

## YPF Energía Eléctrica S.A. (YPF EE)

### Informe Integral

#### Calificaciones

|   |          |
|---|----------|
| Emisor Largo Plazo                                      | AA-(arg) |
| ON Clase I por USD 100 MM                               | AA-(arg) |
| ON Clase II por USD 400 MM                              | AA-(arg) |
| ON Clase III por hasta USD 30MM, ampliable h/ USD 50 MM | AA-(arg) |

#### Rating Watch (Alerta)

Negativo

#### Resumen Financiero

| (\$ millones)      | 31/03/20<br>Año móvil | 31/12/19<br>12 meses |
|--------------------|-----------------------|----------------------|
| Total Activos      | 135.338               | 122.841              |
| Deuda Total        | 65.422                | 61.120               |
| Ventas Netas       | 17.315                | 16.114               |
| EBITDA Operativo   | 10.911                | 10.061               |
| Margen EBITDA (%)  | 63,0                  | 62,4                 |
| Deuda / EBITDA     | 6,0                   | 6,1                  |
| EBITDA / Intereses | 3,0                   | 3,4                  |

#### Informes Relacionados

[Metodología de Calificación de Empresas registrada ante la Comisión Nacional de Valores](#)

[Informe de YPF S.A.](#)

[FIX: FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO](#)

#### Analistas

##### Analista Principal

Pablo Cianni  
Director Asociado  
+54 11 5235-8146  
[pablo.cianni@fixscr.com](mailto:pablo.cianni@fixscr.com)

##### Analista Secundario

Gabriela Curutchet  
Director Asociado  
+54 11 5235-8122  
[gabriela.curutchet@fixscr.com](mailto:gabriela.curutchet@fixscr.com)

##### Responsable Sector

Cecilia Minguillón  
Director Senior  
+54 11 5235-8123  
[cecilia.minguillon@fixscr.com](mailto:cecilia.minguillon@fixscr.com)

#### Factores Relevantes de la Calificación

**Fuerte vínculo con YPF S.A.:** Las calificaciones de YPF Energía Eléctrica S.A. (en adelante YPF EE o la compañía) reflejan los fuertes vínculos operacionales y estratégicos con su accionista principal, YPF S.A. (YPF), calificada por FIX SCR Calificadora de Riesgo S.A. (afiliada de Fitch Ratings, en adelante FIX) en AA(arg), Rating Watch o Alerta Negativo. Esto se evidencia en las múltiples transacciones entre relacionadas que tiene que ver con la importancia estratégica de YPF EE habida cuenta de los crecientes requerimientos de energía eléctrica de YPF en su plan de desarrollo. Los factores críticos de dicha vinculación son la participación accionaria de YPF S.A. en YPF EE del 75%, varios activos de YPF EE emplazados en predios de YPF, PPAs de largo plazo y suministro de combustible por parte de YPF.

**Importante posicionamiento y perfil contractual fuerte:** YPF EE posee contratos de venta de energía en dólares con plazos entre 5 y 20 años, por un 38% de su capacidad disponible actual (1552 MW) ascendiendo a 56% al completarse los 637 MW en construcción antes de Junio 2021. El riesgo de contraparte existe, aunque muestra una mayor diversificación de contrapartes en comparación al promedio de los generadores. CAMMESA es la principal contraparte (65% de los ingresos estimados en 2021), luego le sigue YPF (27% de los ingresos) y varios grandes usuarios industriales el 8% restante. FIX no contempla en la calificación modificaciones en los contratos de largo plazo de compra de electricidad y serán considerados como riesgo de evento en caso de ocurrencia.

**Plan de inversiones manejable:** Los seis proyectos en construcción por 637 MW e inversión total estimada en USD 911 millones (80% ejecutado) tienen fechas estimadas de puesta en marcha entre el segundo semestre 2020 y primer trimestre 2021. El grado de avance de los tres proyectos que entrarían en operaciones este año es del 96%, aunque la puesta en marcha tuvo retrasos desencadenados por las medidas de aislamiento preventivo relacionados con la pandemia COVID19. FIX considera en su caso base un pico de endeudamiento cercano a los USD 1000 millones durante 2020 (incluyendo la emisión de ON local por USD 50 millones) sin necesidades adicionales de financiamiento. En su caso base FIX prevé a partir de 2021 (con la entrada de los nuevos proyectos) un EBITDA anual de USD 330 millones e inversiones de USD 40 millones, con un flujo libre de fondos positivo que le permitiría reducir el apalancamiento pico desde 5,0x en 2020 hasta valores en torno a 2,0x en 2023.

**Riesgo regulatorio elevado:** Si bien la compañía tiene un perfil de negocio y posición contractual sólidos, la fragilidad del entorno macroeconómico y los recientes cambios regulatorios que afectan al sector eléctrico y particularmente a las generadoras elevan la posibilidad de cambios futuros. YPF EE posee una base contractual sólida, cuya normativa se ha mantenido inalterada a lo largo de los años, mientras que su exposición al regulado mercado spot es cada vez más acotada, pasando del 47% de las ventas de energía en 2018 al 16% de los ingresos esperados por energía en 2021. Considerando los cambios normativos recientes, que disminuyeron y pesificaron la remuneración de energía base, y luego pausaron los mecanismos de ajuste, FIX estima en su caso base para 2020 que YPF EE tendría ingresos por unos USD 285 millones con un EBITDA del orden de los USD 185 millones. El impacto en el EBITDA estimado por FIX de la Res.31/20, en un escenario sin ajustes hasta dic'20, sería de unos USD 18 millones.

