

# MSU Energy S.A.

## Factores relevantes de la calificación

**ON Clase VII:** FIX (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX- confirmó en Categoría A+(arg) con Perspectiva Estable a la calificación de Emisor de Largo Plazo de MSU Energy S.A. (MSU Energy) y asignó en dicha categoría la calificación de las ON Clase VII por hasta USD 15,1 millones, denominadas y pagaderas en dólares, a ser emitidas por la compañía. Los fondos obtenidos en la emisión serán destinados para la refinanciación de pasivos y/o inversiones en activos fijos. La calificación se fundamenta en la previsibilidad de los flujos, con un EBITDA normalizado en torno a USD 170 millones y Flujo de Caja Libre de aproximadamente USD 100 millones anuales desde 2023, lo que va a permitir que MSU Energy continúe el sendero de desapalancamiento que actualmente transita, conjuntamente con el acceso al mercado local en hard dollar que permita despejar completamente los vencimientos que operan durante 2023 en dicha moneda y con un alto valor de los activos que alcanzó la compañía con una alta eficiencia en el manejo de las plantas.

**Sólidas Métricas Operacionales:** La calificación de MSU Energy refleja tanto su estabilidad de flujo de fondos como sus sólidas métricas operacionales, las cuales permitirán mantener un EBITDA en torno a USD 170 millones anuales durante el periodo 2022-2026. También incorpora que la compañía posee el 100% de sus ingresos derivados de contratos de largo plazo, nominados en dólares. Por último, contempla que no hay CAPEX por obras pendientes al haber finalizado la construcción y cierre de ciclo de las tres centrales, lo cual mejora su liquidez en el corto plazo y alivia sus obligaciones inmediatas. FIX espera una reducción gradual del apalancamiento medido con el ratio deuda neta/EBITDA a 4,6x para fin de 2022 con respecto al 4,7x (medido en dólares) alcanzado en 2021, el cual seguiría su tendencia a la baja en los años siguientes hasta llegar a 3,1x en términos netos en 2024.

**Historial operativo:** Con los 3 cierres de ciclo finalizados, la compañía alcanzó en 2021 una disponibilidad del 99,1% y un factor de despacho promedio del 67% vis a vis 39,3% en 2020. Dicha mejora se vio reflejada en sus ventas, las cuales alcanzaron los USD 211 millones en 2021, 35% superiores a 2020. En los primeros nueve meses de 2022 las ventas fueron de USD 150,1 millones con una disponibilidad promedio del 99,8% y un factor de despacho promedio del 44,3%. Hacia adelante, FIX estima ventas superiores a los USD 190 millones anuales y margen de EBITDA en torno al 85%.

**Contratos de venta de largo plazo a precio fijo:** En los primeros nueve meses de 2022 el flujo de ingresos fue generado en un 89% de las ventas por disponibilidad bajo los contratos con CAMMESA en dólares para los ciclos abiertos (450 MW) con vencimiento en 2027 y de los contratos de venta de electricidad por 15 años para el ciclo combinado (300 MW adicionales) con vencimiento desde 2035. Esto permitió una mejora en la eficiencia llevando su capacidad total instalada a 750 MW. A la fecha, la compañía ha completado el total de sus obras, eliminando el riesgo de construcción.

**Riesgo de descalce de moneda:** La compañía posee ingresos en su totalidad atados a contratos en dólares con CAMMESA pagaderos en pesos al tipo de cambio oficial y una deuda en dólares que representa el 84% del total, con vencimientos escalonados hasta 2025, el mayor de ellos por USD 600 millones. FIX monitoreará la ejecución del plan financiero y eventualmente sensibilizará un mayor descalce de moneda que el contemplado originalmente.

## Sensibilidad de la calificación

Factores que de forma individual o conjunta podrían derivar en bajas de calificación:

- Cambios regulatorios o de la situación de CAMMESA para cumplir con sus compromisos.

