FIX bajó las calificaciones de CGC a BBB-(arg).

7 de agosto de 2020

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de *Fitch Ratings*) -en adelante "Fix"-, **bajó** a BBB-(arg) desde A-(arg) a la calificación de “Emisor de largo plazo” de **Compañía General de Combustibles S.A.** -en adelante CGC- y a los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase A por USD 300 millones
- Obligaciones Negociables Clase 12 por hasta USD 20 millones, ampliable a USD 60 millones
- Obligaciones Negociables Clase 13 por hasta USD 20 millones, ampliable a USD 60 millones.
- Obligaciones Negociables Clase 15 por hasta USD 5 millones, ampliable a USD 60 millones.

Adicionalmente bajó a categoría A3(arg) desde A(2) (arg) a la calificación de “Emisor de corto plazo” y a las Obligaciones Negociables Clase 14 por hasta USD 20 millones, ampliable a USD 60 millones y bajó a categoría BB(arg) desde BBB-(arg) a la calificación de las Obligaciones Negociables Clase 10 por hasta USD 120 millones.

CGC presentó una propuesta de Canje de las ON Clase A por USD 300 millones con vencimiento el 7 de noviembre de 2021 a tasa fija del 9.5% anual por Obligaciones Negociables Clase 17 amortizables a tasa fija del 9.5% anual con vencimiento en 2025 y solicita a los tenedores de las ON A existentes su consentimiento para modificar algunos compromisos y supuestos de incumplimiento. Los tenedores que opten por la opción Temprana recibirán, por cada USD 1000 de valor nominal, USD 950 en ON Clase 17 y USD 100 en efectivo. Los tenedores que opten por la opción de canje luego de la fecha de participación temprana y antes del vencimiento recibirán USD 950 en ON Clase 17 y USD 50 en efectivo. El capital de la ON Clase 17 será amortizado en cuotas semestrales el cual será detallado en el Aviso de Resultados. La adopción de las modificación propuestas requiere el consentimiento de tenedores que representan más del 50% del valor nominal de las ON con un quorum del 60% para la primera convocatoria que se celebrará el 3 de septiembre y del 30% en la segunda convocatoria, que en caso de ser necesaria se realizará el 4 de septiembre. CGC efectivizará el canje solo si al menos más del 50% de valor nominal fuera ofrecido y si conjuntamente se aprueban los cambios en los términos y condiciones de acuerdo a la propuesta.

Factores Relevantes de la Calificación

La baja de la calificaciones refleja el frágil perfil operacional (la incertidumbre acerca de su flujo operacional y rentabilidad esperada de su negocio principal a partir de 2022, un escenario de precios de mercado deprimidos, y un nivel de reservas bajo que implica necesidad de inversiones) y elevadas necesidades de refinanciación en 2021 aun considerando la operación de canje propuesta. En este contexto, FIX considera que el anuncio de canje de las ON existentes por USD 300 millones con vencimiento en 2021 implican cambios sustanciales para los tenedores que no acepten el mismo y los mismos se quedarían sin la protección de ciertas disposiciones (la cláusula de incumplimiento de pago de capital o por aceleración de cualquier endeudamiento en exceso a USD 20 millones). Esta condición podría afectar su acceso al financiamiento en el futuro.

La baja vida promedio de las reservas de CGC (4.3 años, 1P, 80% concentradas en gas natural) limitan la flexibilidad de CGC para reducir inversiones. En un contexto de precios deprimidos e inciertos, sin un esquema de incentivos a la producción ciertas, el perfil operacional se ve delimitado. Ante el anuncio de la oferta de canje FIX actualizó las proyecciones de CGC considerando una aceptación del canje

cercana al mínimo, y los nuevos escenarios de precios de petróleo y gas. Al contrario de la predictibilidad del flujo operativo existente entre 2019 y 2021, las mismas reflejan un 2021 desafiante en términos de necesidades de refinanciación y a partir de 2022 una reducción en la capacidad de CGC para reponer reservas con una caída significativa en su flujo operacional.

A pesar de la caída significativa de precios de hidrocarburos durante el año 2020, CGC fortaleció su posición de liquidez debido a la cobranza en tiempo y forma del plan de incentivo al gas no convencional que implica un 60% del EBITDA. De acuerdo a las estimaciones de FIX, para 2021 el EBITDA asciende a USD 200 millones con inversiones del orden de USD 90 millones. A partir de 2022 y considerando un esquema de precios de gas estimados en un 40% mayor a los actuales (USD 3.5 MMBTU), el flujo operacional de la compañía permitiría reponer reservas y mantener la producción si la compañía accede a financiamiento adicional. Este escenario es altamente dependiente de la sustentabilidad de los precios del gas, que podrían materializarse ante el lanzamiento de un nuevo esquema de incentivos a la producción.

