

MSU Energy S.A. (ex Río Energy)

Informe integral

Calificaciones

Emisor LP	A(arg)
ON Clase III	A(arg)

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$millones)	Año Móvil 12 meses	
	Sep'21	31/12/20
Total Activos	108.349	95.973
Total Deuda		
Financiera	87.096	72.844
Ingresos	19.347	11.039
EBITDA	16.553	9.590
EBITDA (%)	85.6	86.9
Deuda Neta/ EBITDA	5.0	6.9
EBITDA/ intereses	1,9	1,9

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

Informes Relacionados

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

Analista Principal

Federico Caeiro
Director Asociado
+54 11 5235-8146
federico.caeiro@fixscr.com

Analista Secundario

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

Responsable del Sector

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

Factores Relevantes de la Calificación

Sólidas Métricas Operacionales: La calificación de MSU Energy S.A. refleja tanto su estabilidad de flujo como sus sólidas métricas operacionales, las cuales permitirán duplicar su EBITDA, llevándolo a USD 185 MM anuales (USD 136 MM acumulados a Sep'21). También incorpora que la compañía posee el 100% de sus ingresos derivados de contratos de largo plazo, nominados en dólares. Por último, contempla que ha logrado una refinanciación de su deuda comercial con GE, con 10 de las 11 cuotas ya abonadas a la fecha, por USD 10 MM aprox. por mes, lo cual mejora su liquidez en el corto plazo y alivia sus obligaciones inmediatas. FIX espera una reducción gradual de su ratio deuda/EBITDA a 5.0x para fin de 2021, el cual bajaría los años siguientes.

Historial operativo: Con los 3 cierres de ciclo finalizados, la compañía alcanzó en el acumulado al 3Q21 una disponibilidad del 99.1% y un factor de despacho promedio del 70.7% vis a vis 22.4% en el acumulado al 3Q20. Dicha mejora se vio reflejada en sus ventas, las cuales alcanzaron los USD 59 MM al 3Q21 y USD 160 MM en el acumulado de 9 meses 2021, 38% y 65% superiores respecto a iguales periodos 2020. A su vez, la calificación también refleja el breve historial operativo de la 3 centrales. Como mitigante, las mismas utilizan tecnología probada, con un contrato con el proveedor 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. Adicionalmente, la compañía cuenta con una turbina de repuesto en caso de ser necesaria.

Contratos de venta de largo plazo a precio fijo: A sep'21 el flujo de ingresos fue generado en un 83% 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). Esto permitió una mejora en la eficiencia llevando su capacidad total instalada a 750MW. 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 98% 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 podrían derivar en bajas de calificación:

- Cambios regulatorios o de la situación de CAMMESA para cumplir con sus compromisos.
- Cambios en los costos y el nivel de despacho previstos que afecten la rentabilidad.

Factores que podrían derivar en subas de calificación:

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

Liquidez y Estructura de Capital

Elevado nivel de apalancamiento y ajustada 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 Sep'21 de 5x (medido en dólares). MSU Energy emitió en ago'21 dos ON locales por un total de USD 30.6 millones. La liquidez de la compañía a sep'21 era ajustada, con caja y equivalentes por USD 46 MM, deuda de corto plazo de USD 107 MM y deuda total de USD 882 MM. A su vez, MSU Energy canceló

en nov'21 USD 25 MM correspondientes a la primera cuota de amortización de su ON 2024. La compañía planea una nueva emisión por hasta USD 15 MM, ampliable a USD 31 MM.

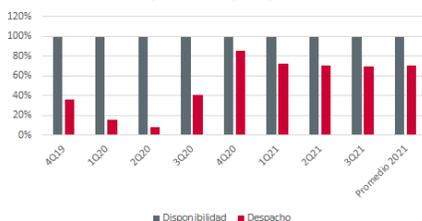
Perfil del Negocio

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 195 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 (83% en 9M21, con un despacho promedio de 70%). 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. Al 3Q '21 las centrales han tenido una disponibilidad del 99.1%.

Disponibilidad y despacho



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Riesgo de Operación: Las centrales tienen un escaso historial operativo, con aproximadamente tres 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 Mantenimiento (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 2021 los subsidios a la energía superaran los USD 10 mil millones, 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. Actualmente los plazos de cobro a CAMMESA rondan los 66 días luego de alcanzar 89 días en Abr'21.

Al 30 de Octubre de 2021, Argentina cuenta con una potencia instalada de 42.877 MW, lo cual significó un aumento de 2.2% o 926 MW, respecto a dic'2020. El 31.5% corresponde a ciclos combinados y 25.2% a centrales hidroeléctricas entre otros. 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.