## Informe Integral

### Calificaciones

Emisor de Largo Plazo	A+(arg)
ON Clase VII	A+(arg)
Perspectiva	Estable

### Resumen Financiero

MSU Energy S.A. \$ millones*	30/09/2022	31/12/2021
	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	160.569	113.122
Deuda Financiera	126.975	93.800
Ingresos	23.431	20.086
EBITDA	19.586	17.219
EBITDA (%)	83,6	85,7
Deuda / EBITDA	6,5x	5,4x
Deuda Neta / EBITDA	6,1x	5,1x
EBITDA / Intereses	1,9x	1,9x

\*MSU Energy adoptó la moneda funcional dólar para la preparación de sus Estados Contables.

### Criterios Relacionados

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

### Informes Relacionados

Estadísticas Comparativas Empresas Argentinas, Junio 2022

FITCH RATINGS Action Commentary, 6 diciembre 2022

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

### Analistas

Analista Principal  
Cándido Perez  
Director Asociado  
candido.perez@fixscr.com  
+54 11 5235-8119

Analista Secundario y Responsable del Sector  
Cecilia Minguillón  
Senior Director  
cecilia.minguillon@fixscr.com  
+54 11 5235-8123

- Cambios en los costos y el nivel de despacho previstos que afecten la rentabilidad.
- Menor desapalancamiento al estimado originalmente por FIX.

Factores que podrían derivar en subas de calificación:

- Mantener una estructura de capital de largo plazo en línea con las cobranzas de los contratos, más allá de 2025.

## Liquidez y Estructura de Capital

**Elevado nivel de apalancamiento y acotada liquidez:** El nivel de apalancamiento de la compañía es mayor a los comparables del sector, con un ratio deuda neta/EBITDA en el año móvil a septiembre 2022 4,8x (medidos en dólares). El capital de trabajo a septiembre 2022 era negativo en USD 30 millones, producto de las amortizaciones de capital de la ON con vencimiento en 2024. La liquidez de la compañía a septiembre 2022 era acotada, con caja y equivalentes por USD 48,7 millones, deuda de corto plazo de USD 138,7 millones y deuda total de USD 861,9 millones. FIX estima una leve reducción del ratio deuda neta/EBITDA a 4,6x para fin de 2022 para continuar con la senda de desapalancamiento con un ratio deuda neta/EBITDA en torno a 3,9x, en 2023 y menor a 3,1x a partir de 2024. En noviembre 2022 la compañía emitió la ON Clase VI de largo plazo en hard dollar por USD 45,5 millones para refinanciación de pasivos en hard dollar siguiendo lo establecido por el BCRA. La compañía planea una nueva emisión de ON de largo plazo en hard dollar, por USD 15,1 millones, para refinanciación de pasivos en hard dollar siguiendo lo establecido por el BCRA, el cual fue extendido hasta 2023.