#### Sensibilidad de la Calificación

Las calificaciones de YPF EE podrían verse afectadas por cambios en la calificación de su accionista principal YPF S.A. Sin embargo, FIX considera que su calidad crediticia individual le permitiría sostenerse por sí sola en la categoría A+(arg). Asimismo retrasos en la ejecución y/o finalización de los proyectos que impliquen un desbalance entre los compromisos financieros y la generación de fondos, un aumento del endeudamiento que resulte en un apalancamiento neto superior a 5,0x en forma sostenida, o cambios regulatorios o económicos que afecten la rentabilidad esperada de sus negocios, podrían llevarnos a bajar la calificación.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Adecuada liquidez y elevado endeudamiento:** A mar'20 YPF EE mantenía un saldo de deuda total por USD 1.015 millones y contaba con una adecuada liquidez, con Caja y equivalentes por USD 168 millones, que le permitía cubrir 91% de la deuda de corto plazo, y avanzar con el plan de inversiones. Asimismo, el indicador de deuda neta/EBITDA alcanzó 4,2x. Adicionalmente cuenta con USD 69 millones en otros activos financieros disponibles para cancelación de deuda. FIX estima que la compañía terminaría 2020 con una deuda similar, de unos USD 1.000 millones, y alcanzaría el pico de apalancamiento, con un ratio deuda/EBITDA cercano a 5x. Desde el año 2021 comenzaría a desapalancar, cuando entren en operaciones los nuevos proyectos y comience a generar flujos libres por encima de los USD 140 millones al año, alcanzando ratios de endeudamiento del orden de 2,5x-3,0x en los siguientes años.

## Perfil del Negocio

YPF Energía Eléctrica S.A. (YPF EE) surgió como resultado del acuerdo de escisión firmado entre Pluspetrol Energy S.A. e YPF S.A. el 1° de agosto de 2013 y comenzó sus actividades, como sociedad creada y controlada por YPF. Como parte de la estrategia de YPF EE para continuar con su crecimiento, en marzo de 2018 una afiliada de General Electric suscribió el 24,99% del capital social de la Compañía, quedando el porcentaje restante en manos de YPF. En el año 2015 y como consecuencia del resurgimiento de la explotación no convencional de hidrocarburos en la formación de Vaca Muerta, se comenzó a vislumbrar la necesidad de contar con mayor confiabilidad de respaldo de energía en la zona del yacimiento Loma Campana, Provincia de Neuquén, y por esta razón, se originó el primer proyecto nuevo de generación de la Emisora, que se denomina Loma Campana I, que comenzó a operar en nov'17 con una capacidad instalada de 105 MW. Luego, con la sanción de la Ley de Energías Renovables, y la necesidad de YPF de cumplir con los requisitos mínimos de consumo de energía a través de fuentes renovables, surgió el proyecto eólico Manantiales Behr, erigido sobre terrenos de YPF en Chubut, con 99 MW de capacidad instalada, e inaugurado en 2018. Este parque tiene uno de los mejores recursos eólicos del mundo, con un factor de capacidad de 60%.

El negocio principal de YPF EE es la generación y comercialización de energía eléctrica. La compañía cuenta con una base de activos diversificada, tanto en términos geográficos como de fuentes de generación.

La compañía cuenta actualmente con una potencia instalada de 1.552 MW, de los cuales el 94% es de fuente térmica y el 6% eólica. Tiene seis proyectos en construcción por 637 MW, que entrarían en operaciones entre el segundo semestre 2020 y el primer trimestre 2021. Los tres proyectos que iniciarían este año están en las etapas finales, con un grado de avance del 96%, con unos meses de retraso respecto al plan original producto del COVID-19. En 2021, cuando estos proyectos estén operativos, YPF EE tendrá una capacidad de 2.189 MW, incrementando la proporción de fuente eólica al 18%.

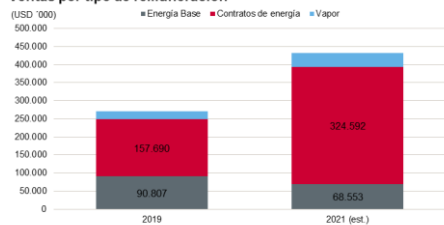
YPF EE además tiene una participación indirecta del 30,76% en la Central Dock Sud que tiene un ciclo combinado de 797 MW y dos turbinas de ciclos abierto de 36 MW cada una.

La empresa también está involucrada en la generación y comercialización de vapor (a YPF), representando el 7% de los ingresos totales, a través de la central La Plata Cogeneración, ubicada dentro de la refinería de YPF en La Plata, y con una producción de vapor de unas 200 ton/h.

El nuevo proyecto de La Plata Cogeneración II le venderá el vapor a YPF y la energía a CAMMESA a través de un PPA por 15 años.

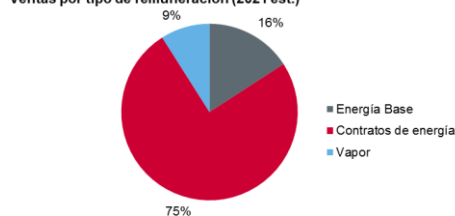
Los siguientes son los activos de generación eléctrica de la compañía:

### Ventas por tipo de remuneración



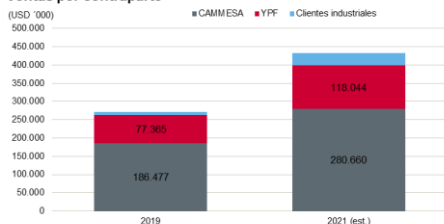
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Ventas por tipo de remuneración (2021 est.)



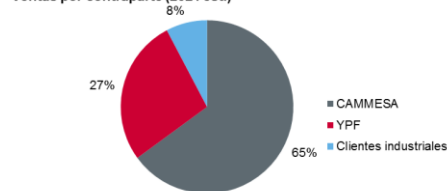
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Ventas por contraparte



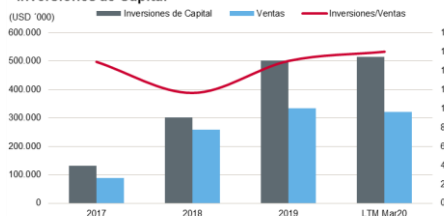
Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Ventas por contraparte (2021 est.)



