficiencia de cobranza. En un evento de transferencia insuficiente de fondos por parte de CAMMESA, los servicios bajo la Serie II quedarán subordinados a los de la Serie I. Sin embargo, el esfuerzo adicional de pago que le provocará a CAMMESA las obligaciones de la Serie II, no es significativo como para afectar la probabilidad de ocurrencia de insuficiencia de fondos. Si bien los VDF están denominados en dólares, sus servicios de deuda son pagados en pesos al tipo de cambio publicado por el Banco Central en el documento “A” 3500.

Cobertura adecuada de servicio de deuda: los servicios de deuda bajo los VDF, tendrá una alta prioridad de pago para CAMMESA, equivalente a la prevista en el Inciso e) del artículo 4º de la Resolución S.E. N° 406/2003. Asimismo, la cobertura histórica ha sido 1,2 veces el servicio de deuda desde abril 2010 a la fecha.

Riesgo CAMMESA: El rol de CAMMESA como contraparte del PPA, exponen al Proyecto al riesgo inherente al mercado eléctrico argentino. Si bien la nueva Administración ha adoptado en los últimos dos 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 de los últimos meses 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 subsidios gubernamentales por parte de CAMMESA 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 y riesgo de demora en el cobro, aumentando el riesgo de contraparte.

Sensibilidad 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 o en los términos del contrato de abastecimiento, que incluyen la denominación entre otros, podrían poner en riesgo la liquidez de la transacción para cumplir con las obligaciones financieras.

Crterios relacionados

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

Disponible en www.fixscr.com

Actualización

El 31.10.2017, el Gobierno emitió el Decreto 882/2017, que entre otras cosas, instruye al Ministerio de Energía y Minería impulse las medidas necesarias para la venta, cesión u otro mecanismo de transferencia de los derechos que correspondan al Estado Nacional en las centrales. Se monitoreará la venta y sus condiciones en caso que afecte las estructuras calificadas. La licitación fue declarada desierta y no se informó si se llamará a una nueva.

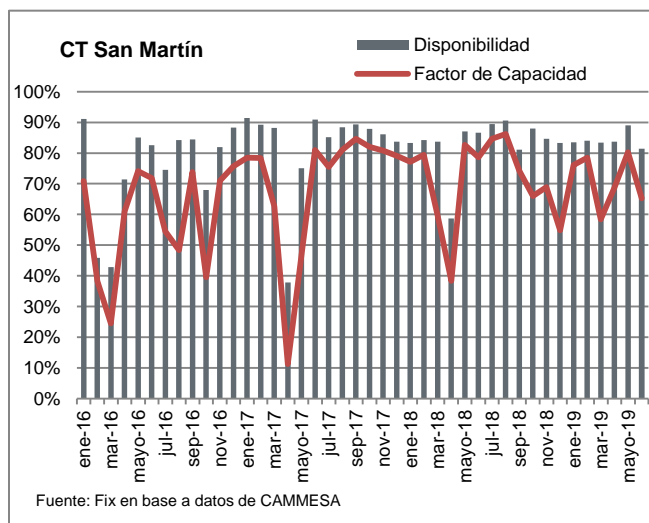
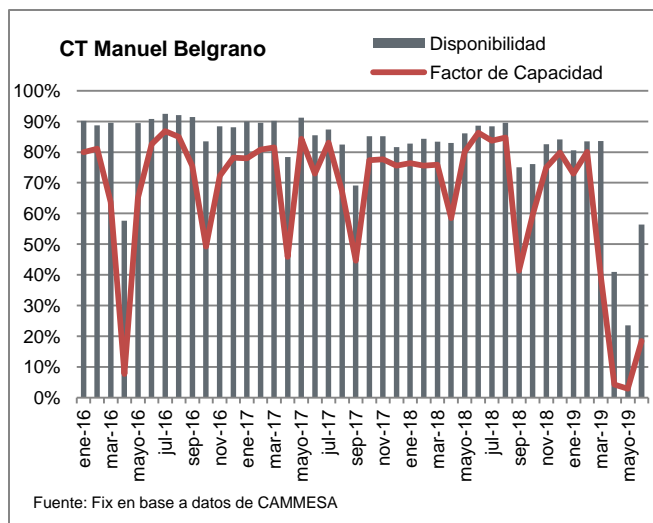
Con fechas 7 de enero y 2 de febrero de 2010, CAMMESA autorizó la Habilitación Comercial del ciclo combinado de las Centrales Termoeléctricas Manuel Belgrano y Timbúes respectivamente. De esta manera automáticamente entraron en vigencia los respectivos Contratos de Abastecimiento suscriptos entre las centrales y CAMMESA. En consecuencia, los servicios de los Valores de Deuda Fiduciaria (VDF) programados a partir de abril de 2010 inclusive, son cubiertos con los flujos provenientes de los mencionados contratos, y no a través del fondo de cobertura como se lo hizo hasta entonces.