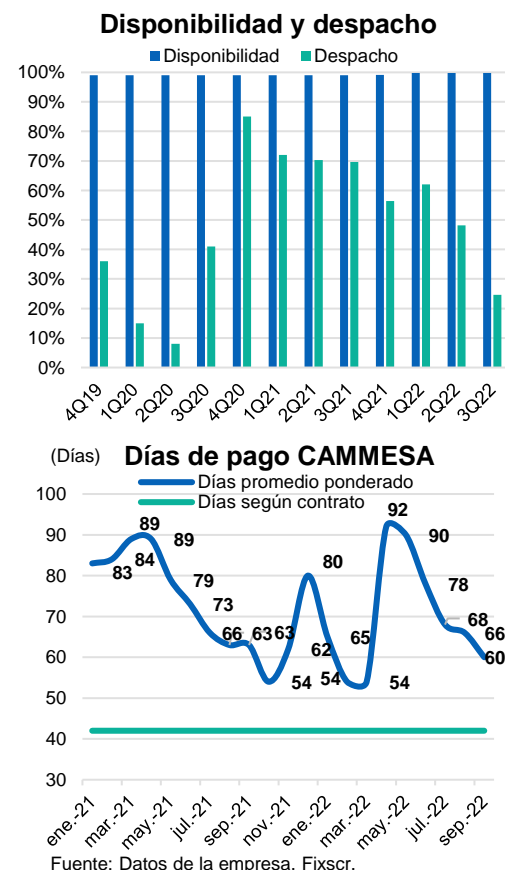
## Perfil de Negocio

Desde el 1 de enero de 2019 Río Energy S.A. absorbió por fusión a UGEN S.A. y UENSA S.A., haciéndose cargo de los activos y pasivos de las mismas. Desde marzo 2019 cambió su denominación social a MSU Energy S.A.

En la licitación de la Res. 21/2016 MSU Energy S.A. fue adjudicada con tres proyectos térmicos de ciclo simple, cada uno de 150 MW, con una potencia instalada conjunta de ciclo simple de 450 MW, y contratos con CAMMESA por 10 años en dólares. Los cierres de ciclo adjudicados bajo la Res. 287/2017 implican 100 MW de potencia adicional en cada sitio (sumando 300 MW adicionales), para totalizar 750 MW de capacidad instalada, habiendo finalizado el último de ellos en octubre 2020. Para los ciclos combinados los contratos también son con CAMMESA, en dólares y por 15 años desde el comienzo de las operaciones. El EBITDA anual esperado por FIX tras el cierre de ciclos es de unos USD 170 millones.

**Riesgo de ingresos:** El flujo de ingresos es estable y predecible, sin una gran dependencia de la eficiencia de las turbinas, dado que la mayor parte de los mismos derivan de la remuneración por disponibilidad de potencia (99.1% en 2021, con un despacho promedio de 67% y 99.8% de disponibilidad con 44,3% de despacho acumulado al 3Q22). Las tres centrales tienen tecnología de GE, que además garantiza una disponibilidad y un heat rate de 2.250 kcal/kWh (para ciclo abierto) y de 1.680 kcal/kWh (para ciclo combinado), haciéndose cargo de las penalidades que pudiera cobrar CAMMESA por incumplimientos en estos parámetros. Estos heat rates son bajos en comparación con los 2.400 kcal/kWh usuales de varias centrales térmicas en el país, lo cual aumenta las chances de ser despachadas. De acuerdo al informe del Ingeniero independiente (Sargent & Lundy LLC), estos valores de heat rate son alcanzables por las tres centrales.

**Riesgo de Operación:** Las centrales tienen un escaso historial operativo, con aproximadamente cinco años de funcionamiento. Como factor mitigante, las centrales utilizan tecnología mundialmente probada, con un contrato con el proveedor de la misma que comprende mantenimiento de las turbinas, provisión completa de partes y repuestos, y un nivel de disponibilidad del 97%, acorde a la comprometida con CAMMESA, lo cual favorece la estabilidad de los costos de mantenimiento. A su vez, otro mitigante es la turbina de repuesto adquirida en caso de ser necesaria. Los mantenimientos mayores de 25.000 horas y de 50.000 horas se estiman para 2023 y 2026 respectivamente. Los principales rubros de costos son los



gastos de personal y los de mantenimientos (relacionados con el CSA con GE). Entre ambos representan un 59% de los costos operativos totales. Aproximadamente un 65% de los costos están denominados en dólares.

Riesgo de abastecimiento de combustible: A partir de 2021 la Administración dispuso que CAMMESA vuelva a centralizar las compras y el abastecimiento del gas cediendo los derechos, por lo cual dicho riesgo se encuentra mitigado. A razón de dicha decisión, FIX no considera que el abastecimiento de combustible sea un riesgo central para la compañía.