El canje le permitirá a CGC prolongar sus vencimientos financieros que actualmente se encuentran concentrados entre 2020 y 2021. Con una aceptación del 51% del canje, el 65% del endeudamiento (USD 260 millones) será senior a las ON remanentes, las cuales se quedan sin la protección de ciertas disposiciones (eg. la cláusula de incumplimiento de pago de capital o por aceleración de cualquier endeudamiento en exceso a USD 20 millones). Dicho nivel de aceptación fuerza a la compañía a refinanciar USD 250 millones entre 2020 y 2021 (USD 147 MM de ON remanente + saldos de préstamo bancarios y ON en el mercado local). El acceso al mercado podría estar restringido luego de la operación de canje.

FIX bajó la calificación de la ON Clase 10 por USD 20 millones vigentes con vencimiento en julio'21 a BB(arg). La diferencia de dos escalones con respecto a la calificación de emisor versus tres en períodos anteriores considera el reducido saldo actual de USD 20 millones que conlleva a un mayor incentivo al repago. El repago depende de los dividendos de las subsidiarias (Transportadora de Gas del Norte S.A., Gasandes S.A. y Gasoducto Gasandes S.A. (Chile) no controladas por CGC. La garantía de las acciones de TGN actúan como incentivo, teniendo TGN una capitalización bursátil de USD 144 millones y con un ratio de Capitalización bursátil / deuda de 3.1x.

CGC es una compañía privada perteneciente al grupo Corporación América de escala media de producción y exploración de hidrocarburos. La operación en la cuenta Austral representa el 95% de su producción y reservas de la compañía. CGC se encuentra enfocada en el segmento de gas, que representa el 84% de la producción y 86% de las reservas. A marzo'20 la producción promedio ascendió a 49.8 mil Boe/d (+6.6%% con respecto al mismo período de 2019). La producción de gas no convencional representa un 68% del total de las ventas de gas. En 2019 las reservas resultaron en 63 millones boe, representando en promedio 4.3 años de producción. FIX considera que el bajo nivel de reservas limita la flexibilidad de la compañía para reducir inversiones.

FIX estima que CGC finalizaría el año 2021 con aproximadamente USD 64 millones de caja frente a vencimientos pro forma 2021 (asumiendo una aceptación del canje por 51%) de USD250 millones y un flujo de fondos libre cercano a USD 15 millones. La liquidez se encuentra condicionada a las condiciones del mercado de crédito. A marzo'20 la deuda financiera de CGC era de USD 448 millones. La deuda está compuesta por ON Clase A por USD 300 millones con vencimiento en noviembre 2021, ON locales por USD 34.7 millones, préstamos bancarios por USD 85 MM y ON Clase 10 sin recurso y con garantía de las acciones que posee CGC de Transportadora de Gas del Norte por USD 28.6 millones.

Sensibilidad de la calificación

El Rating Watch Negativo considera la incertidumbre sobre el resultado del canje y la estructura de

vencimientos. Una vez finalizado el proceso de canje y realizada la Asamblea de Tenedores (3 de septiembre o en caso de ser necesario 4 de septiembre) FIX revisará las calificaciones. En caso que el canje resulte exitoso FIX revisará el Rating Watch y podría bajar la calificación de las Obligaciones Negociables Clase A a BB(arg) considerando que dichos tenedores tendrán peores condiciones con respecto al resto del endeudamiento tras la eliminación de muchos compromisos y disposiciones establecidas en el Contrato de Emisión. En caso que no se realice el canje, FIX revisará las calificaciones a la baja considerando el elevado riesgo de refinanciación.

Adicionalmente una baja podría derivarse si a) a pesar del canje CGC continua teniendo un elevado riesgo de refinanciación para 2020 y 2021 o b) la prolongación en el tiempo del estresado contexto con precios y demanda débiles, producto de la pandemia, deterioren la generación de fondos disponibles para inversiones y los recortes de las mismas tengan un efecto en el perfil de producción 2022, c) cambios regulatorios de carácter permanente afecten la flexibilidad operativa y financiera, y d) un deterioro del apalancamiento medido en relación a las reservas podría implicar un deterioro en su calidad crediticia.

Notas Relacionadas y Metodología Aplicable:

FIX utilizó el Manual de Calificación de Empresas presentado ante la *Comisión Nacional de Valores* (disponible en www.cnv.gob.ar).

El informe correspondiente se encuentra disponible Disponibles en nuestra página web www.fixscr.com

Contactos

Analista Principal

Gabriela Curutchet

Director Asociado

gabriela.curutchet@fixscr.com

+54 11 5235-8122

Analista Secundario

Pablo Cianni

Director Asociado

pablo.cianni@fixscr.com

+54 11 5235-8146

Responsable del Sector

María Cecilia Minguillón

Senior Director

cecilia.minguillon@fixscr.com

+54 11 5235-8123

Relación con los Medios: Diego Elespe, Head Comercial y de Desarrollo de Negocios

diego.elespe@fixscr.com

+5411 5235-8100/10

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÒN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA “FIX”, ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: 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. 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.

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 son riesgos 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 substituto 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, pero no 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.