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Inversiones de Capital



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Descripción Activos

| Sitio  | Energía           | COD       | Capacidad Instalada (MW) | Off-taker | Remuneración    | Fecha Vencimiento |
|--|-------------------|-----------|--------------------------|-----------|-----------------|-------------------|
| CT Tucumán (El Bracho)   | Térmica - CC      | 1996/1997 | 447,0                    | CAMMESA   | CAMMESA 31/2020 |                   |
| San Miguel (Tucumán)   | Térmica - CC      | 1995/2000 | 382,0                    | CAMMESA   | CAMMESA 31/2020 |                   |
| El Bracho TG   | Térmica - CA      | 2018      | 267,0                    | CAMMESA   | PPA             | 2028              |
| Loma Campana I   | Térmica - CA      | 2017      | 105,0                    | YPF       | PPA             | 2032              |
| Loma Campana II  | Térmica - CA      | 2017      | 107,0                    | CAMMESA   | PPA             | 2027              |
| Loma Campana Este  | Térmica - MG      | 2017      | 17,0                     | YPF       | PPA             | 2020              |
| La Plata Cogeneración I  | Térmica - Cog.    | 1997      | 128,0                    | CAMMESA   | CAMMESA 31/2020 |                   |
| Manantiales Behr (Chubut)  | Eólica            | 2018      | 99,0                     | Privados  | MATER           | 2033              |
| <b>Total activos operativos</b>                                  |                   |           | <b>1.552,0</b>           |           |                 |                   |
| Los Teros  | Eólica            | 3T 2020   | 123,0                    | Privados  | MATER           | 2035              |
| La Plata Cogeneración II   | Térmica - Cog.    | 3T 2020   | 85,0                     | CAMMESA   | PPA             | 2035              |
| El Bracho TV   | Térmica - CC      | 4T 2020   | 198,0                    | CAMMESA   | PPA             | 2035              |
| Cañadón León   | Eólica            | 1T 2021   | 122,0                    | CAMMESA   | PPA             | 2039              |
| Manantiales Behr C.Térmica                                       | Térmica - MG      | 1T 2021   | 57,0                     | YPF       | PPA             | 2040              |
| Los Teros II   | Eólica            | 1T 2021   | 52,0                     | Privados  | MATER           | 2035              |
| <b>Activos en construcción</b>                                   |                   |           | <b>637,0</b>             |           |                 |                   |
| <b>Total activos consolidados (operativos + en construcción)</b> |                   |           | <b>2.189,0</b>           |           |                 |                   |
| Central Dock Sud   | Térmica - CC y CA | 1989/2000 | 267,0                    | CAMMESA   | CAMMESA 31/2020 |                   |
|  |                   |           | <b>267,0</b>             |           |                 |                   |

Las ventas de las centrales térmicas se originan en contratos en dólares con plazos entre 10 y 15 años. El riesgo volumétrico es bajo dado que los principales ingresos derivan de la remuneración por disponibilidad de potencia, lo cual le da una gran previsibilidad a los ingresos. Los proyectos renovables también tienen contratos en dólares por la energía generada, con plazos entre 5 y 21 años. Estos parques tienen prioridad de despacho, con lo cual venden toda la energía que generan. En este caso el riesgo de volumen viene dado únicamente por variabilidad del recurso eólico.

CAMMESA es la principal contraparte (65% de las ventas estimadas en 2021), pero con cierta diversificación respecto a comparables del sector eléctrico. El resto de las ventas son con YPF (27%) y grandes usuarios industriales (8%), entre los que se encuentran Toyota, Ford, Nestlé, Coca Cola Femsa, Holcim, Profertil, Roca, Eco de los Andes, entre otras.

FIX estima que en 2021, con los nuevos proyectos ya operativos, el 75% de los ingresos de YPF EE vendrán por contratos de energía, y sólo el 16% de las ventas será por Energía base bajo la actual Res.31/2020. A pesar de que el 43% de la capacidad instalada a 2021 estará regida por esta regulación, su remuneración es muy inferior a la de los contratos de largo plazo.

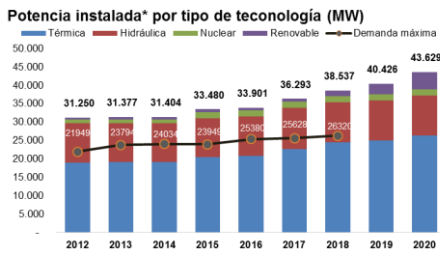
Respecto a las contrapartes, CAMMESA representa el 65% de las ventas, mientras que el resto de los ingresos se reparten entre YPF y otros grandes usuarios industriales, lo cual mitiga parcialmente el riesgo de mayores retrasos en los pagos por parte de CAMMESA, que a mayo 2020 tenía plazos de unos 80 días, vis a vis 52 días promedio en 2019.

Las inversiones para los seis proyectos en construcción son por unos USD 911 millones (estimamos un 80% ejecutado a mar'20), y se financian con una combinación de generación de fondos operativos, obligaciones negociables (USD 500 millones emitidos), financiamiento de largo plazo con bancos, agencias de crédito europeas y multilaterales (cerca de USD 400 millones) y la nueva ON a emitir (unos USD 50 millones).

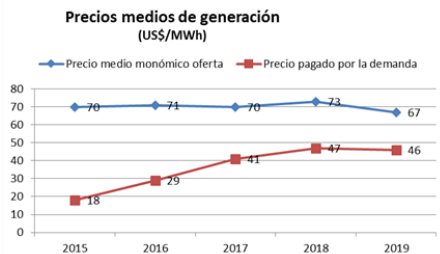
### Riesgo del Sector

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 los nuevos proyectos térmicos y de energías renovables operan bajo un marco regulatorio de mayor estabilidad que las centrales cuyos ingresos derivan de ventas en el mercado spot (por ejemplo reemplazo de la Res 19/17 por la Res 1/19, y luego ésta por la Res 31/20, que pesificó y redujo la remuneración base desde feb'20, y los ajustes mensuales por inflación previstos en la misma quedaron suspendidos por el momento).