## 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. El sector eléctrico aún sigue dependiendo de subsidios públicos. Se estima que en 2022 los subsidios a la energía superaran los USD 11 mil millones que sucedieron en 2021, representando el sector eléctrico el 70% de los mismos. A pesar de la baja del costo de generación, tras la reducción de la remuneración base y del costo de combustible, el congelamiento de tarifas incrementó la dependencia de CAMMESA de la asistencia del Tesoro Nacional. En caso de existir ajustes tarifarios por debajo de la inflación en 2022, los subsidios podrían volver a incrementarse, aumentando el riesgo de contraparte.

La elevada concentración de ingresos con CAMMESA es una característica propia del segmento generador en Argentina. A septiembre 2022, los plazos de cobro a CAMMESA rondaban los 60 días luego de alcanzar un pico de 92 días en abril 2022.

Al 31 de marzo de 2022, Argentina cuenta con una potencia instalada de 42.871 MW, lo cual significó un aumento de 2.2% o 926 MW, respecto a diciembre 2020, donde casi el 60% corresponde a fuente de origen térmico, y alcanzando el 12% de participación las energías renovables. 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.

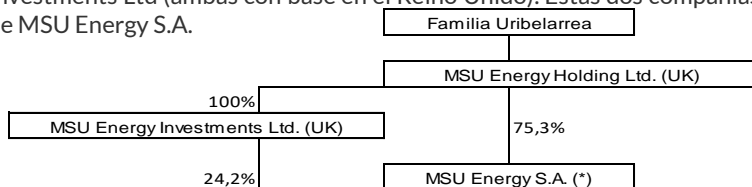
### Posición Competitiva

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

De todos modos, las turbinas de GE utilizadas en las centrales de MSU Energy son más eficientes que el promedio de las centrales del país, con un heat rate de rate de 2.250 kcal/kWh (para ciclo abierto) y de 1.680 kcal/kWh (para ciclo combinado), entre las más eficientes del país, por lo cual es esperable un alto nivel de despacho, del orden del 70%.

### Administración y Calidad de los Accionistas

Los accionistas principales de la compañía son Manuel Santos de Uribebarrea Duhau y Manuel Santos Uribebarrea Balcarce, a través de MSU Energy Holding Ltd, controlante de MSU Energy Investments Ltd (ambas con base en el Reino Unido). Estas dos compañías son las propietarias de MSU Energy S.A.



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

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

### Factores de Riesgo

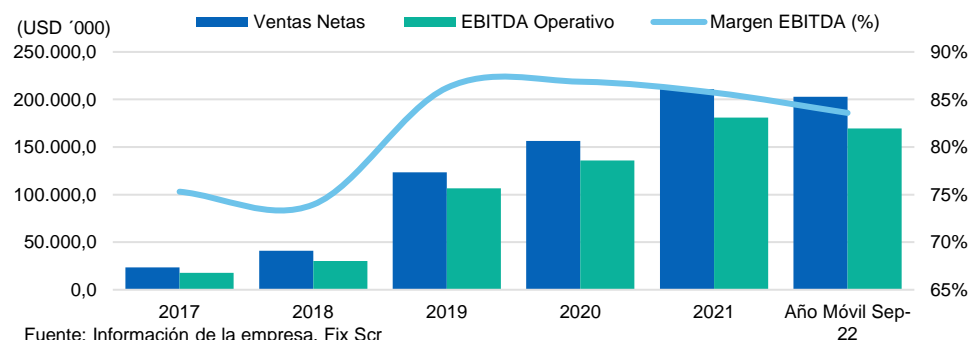
- **Riesgo regulatorio:** Es inherente a todo el sector energético e implica un potencial cambio de reglas con el fin de reducir los subsidios, que pueden impactar en la rentabilidad de la compañía.
- **Riesgo de contraparte:** Demoras en los pagos de CAMMESA pueden presionar fuertemente las necesidades de capital de trabajo de la compañía. CAMMESA es la principal contraparte de todas las compañías del sector. Los desafíos del sector son importantes, considerando el menor ingreso disponible de la población, el retraso tarifario y la mayor dependencia de la asistencia directa del gobierno para cubrir los costos del sector que no son cobrados a través de las tarifas.
- **Riesgo operativo:** Un potencial aumento de los costos operativos o reducción de los niveles de despacho respecto a lo previsto pueden tener un impacto negativo en la generación de flujo de caja necesario para cumplir con los compromisos.