El 30/1/2014 se emitió los VDFAP por US\$ 87.142.500. La Serie II está contemplada en el programa global del Fideicomiso Financiero y el producido neto de la colocación fue destinado principalmente a la cancelación de aportes reintegrables realizados en su momento por CAMMESA bajo el Fondo de Estabilización del sistema eléctrico, para el financiamiento de parte de la construcción de las centrales.

Los servicios de interés y capital de los instrumentos bajo la Serie II se afrontan bajo los mencionados contratos de abastecimiento. Los VDF de la Serie I fueron amortizados en abril de 2019. La calificación asignada se sustenta en la estructura de la transacción que implica el depósito directo en la cuenta fiduciaria por parte de CAMMESA de 1,20 veces los servicios de deuda de los VDF. Los pagos realizados por CAMMESA están contemplados bajo el Inciso e) de su operatoria.

En un evento de transferencia insuficiente de fondos por parte de CAMMESA, los servicios bajo la Serie II quedarán subordinados a los de la Serie I. Sin embargo, el esfuerzo adicional de pago que le provocará a CAMMESA las obligaciones de deuda bajo la Serie II, no es lo suficientemente significativo como para afectar la probabilidad de ocurrencia de insuficiencia de fondos. De esta manera, no se encuentran razones para realizar una diferenciación de calificación entre las series a pesar de la subordinación entre ellas.

A pesar de denominarse en dólares, la moneda de pago de los servicios de deuda bajo los VDF es en pesos al tipo de cambio publicado por el Banco Central mediante la Comunicación "A"



3500 cinco días hábiles anteriores a la fecha de pago de los servicios.

En 2018, la Central Manuel Belgrano tuvo una disponibilidad promedio del 83,66% y un Factor de Capacidad del 73,09%, mientras que para la Central San Martín fue de 83,37% y 70,90%, respectivamente. En el primer semestre de 2019 los valores fueron 61,43%; 36,48%; 84,21% y 71,21%, respectivamente. Los valores observados de factor de capacidad son elevados demostrando una muy buena operación de la plantas. La Central Manuel Belgrano, tuvo durante mayo de 2019 una indisponibilidad forzada.

A la fecha, los VDF de la Serie I fueron totalmente amortizados y el valor residual de la serie II es el siguiente:

Serie	Clase	Monto emitido (USD)	Valor residual (USD)
I	VDFAP	48.960.000	0
	VDFC	251.040.000	0
II	VDFAP	87.142.500	7.577.616

Anexo A. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - Reg. CNV N°9, en adelante FIX, reunido el 14 de agosto de 2019, confirmó en 'AA-sf(arg)' con perspectiva estable la calificación de los Valores de Deuda Fiduciaria Clase A – Pesos (VDFAP) emitidos por el Fideicomiso Financiero MBT Serie II. El detalle es el siguiente:

Títulos	Calificación Actual	Perspectiva actual	Calificación Anterior	Perspectiva anterior
VDFAP VN USD 87.142.500	AA-sf(arg)	Estable	AA-sf(arg)	Estable

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

Nota: 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. 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.

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 y la siguiente información pública:

- Contrato Suplementario de MBT Fideicomiso Financiero Serie II del 3/1/2014, disponible en www.cnv.gob.ar
- Pagos del Fideicomiso Financiero disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Información mensual de CAMMESA disponible www.cammesa.com

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).

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 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.