El sector eléctrico aún sigue dependiendo de subsidios públicos, del orden del 35% del costo del sistema. Aún con la baja del costo de generación, tras la reducción de la remuneración base y del costo de combustible, el congelamiento de tarifas de Distribución mantiene la dependencia de



\*Hasta 2018 es la Potencia Instalada real. 2019-2020 tiene la potencia a instalar esperada de las Rondas Renovar 1, 1.5 y 2 y térmicas Res SEE 21/16, y Res SEE 287/17.  
 Fuente: CAMMESA, FixScr



CAMMESA de la asistencia del Tesoro Nacional en un 35%, a fin de poder hacer frente a sus compromisos. Las mayores restricciones fiscales del gobierno, por efecto del COVID-19, podrían implicar una mayor discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a las empresas generadoras, aumentando el riesgo de contraparte. De hecho CAMMESA viene teniendo cada vez más retrasos en los pagos, pasando en los últimos meses de los 52 días promedio de 2019 a unos 80/85 días en las últimas transacciones.

Con las licitaciones de proyectos térmicos y de energías renovables de 2016 y 2017, se produjo un crecimiento importante de la capacidad instalada a partir del año 2018, del orden de los 5.000 MW. En el próximo año entrarían al sistema otros 2.500 MW adicionales. Todos estos compromisos de pago de CAMMESA están dolarizados, y una suba del tipo de cambio debería ser compensada por una suba acorde de tarifas para mantener equilibrado el sistema.

A medida que fueron entrando en operaciones los proyectos de energías renovables, fue perdiendo participación la generación térmica dentro del total, que en 2019 fue del orden del 58%, lo cual implica un menor nivel de despacho para las centrales térmicas respecto a años anteriores, cuando la energía térmica representaba cerca del 67% del total.

En cuanto a los precios monómicos medios de la oferta y la demanda de energía, en 2019 la demanda cubrió casi el 65% del costo de generación, siendo los subsidios aproximadamente el 35% del costo del sistema. Para el segmento industrial el subsidio es cercano al 10%, mientras que el segmento comercial recibe un subsidio del 37% y el residencial del 43%.

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 en la generación.

### Posición Competitiva

Con una capacidad instalada de 1.552 MW, YPF EE está entre los 5 generadores más grandes del país. Los cuatro principales jugadores del mercado eléctrico argentino son Central Puerto, Pampa Energía, ENEL y AES. Otros generadores importantes, que han incrementado su capacidad instalada con las licitaciones de los últimos años son el Grupo Albanesi, Genneia y MSU Energy.

### Administración y Calidad de los Accionistas

La Compañía forma parte de un grupo económico compuesto por YPF con un 75,01% (2,30783% a través de su subsidiaria OPESSA) y por un vehículo de inversión controlado por General Electric con un 24,99 %. YPF es la principal compañía de energía de la República Argentina, opera una cadena totalmente integrada de petróleo y gas con posiciones de liderazgo de mercado en todos los segmentos. YPF también es uno de los mayores usuarios de energía eléctrica de Argentina, con PPA's firmados por más de 200 MW.

### Factores de Riesgo

- La cartera de proyectos presenta los inherentes riesgos de construcción y de operación, amplificados en este contexto por los efectos del COVID-19, con el consiguiente riesgo de recibir penalizaciones por incumplimiento de plazos, que son del orden de los 1.400 USD/MW/día. Como mitigante, varios de los proyectos están en las etapas finales, con un grado de avance del 96%.
- Riesgo regulatorio: Cambios como la Res. 31/20 impactan en la rentabilidad de la compañía. El cambio de perfil operativo hacia una participación cada vez mayor de ventas por contratos de largo plazo en dólares mitiga este riesgo, que de todos modos siempre se encuentra presente.
- Riesgo de contraparte: CAMMESA es la principal contraparte de todas las compañías del sector. Teniendo en cuenta las dificultades de cobro a las Distribuidoras y con las restricciones fiscales del gobierno nacional producto de la pandemia, que dificultan su asistencia para cubrir el déficit del sector eléctrico (del 35% a mar'20), CAMMESA ha debido retrasar parte del pago a los generadores, alcanzando actualmente un plazo promedio de 80/85 días, muy por encima de los 52 días de 2019. Como mitigante, YPF EE tiene una mayor diversificación de contrapartes en comparación a otros generadores, con un 27% de sus ventas a YPF y un 8% a otros clientes industriales.



- A medida que el mix de generación se vuelca hacia los parques eólicos, aumenta el riesgo de volumen característico de estos proyectos por la variabilidad de los vientos, generando un flujo de ingresos menos estable que el de las centrales térmicas, dado que la generación eólica se abona por energía generada, mientras que la térmica es fundamentalmente por potencia disponible, independientemente del despacho.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

Las ventas de YPF EE empezaron a incrementarse a partir de 2018 al entrar en operaciones varios proyectos como el Parque eólico Manantiales Behr y las centrales térmicas de Loma Campana y El Bracho, además de la adquisición de La Plata Cogeneración a Central Puerto en enero '18, alcanzando los USD 322 millones en el año móvil a marzo 2020, con un EBITDA de USD 203 millones y un margen EBITDA de 63%. Los ingresos de YPF EE están en una gran proporción con contratos de largo plazo dolarizados, y son muy estables y predecibles, dado que la remuneración principal de la generación térmica es por la potencia puesta a disposición, independientemente del despacho. La leve variabilidad se vincula a alguna indisponibilidad puntual de alguna central o al factor de capacidad de los parques eólicos, que dependen de los vientos.