## Perfil Financiero

### Rentabilidad

En base a la habilitación comercial de los ciclos combinados, y producto de la mayor eficiencia, asumiendo un despacho del 50% y disponibilidad del 97-98%, FIX estima un EBITDA de USD 170 millones para 2022, con margen de 86%. El EBITDA en el año móvil a septiembre 2022 fue de USD 169.5 millones, con un margen del 83.6%. Para los años próximos FIX estima un EBITDA entre USD 180 y 190 millones, según el nivel de despacho.

### Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Flujo de Fondos

Para 2022 FIX espera un Flujo de fondos libre positivo producto de la menor necesidad de capital para inversiones, y ya habiendo cancelado la totalidad de su deuda comercial con GE. El Flujo de Caja Operativo en 2021 fue positivo por un monto de USD 116 millones, el cual permitió afrontar parcialmente inversiones, principalmente con proveedores, por USD 135 millones, generando un Flujo de Fondos Libre negativo de USD 19,5 millones. A su vez, en el año móvil a septiembre 2022 la compañía generó un FGO de USD 108,8 millones, el cual permitió financiar un capital de trabajo negativo de USD 29,9 millones, derivando en un FCO de USD 78,9 millones, que luego de inversiones de capital por USD 42 millones resultó en un FFL de 36,8 millones.

### Flujo de Fondos

USD '000	2019	2020	2021	Año Móvil Sep-22
Ventas	123.606	156.378	211.074	202.839
Flujo Generado por las Operaciones	29.493	114.293	97.085	108.898
Variación del Capital de Trabajo	(4.379)	(53.661)	19.213	(29.976)
Flujo de Caja Operativo	25.114	60.632	116.298	78.922
Inversiones de Capital	(114.816)	(26.964)	(135.816)	(42.062)
Dividendos	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre	(89.701)	33.668	(19.518)	36.860

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

### Estructura de Capital y Liquidez

A septiembre 2022 la deuda financiera era de USD 861,9 millones. La principal porción de la deuda es el bono internacional por USD 600 millones con vencimiento en una única cuota en 2025. Si bien el endeudamiento se encuentra en su 98% denominado en dólares, el riesgo de descalce de monedas es medio ya que los ingresos también se encuentran denominados en la misma moneda.

La empresa finalizó el año móvil a septiembre 2022 con un nivel de apalancamiento elevado pero en proceso de reducción, con un ratio deuda neta/EBITDA de 4.8x, (medido en dólares) vis a vis 6.1x en 2020. Este ratio es superior al de comparables del sector, FIX espera una leve reducción del ratio deuda neta/EBITDA a 4,6x para fin de 2022 con respecto al mostrado en 2021, el cual seguiría su tendencia a la baja en los años siguientes hasta llegar a 3,1x en 2024.

La liquidez de la compañía a septiembre 2022 era acotada, con caja y equivalentes por USD 48,7 millones y vencimientos de corto plazo por USD 138,7 millones.

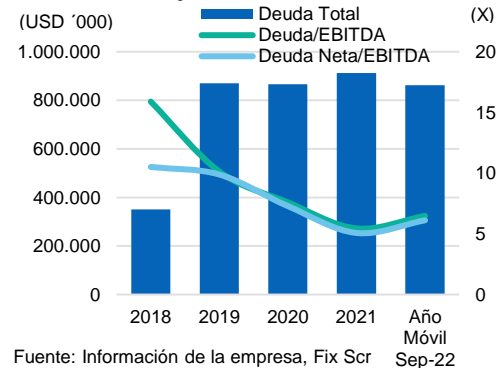
Al momento de la cancelación del bono internacional, en 2025, prevemos que hará falta refinanciar unos USD 300-350 millones, que serían cercanos a 1,8x-2,0x el EBITDA de los ciclos combinados.