Teniendo en cuenta un menor nivel de despacho para 2020, producto de la disminución en la demanda por efecto de la pandemia, unido a la Res. 31/20 que redujo y pesificó la remuneración de la energía base, FIX estima ventas por USD 285 millones para este año, con un EBITDA de unos USD 185 millones y un margen del 65%.

A partir de 2021, con la entrada en operación de los proyectos eólicos y térmicos en construcción, FIX estima que los ingresos se incrementarán a unos USD 455 millones y la generación de EBITDA sería cercana a los USD 330 millones. FIX estima que durante los próximos años el Margen EBITDA se mantendrá en el rango del 72% al 74%, por la mayor rentabilidad de los proyectos eólicos (del orden del 88%).

### Flujo de Fondos

Tras haber generado un Flujo de Caja Operativo (FCO) por USD 103 millones en el año móvil a mar '20, luego de las inversiones en los nuevos proyectos por USD 514 millones, el Flujo de Fondos Libre (FFL) resultó negativo en USD 411 millones. Este déficit del flujo de fondos fue financiado con deuda, fundamentalmente con las dos ON emitidas a mediados de 2019 por USD 500 millones en total.

#### Flujo de Fondos

| USD '000                           | 2017      | 2018      | 2019      | LTM Mar20 |
|------------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| Ventas                             | 88.755    | 258.336   | 334.018   | 321.743   |
| Flujo Generado por las Operaciones | 63.898    | 177.934   | 134.885   | 105.090   |
| Variación del Capital de Trabajo   | (20.178)  | (15.251)  | (16.382)  | (1.758)   |
| Flujo de Caja Operativo            | 43.719    | 162.683   | 118.503   | 103.332   |
| Inversiones de Capital             | (132.478) | (300.709) | (501.708) | (514.610) |
| Dividendos                         | -         | -         | -         | -         |
| Flujo de Fondos Libre              | (88.758)  | (138.027) | (383.204) | (411.278) |

Fuente: Información de la empresa, FixScr

Con el nivel de inversiones remanentes para el desarrollo de los distintos proyectos (estimadas en alrededor de USD 180 millones hasta el primer trimestre 2021), y considerando necesidades adicionales de capital de trabajo por mayores retrasos en los pagos de CAMMESA, FIX espera un flujo libre negativo para este año, que será financiado con caja, con el financiamiento obtenido en lo que va de 2020 (unos USD 175 millones, de los cuales USD 105 ya fueron recibidos), y con la ON a emitir por hasta USD 50 millones.

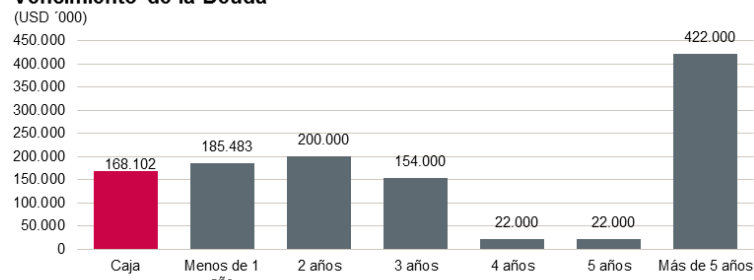
A partir de 2021, con un plan de inversiones mucho menor y con la monetización de los proyectos inaugurados, FIX espera un FFL positivo por encima de los USD 140 millones anuales, que le permitiría a la compañía desapalancar.

## Liquidez y Estructura de Capital

A mar'20 la deuda financiera de la compañía era de USD 1.015 millones, 18% concentrada en el corto plazo y denominada en dólares, similar a la deuda a dic'19. Prácticamente la mitad de la deuda es compuesta por las ON que YPF EE emitió en 2019: una ON en el mercado local por USD 100 millones, con vencimiento en 2021, y una ON internacional por USD 400 millones, con vencimiento en 2026. Esto permitió financiar los proyectos de expansión de la capacidad instalada. El resto de la deuda está compuesta por préstamos, tanto bancarios, de agencias de crédito europeas y de organismos multilaterales. Entre estos destaca un préstamo del IIC por USD 200 millones con garantía de YPF S.A., para el financiamiento del parque eólico Manantiales Behr. El mismo se desembolsó en 2 tramos, y es amortizable desde 2020, con vencimientos entre 2024 y 2026. La compañía planea una nueva emisión local de Obligaciones Negociables, dólar linked por hasta USD 30 millones (ampliable a USD 50 millones), a 18 meses de plazo, para financiar inversiones y capital de trabajo.

En el año móvil a mar'20, el apalancamiento neto consolidado alcanzó 4,2x (medido en dólares). FIX espera que en 2020 el ratio Deuda/EBITDA sea del orden de 5x, con un nivel de deuda total consolidada cercano a los USD 1.000 millones. Luego, con la entrada en operaciones de los proyectos en construcción, FIX espera una gradual reducción en el nivel de endeudamiento, a valores por debajo de 2,5x desde 2022 en adelante.

### Vencimiento de la Deuda



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

A mar'20 la compañía contaba con una adecuada liquidez, con caja y equivalentes por USD 168 millones, que le permitían cubrir un 91% de la deuda de corto plazo. Adicionalmente cuenta con USD 69 millones en otros activos financieros, disponibles para cancelación de deuda. La cobertura de intereses con EBITDA en el año móvil a mar'20 fue de 3,0x. Para dic'20 FIX espera coberturas entre 2,0x y 2,5x y para los siguientes años se mantendría por encima de 3,0x.