### Flexibilidad Financiera

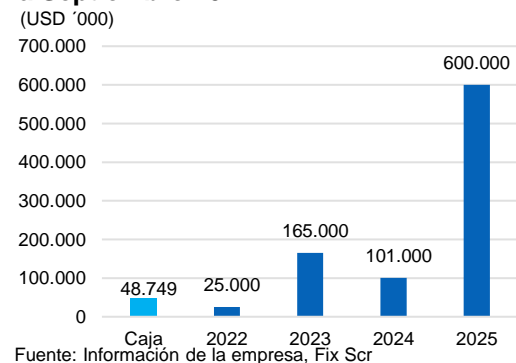
La emisora ha celebrado y pre-cancelado contratos de préstamos sindicados con varios bancos locales, y a través de su controlante ha obtenido financiamiento de diversas fuentes tanto locales como internacionales. Los accionistas además han mostrado un acceso comprobado al mercado de capitales a través del grupo MSU, del cual también son propietarios. MSU Energy ha emitido un bono internacional por USD 600 millones en febrero 2018 con vencimiento en 2025 y otro por USD 250 millones con vencimiento 2024.

En noviembre 2022 la compañía emitió la ON Clase VI de largo plazo en hard dollar por USD 45,5 millones para refinanciación de pasivos en hard dollar siguiendo lo establecido por el BCRA. La compañía planea una nueva emisión de ON de largo plazo en hard dollar, por USD 15,1 millones, para refinanciación de pasivos en hard dollar siguiendo lo establecido por el BCRA, el cual fue extendido hasta 2023.

### Deuda Total y Endeudamiento



### Vencimiento de la Deuda a Septiembre 2022



## Anexo I. Resumen Financiero

Dado que la moneda funcional de la compañía es el dólar estadounidense, los estados financieros no fueron ajustados por inflación. Las tres centrales están fusionadas bajo MSU Energy S.A. (ex Río Energy S.A.) desde el 1° de enero de 2019, por lo cual la información de 2019 en adelante no es comparable con la de períodos anteriores, que eran de la central de Gral. Rojo.

### Resumen Financiero - MSU Energy S.A.

(miles de ARS\*, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	147,32	147,32	102,75	84,15	59,90	37,81	18,77
Tipo de Cambio Promedio	115,51	120,41	95,16	70,59	48,24	27,58	16,57
Período	Año Móvil	sep-22	2021	2020	2019	2018	2017
	12 meses	9 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses
<b>Rentabilidad</b>							
EBITDA Operativo	19.585.988	15.201.865	17.218.503	9.590.004	5.141.536	834.721	293.409
Margen de EBITDA	83,6	83,0	85,7	86,9	86,2	73,9	75,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	15,1	15,5	17,2	16,6	6,9	5,7	14,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	18,2	25,7	(9,2)	21,5	(72,6)	(302,4)	(54,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	27,9	28,8	44,2	35,9	94,2	15,0	17,3
<b>Coberturas</b>							
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,2	2,2	2,0	2,6	1,6	2,0	3,3
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	1,9	1,9	1,9	1,9	2,2	2,1	5,7
EBITDA / Servicio de Deuda	0,6	0,5	0,8	1,0	1,1	1,2	0,9
FGO / Cargos Fijos	2,2	2,2	2,0	2,6	1,6	2,0	3,3
FFL / Servicio de Deuda	0,5	0,5	0,3	0,8	(0,4)	(4,5)	(0,5)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,7	0,8	0,7	1,1	(0,2)	2,2	(0,4)
FCO / Inversiones de Capital	1,9	32,3	0,9	2,2	0,2	0,1	0,1
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>							
Deuda Total Ajustada / FGO	5,6	5,4	5,1	5,5	13,8	16,5	4,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	6,5	6,3	5,4	7,6	10,1	15,9	2,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	6,1	5,9	5,1	7,3	9,9	10,5	2,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,6	9,5	10,4	7,6	7,2	5,8	7,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	16,1	16,1	12,8	5,7	4,2	2,0	34,6
<b>Balance</b>							
Total Activos	160.569.105	160.569.105	113.121.566	95.973.811	62.397.237	15.254.497	3.365.049
Caja e Inversiones Corrientes	7.181.386	7.181.386	6.452.767	2.978.784	1.265.224	4.496.012	8.578
Deuda Corto Plazo	20.438.662	20.438.662	12.010.966	4.135.815	2.196.083	267.211	289.156
Deuda Largo Plazo	106.536.635	106.536.635	81.789.302	68.708.693	49.899.883	13.001.484	547.433
Deuda Total	126.975.297	126.975.297	93.800.268	72.844.508	52.095.967	13.268.695	836.589
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	126.975.297	126.975.297	93.800.268	72.844.508	52.095.967	13.268.695	836.589
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	126.975.297	126.975.297	93.800.268	72.844.508	52.095.967	13.268.695	836.589
Total Patrimonio	23.842.166	23.842.166	13.160.627	6.345.708	2.876.871	724.969	306.154
Total Capital Ajustado	150.817.463	150.817.463	106.960.895	79.190.216	54.972.837	13.993.664	1.142.743

<b>Flujo de Caja</b>							
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	12.579.331	9.641.648	9.238.786	8.068.397	1.422.835	395.576	118.324
Variación del Capital de Trabajo	(3.462.672)	(4.774.848)	1.828.303	(3.788.126)	(211.265)	(58.433)	(95.968)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	9.116.659	4.866.800	11.067.089	4.280.271	1.211.570	337.143	22.356
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(4.858.780)	(150.721)	(12.924.479)	(1.903.534)	(5.539.000)	(3.750.321)	(233.871)
Dividendos	0	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	4.257.879	4.716.079	(1.857.390)	2.376.737	(4.327.430)	(3.413.178)	(211.516)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	(21.753)	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	888.262	596.674	796.764	0	0	(570.636)	0
Variación Neta de Deuda	(3.183.425)	(5.251.083)	4.534.609	(641.424)	1.094.037	8.366.794	115.827
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	0	104.454	67.779
Variación de Caja	1.962.716	61.670	3.473.983	1.713.560	(3.233.393)	4.487.434	(27.910)
<b>Estado de Resultados</b>							
Ventas Netas	23.430.813	18.322.719	20.086.093	11.039.385	5.963.087	1.128.765	389.609
EBIT Operativo	16.965.382	13.204.647	14.737.256	8.213.080	4.448.305	728.001	147.055
Intereses Financieros Brutos	10.268.032	7.906.159	9.210.803	5.092.972	2.353.781	407.141	51.300
Alquileres	0	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	6.659.644	4.254.555	4.887.762	1.995.581	1.696.920	76.401	46.005

\*MSU Energy adoptó la moneda funcional dólar para la preparación de sus Estados Contables.