### Liquidez - YPF EE S.A.

| USD '000                      | 2017    | 2018    | 2019    | LTM Mar20 |
|-------------------------------|---------|---------|---------|-----------|
| EBITDA Operativo              | 56.223  | 198.037 | 208.547 | 202.749   |
| Caja e Inversiones Corrientes | 7.410   | 124.341 | 245.417 | 168.102   |
| Deuda Corto Plazo             | 52.870  | 172.293 | 165.596 | 185.483   |
| Deuda Largo Plazo             | 164.550 | 482.850 | 854.764 | 829.284   |

### Indicadores Crediticios

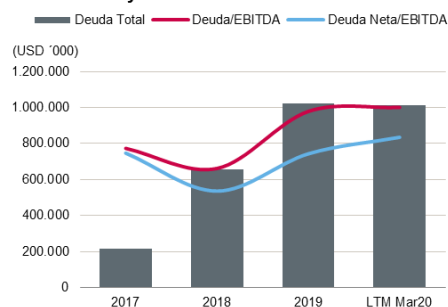
|                                      |     |     |     |     |
|--------------------------------------|-----|-----|-----|-----|
| EBITDA / Deuda CP                    | 1,1 | 1,1 | 1,3 | 1,1 |
| EBITDA + Disponibilidades / Deuda CP | 1,2 | 1,9 | 2,7 | 2,0 |
| Deuda Total / LTMEBITDA              | 3,9 | 3,3 | 4,9 | 5,0 |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Fondeo y Flexibilidad Financiera

YPF EE posee un acceso comprobado al mercado de capitales, tanto en el mercado local como en el mercado internacional, donde pudo colocar un bono por USD 400 millones, y donde obtuvo varios préstamos con entidades europeas y multilaterales por unos USD 350 millones. También ha celebrado contratos de préstamos sindicados con varios bancos locales.

### Deuda Total y Endeudamiento



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Capitalización

| USD '000               |           |      |
|------------------------|-----------|------|
| Deuda de Corto Plazo   | 185.483   | 10%  |
| Deuda de Largo Plazo   | 829.284   | 46%  |
| Otros                  | 0         | 0%   |
| Deuda Total Ajustada   | 1.014.768 | 56%  |
| Total Patrimonio       | 785.085   | 44%  |
| Total Capital Ajustado | 1.799.853 | 100% |

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

## Anexo I. Resumen Financiero

La compañía adoptó el dólar como la moneda funcional, por lo tanto los datos no están ajustados por inflación.

### Resumen Financiero - YPF Energía Eléctrica S.A. (YPF EE)

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

|  | NIIF      | NIIF    | NIIF     | NIIF     | NIIF     |
|--|-----------|---------|----------|----------|----------|
|  | Año Móvil | mar-20  | 2019     | 2018     | 2017     |
|  | 12 meses  | 3 meses | 12 meses | 12 meses | 12 meses |

#### Rentabilidad

|   |            |           |            |           |         |
|---|------------|-----------|------------|-----------|---------|
| EBITDA Operativo                              | 10.911.248 | 2.970.575 | 10.060.826 | 5.461.848 | 931.608 |
| Margen de EBITDA                              | 63,0       | 66,8      | 62,4       | 76,7      | 63,3    |
| Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%) | 8,0        | 4,0       | 8,9        | 11,0      | 14,2    |
| Margen del Flujo de Fondos Libre              | (127,8)    | (147,0)   | (114,7)    | (53,4)    | (100,0) |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio          | 9,1        | 12,4      | 11,9       | 35,3      | 43,3    |

#### Coberturas

|   |       |       |       |       |       |
|---|-------|-------|-------|-------|-------|
| FGO / Intereses Financieros Brutos                        | 2,6   | 1,1   | 3,2   | 9,1   | 14,5  |
| EBITDA / Intereses Financieros Brutos                     | 3,0   | 2,8   | 3,4   | 9,0   | 11,9  |
| EBITDA / Servicio de Deuda                                | 0,7   | 0,2   | 0,8   | 0,8   | 0,9   |
| FGO / Cargos Fijos  | 2,6   | 1,1   | 3,2   | 9,1   | 14,5  |
| FFL / Servicio de Deuda                                   | (1,2) | (1,4) | (1,2) | (0,4) | (1,3) |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda | (0,5) | (0,7) | (0,1) | 0,2   | (1,2) |
| FCO / Inversiones de Capital                              | 0,2   | 0,1   | 0,2   | 0,5   | 0,3   |

#### Estructura de Capital y Endeudamiento

|  |      |      |      |      |      |
|--|------|------|------|------|------|
| Deuda Total Ajustada / FGO                                   | 7,1  | 14,2 | 6,5  | 4,5  | 3,6  |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA      | 6,0  | 5,5  | 6,1  | 4,5  | 4,4  |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA | 5,0  | 4,6  | 4,6  | 3,7  | 4,2  |
| Costo de Financiamiento Implícito (%)                        | 7,7  | 6,7  | 6,9  | 4,2  | 3,8  |
| Deuda Garantizada / Deuda Total (%)                          | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0  |
| Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)                          | 18,3 | 18,3 | 16,2 | 26,3 | 24,3 |

#### Balance

|   |             |             |             |            |           |
|---|-------------|-------------|-------------|------------|-----------|
| Total Activos   | 135.337.936 | 135.337.936 | 122.841.278 | 57.914.878 | 9.385.988 |
| Caja e Inversiones Corrientes                           | 10.837.501  | 10.837.501  | 14.700.487  | 4.701.336  | 139.082   |
| Deuda Corto Plazo                                       | 11.958.058  | 11.958.058  | 9.919.191   | 6.514.408  | 992.375   |
| Deuda Largo Plazo                                       | 53.463.700  | 53.463.700  | 51.200.355  | 18.256.570 | 3.088.604 |
| Deuda Total   | 65.421.758  | 65.421.758  | 61.119.546  | 24.770.978 | 4.080.979 |
| Deuda asimilable al Patrimonio                          | 0           | 0           | 0           | 0          | 0         |
| Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio          | 65.421.758  | 65.421.758  | 61.119.546  | 24.770.978 | 4.080.979 |
| Deuda Fuera de Balance                                  | 0           | 0           | 0           | 0          | 0         |
| Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio | 65.421.758  | 65.421.758  | 61.119.546  | 24.770.978 | 4.080.979 |
| Total Patrimonio  | 50.614.195  | 50.614.195  | 45.538.760  | 25.521.276 | 3.913.387 |
| Total Capital Ajustado                                  | 116.035.953 | 116.035.953 | 106.658.306 | 50.292.254 | 7.994.366 |

#### Flujo de Caja

|  |              |             |              |             |             |
|--|--------------|-------------|--------------|-------------|-------------|
| Flujo generado por las Operaciones (FGO)         | 5.655.566    | 98.402      | 6.507.215    | 4.907.420   | 1.058.785   |
| Variación del Capital de Trabajo                 | (94.607)     | 941.179     | (790.305)    | (420.635)   | (334.354)   |
| Flujo de Caja Operativo (FCO)                    | 5.560.959    | 1.039.581   | 5.716.910    | 4.486.785   | 724.431     |
| Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total | 0            | 0           | 0            | 0           | 0           |
| Inversiones de Capital                           | (27.694.520) | (7.574.877) | (24.203.678) | (8.293.556) | (2.195.155) |
| Dividendos                                       | 0            | 0           | 0            | 0           | 0           |
| Flujo de Fondos Libre (FFL)                      | (22.133.561) | (6.535.296) | (18.486.768) | (3.806.771) | (1.470.724) |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto    | (92.636)     | 0           | (92.636)     | (1.241.057) | 0           |
| Otras Inversiones, Neto                          | (563.051)    | (540.256)   | (60.287)     | (1.294.573) | (809.314)   |
| Variación Neta de Deuda                          | 17.579.560   | 3.747.805   | 13.321.943   | 7.521.896   | 1.698.940   |
| Variación Neta del Capital                       | 0            | 0           | 5.691.000    | 2.720.250   | 0           |
| Otros (Inversión y Financiación)                 | (130.963)    | (35.780)    | (123.167)    | 0           | 0           |
| Variación de Caja                                | (5.340.651)  | (3.363.527) | 250.085      | 3.899.745   | (581.098)   |

#### Estado de Resultados

|                              |            |           |            |           |           |
|------------------------------|------------|-----------|------------|-----------|-----------|
| Ventas Netas                 | 17.315.071 | 4.447.215 | 16.113.915 | 7.124.905 | 1.470.670 |
| EBIT Operativo               | 7.659.908  | 2.059.673 | 7.185.171  | 4.178.574 | 842.793   |
| Intereses Financieros Brutos | 3.618.375  | 1.057.331 | 2.961.039  | 606.025   | 78.185    |
| Alquileres                   | 0          | 0         | 0          | 0         | 0         |
| Resultado Neto               | 4.599.500  | 1.490.195 | 4.226.576  | 4.505.412 | 846.757   |

## Anexo II. Glosario

- **BADLAR** (*Buenos Aires Deposits of Large Amount Rate*): Se trata de la tasa de interés que paga el promedio de entidades financieras por depósitos a plazo fijo de más de un millón de pesos.
- **CAMMESA** (*Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico S.A.*): Ente regulador que administra el mercado eléctrico mayorista argentino. Sus principales funciones incluyen la operación y despacho de la generación eléctrica y el cálculo de los precios en el mercado al contado, la operación en tiempo real del sistema eléctrico y la administración de operaciones comerciales en el mercado eléctrico.
- **Cargos Fijos**: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Alquileres Devengados.
- **Costo de Financiamiento Implícito**: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- **Deuda Ajustada**: Deuda Total + Deuda Asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- **EBITDA**: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- **EBITDAR**: EBITDA + Alquileres Devengados.
- **FODER**: Fondo para el Desarrollo de Energías Renovables.
- **IIC**: Corporación Interamericana de Inversiones, es el brazo financiero para el sector privado del Banco Interamericano de Desarrollo (BID).
- **LTM** (Last Twelve Months): últimos doce meses, por su sigla en inglés.
- **MEM** (*Mercado Eléctrico Mayorista*): Mercado de energía eléctrica que abastece algo más de 90% de la demanda del sistema eléctrico argentino y está asociado al *SADI* cubriendo casi la totalidad de la extensión del país, a excepción de las provincias patagónicas.
- **Mercado spot**: Mercado de precios horarios en los que se comercializa la energía no sujeta a contratos de abastecimiento.
- **MM**: Millones.
- **MW**: Símbolo del megavatio en el *Sistema Internacional de Unidades*. Se trata de una unidad de potencia equivalente a 1 millón de vatios.
- **PPA**: Power Purchase Agreement (Contratos de compra de energía, por su sigla en inglés).
- **SADI** (*Sistema Argentino de Interconexión*): Red principal de transporte de energía eléctrica de Argentina. Colecta y distribuye la potencia eléctrica generada en la mayor parte del país.
- **SE** (*Secretaría de Energía*): Sus principales tareas incluyen la administración de subsidios al gas y la electricidad, el ajuste de las tarifas de los servicios públicos, el reordenamiento de los marcos regulatorios para la prestación de servicios públicos y la redefinición de las políticas necesarias para lograr el autoabastecimiento energéticos en todo el territorio argentino.
- **Servicio de Deuda**: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.