## Anexo II. Glosario

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



## Anexo III. Características de los Instrumentos

### Obligación Negociable Clase VII

Monto Autorizado:	Por hasta USD 15,1 millones.
Monto Emisión:	A definir.
Moneda de Emisión:	Denominados y pagaderos en dólares estadounidenses.
Fecha de Emisión:	A definir.
Fecha de Vencimiento:	24 meses desde la emisión.
Amortización de Capital:	100% al vencimiento.
Tasa de Interés:	Tasa Fija a licitar.
Cronograma de Pago de Intereses:	Semestralmente.
Destino de los fondos:	Refinanciación de pasivos y/o inversiones en activos fijos.
Garantías:	N/A.
Opción de Rescate:	Por razones impositivas, en su totalidad pero no parcialmente, a un precio igual al 100% del monto de capital pendiente de pago, junto con Montos Adicionales e intereses devengados y no pagados, pero excluyendo la fecha de rescate. A su vez, en cualquier momento, de acuerdo con las normas vigentes en ese momento y en la medida permitida por dichas normas, la Emisora podrá, a su sola opción, rescatar las Obligaciones Negociables Clase VII, en su totalidad, pero no parcialmente, a un precio equivalente a: (a) 102% del capital pendiente de pago, en caso de que la Emisora decida realizar el rescate en el plazo entre la Fecha de Emisión y Liquidación hasta cumplidos los 9 (nueve) meses desde la misma, incluyendo el último día; b) 101% del capital pendiente de pago, en caso en que la Emisora decida realizar el rescate en el plazo que comienza a partir de cumplidos los 9 (nueve) meses desde Fecha de Emisión y Liquidación y hasta la Fecha de Vencimiento de la Clase VI; en todos los casos junto con Montos Adicionales e intereses devengados y no pagados, excluyendo la fecha de rescate.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A.
Ley Aplicable:	Argentina.

## Anexo IV. Dictamen de calificación.

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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) - en adelante FIX SCR- realizado el 4 de enero de 2023 confirmó\* en Categoría **A+(arg)** la calificación de Emisor de Largo Plazo de **MSU Energy S.A.** y asignó en Categoría **A+(arg)** al siguiente instrumento a ser emitido por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase VII por hasta USD 15,1 millones.

La **Perspectiva es Estable.**

**Categoría A(arg):** "A" implica una sólida calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas pueden afectar la capacidad de repago en tiempo y forma en un grado mayor que para aquellas obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade. Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de Argentina se agrega "(arg)".

La Perspectiva de una calificación indica la posible dirección en que se podría mover una calificación dentro de un período de uno a dos años. La Perspectiva puede ser positiva, negativa o estable. Una perspectiva negativa o positiva no implica que un cambio en la calificación sea inevitable. Del mismo modo, una calificación con perspectiva estable puede ser cambiada antes de que la perspectiva se modifique a positiva o negativa si existen elementos que lo justifiquen.

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

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha **24 de octubre de 2022** disponible en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar), y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio y Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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

### Fuentes

- Balances auditados intermedios hasta el 30-09-2022 (9 meses), disponibles en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar).
- Balances anuales auditados hasta el 31-12-2021, disponibles en [www.cnv.gov.ar](http://www.cnv.gov.ar).
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Hechos Relevantes presentados y publicados ante la CNV.
- Prospecto de las Obligaciones Negociables por hasta USD 650 millones co-emitidas por Río Energy, UGEN y UENSA, del 17 de enero de 2018.
- Prospecto de Fusión de Río Energy S.A. (sociedad absorbente), UGEN S.A. y UENSA S.A. (sociedades absorbidas), de fecha 19 de octubre 2018.
- Provisional del Suplemento de emisión de las ON Clase VII, suministrado de forma privada por la compañía el 29/12/2022.

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 (Afilada de Fitch Ratings) – en adelante FIX SCR S.A. o la calificadoras-, ha recibido 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: [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 S.A. Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS A 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 S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES, PARA LOS CUALES EL ANALISTA LIDER SE BASA 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 calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos sus 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 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 independiente 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. en el momento de realizar una calificación crediticia será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX 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 confirmó 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 sólo incorpora los riesgos derivados del crédito. En caso de incorporación de otro tipo de riesgos, como ser riesgos de precio o de mercado, se hará mención específica de los mismos. FIX SCR S.A. no está comprometida 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 el mismo 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. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. 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 en calidad de "experto" en cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de títulos y valores de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de Estados Unidos y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y su 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.