## Anexo III. Características de los Instrumentos

### Obligaciones Negociables Clase I

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| Monto Autorizado:                | por hasta USD 100 millones  |
| Monto Emisión:                   | 100 millones  |
| Moneda de Emisión:               | dólares estadounidenses   |
| Fecha de Emisión:                | 10 de mayo de 2019  |
| Fecha de Vencimiento:            | 10 de mayo de 2021  |
| Amortización de Capital:         | en una única cuota en la Fecha de vencimiento   |
| Tasa de Interés:                 | 10,24%  |
| Cronograma de Pago de Intereses: | trimestral  |
| Destino de los fondos:           | i) inversiones en activos físicos y/o bienes de capital, ii) capital de trabajo, iii) adquisición de participaciones accionarias de sociedades, iv) realización de aportes de capital y/o financiamiento del giro comercial del negocio de la Emisora y/o de sus subsidiarias |
| Garantías:                       | N/A   |
| Opción de Rescate:               | La emisora podrá rescatar las ON en su totalidad, pero no parcialmente, en caso que tuvieran lugar ciertos cambios impositivos  |
| Condiciones de Hacer y no Hacer: | N/A   |
| Otros: Cambio de Control         | La emisora ofrecerá la recompra de las ON a un precio del 100% del monto principal, más el interés acumulado y no pagado  |

### Obligaciones Negociables Clase II

|                                       |   |
|---------------------------------------|---|
| Monto Autorizado:                     | por hasta USD 300 MM, ampliable hasta USD 500 MM  |
| Monto Emisión:                        | 400 millones  |
| Moneda de Emisión:                    | dólares estadounidenses   |
| Fecha de Emisión:                     | 25 de julio de 2019   |
| Fecha de Vencimiento:                 | 25 de julio de 2026   |
| Amortización de Capital:              | en una única cuota en la Fecha de vencimiento   |
| Tasa de Interés:                      | 10,00%  |
| Cronograma de Pago de Intereses:      | semestral   |
| Destino de los fondos:                | i) inversiones en activos físicos y/o bienes de capital, ii) capital de trabajo, iii) adquisición de participaciones accionarias de sociedades, iv) realización de aportes de capital y/o financiamiento del giro comercial del negocio de la Emisora y/o de sus subsidiarias, v) refinanciación de pasivos |
| Garantías:                            | Las ON se emitirán en el marco de un contrato de Fideicomiso celebrado con Bank of New York Mellon, quien actuará como Fiduciario   |
| Opción de Rescate:                    | La emisora podrá rescatar las ON en su totalidad, pero no parcialmente, en caso que tuvieran lugar ciertos cambios impositivos  |
| Limitaciones: Endeudamiento adicional | Cobertura de intereses superior a 2.0x. Apalancamiento neto menor a 4,5x hasta 2021, menor a 4,0x hasta 2022 y menor a 3,5x en adelante hasta el vencimiento de la ON   |
| Retiro de dividendos                  | Imposibilidad de distribuir dividendos hasta vencimiento de la ON, a menos que la emisora pueda incurrir en al menos USD 1 de endeudamiento adicional   |
| Venta de activos                      | A menos que la emisora reciba una contraprestación al momento de la Venta de activos como mínimo equivalente al Valor de Mercado de los activos vendidos  |
| Otros: Cambio de Control              | La emisora debe ofrecer la recompra de las ON a un precio del 101% del monto principal, más el interés acumulado y no pagado  |

## Obligaciones Negociables Clase III

|                                  |   |
|----------------------------------|---|
| Monto Autorizado:                | por hasta USD 30 MM, ampliable hasta USD 50 MM  |
| Monto Emisión:                   | a emitir  |
| Moneda de Denominación:          | dólares estadounidenses   |
| Moneda de Suscripción:           | pesos (al tipo de cambio inicial)   |
| Moneda de Pago:                  | pesos (al tipo de cambio aplicable en las Fechas de Pago)   |
| Fecha de Emisión:                | a emitir  |
| Fecha de Vencimiento:            | a los 18 meses de la Fecha de emisión   |
| Amortización de Capital:         | en una única cuota en la Fecha de vencimiento   |
| Tasa de Interés:                 | Fija a licitar  |
| Cronograma de Pago de Intereses: | trimestral  |
| Destino de los fondos:           | i) inversiones en activos físicos y/o bienes de capital, ii) capital de trabajo, iii) adquisición de participaciones accionarias de sociedades, iv) realización de aportes de capital y/o financiamiento del giro comercial del negocio de la Emisora y/o de sus subsidiarias |
| Garantías:                       | N/A   |
| Opción de Rescate:               | La emisora podrá rescatar las ON en su totalidad, pero no parcialmente, en caso que tuvieran lugar ciertos cambios impositivos  |
| Condiciones de Hacer y no Hacer: | N/A   |
| Otros: Cambio de Control         | La emisora ofrecerá la recompra de las ON a un precio del 100% 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, realizado el **16 de junio de 2020**, asignó en **Categoría AA-(arg)** con **Rating Watch (Alerta) Negativo** a la calificación de emisor de largo plazo de YPF Energía Eléctrica S.A., a las Obligaciones Negociables Clase I y Clase II emitidas por la compañía, y a las Obligaciones Negociables Clase III por hasta USD 30 millones, ampliable hasta USD 50 millones, a ser emitidas por YPF EE S.A.

**Categoría AA(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.

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 agregará "(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 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. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente.

Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del artículo 38 de las *Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado*.

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

### Fuentes

La presente calificación se determinó en base a la siguiente información cuantitativa y cualitativa de carácter público (disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)):

- Estados contables consolidados hasta el 31-03-2020 (auditor externo a la fecha de los últimos estados contables disponibles: *Deloitte & Co. S.A.*).
- Prospecto del Programa global para la emisión de Obligaciones Negociables simples (no convertibles en acciones) por un monto máximo de hasta USD 1.500 millones (o su equivalente en otras monedas) de fecha 05/06/2020.
- Suplemento de Precio de las Obligaciones Negociables Clase I de fecha 02/05/2019.
- Suplemento de Precio de las Obligaciones Negociables Clase II de fecha 17/07/2019.

Y de carácter privado:

- Preliminar del Suplemento de Precio de las Obligaciones Negociables Clase III, enviado por mail el 11/06/20.

**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.