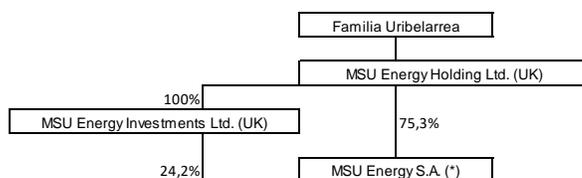
Posición Competitiva

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 Uribelarrea Duhau y Manuel Santos Uribelarrea 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 Uribelarrea Duhau y Santos Uribelarrea Balcarce

La familia Uribelarrea 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, con activos por más de USD 500 MM

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 de contraparte: Demoras en los pagos de CAMMESA pueden presionar fuertemente las necesidades de capital de trabajo de la compañía, cuya flexibilidad financiera es acotada por los compromisos del plan de inversiones. 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 congelamiento 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 70% y disponibilidad del 90%, FIX estima un EBITDA de USD 185 millones para 2021 y los años siguientes, con margen de 86%. El EBITDA en el año móvil a sep'21 fue de USD 183.5 millones, un 35% mayor a 2020, con un margen del 85.6%. Para los años próximos FIX estima un EBITDA entre USD 185 y 195 MM, según el nivel de despacho.

Flujo de Fondos

Para 2021 FIX espera un Flujo de fondos libre negativo producto de la necesidad de capital para afrontar la refinanciación de la deuda comercial con GE y otros proveedores. A partir de 2022 se esperan flujos de fondos libres positivos. El Flujo de Caja Operativo en el año móvil a sep'21 fue positivo por un monto de USD 99 millones, el cual permitió afrontar parcialmente inversiones, principalmente con proveedores, por USD 99 millones, generando un Flujo de Fondos Libre levemente negativo.

Flujo de Fondos

USD '000	2018	2019	2020	Año Móvil
Ventas	40.927	123.606	156.378	214.535
Flujo Generado por las Operaciones	14.343	29.493	114.293	127.183
Variación del Capital de Trabajo	(2.119)	(4.379)	(53.661)	(27.980)
Flujo de Caja Operativo	12.224	25.114	60.632	99.202
Inversiones de Capital	(135.980)	(114.816)	(26.964)	(99.231)
Dividendos	-	-	-	-
Flujo de Fondos Libre	(123.756)	(89.701)	33.668	(29)

Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

Estructura de Capital y Liquidez

A sep'21 la deuda financiera era de USD 882 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 totalidad 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 tenía en el año móvil a sep'21 un nivel de apalancamiento elevado, con un ratio deuda neta/EBITDA de 5x, (medido en dólares). Este ratio es superior al de comparables del sector, y estimamos que debería reducirse a valores cercanos a 4.3x en 2021, con los ciclos combinados totalmente operativos y a ratios menores a 4x a partir de 2023.

La liquidez de la compañía a sep'21 era acotada, con Caja y equivalentes por USD 46 millones y vencimientos de corto plazo por USD 107 millones.

Al momento de la cancelación del bono internacional, en 2025, prevemos que hará falta refinanciar unos USD 300 MM, que serían cercanos a 1,5x 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.

La compañía planea una emisión de Obligaciones Negociables denominada y pagadera en dólares, por hasta USD 15 MM, ampliable a USD 31 MM, para refinanciación de pasivos y/o inversiones en activos fijos.

Evolución Ventas - EBITDA



Fuente: Información de la empresa, Fix Scr

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 1º 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. La moneda es constante a sep'21.

Resumen Financiero - MSU Energy S.A. (ex Río Energy S.A.)

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Período

	NIF Año Móvil 12 meses	NIIF sep-21 9 meses	NIIF 2020 12 meses	NIIF 2019 12 meses	NIIF 2018 12 meses	NIIF 2017 12 meses
Rentabilidad						
EBITDA Operativo	16.553.527	12.834.380	9.590.004	5.141.536	834.721	293.409
Margen de EBITDA	85,6	85,7	86,9	86,2	73,9	75,3
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	20,7	18,0	16,6	6,9	5,7	14,8
Margen del Flujo de Fondos Libre	(0,0)	(9,3)	21,5	(72,6)	(302,4)	(54,3)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	26,6	36,7	35,9	94,2	15,0	17,3

Coberturas

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

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	4,3	5,0	5,5	13,8	16,5	4,9
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,3	5,1	7,6	10,1	15,9	2,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	5,0	4,8	7,3	9,9	10,5	2,8
Costo de Financiamiento Implícito (%)	11,4	11,0	7,6	7,2	5,8	7,2
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	12,1	12,1	5,7	4,2	2,0	34,6

Balance

Total Activos	108.349.460	108.349.460	95.973.811	62.397.237	15.254.497	3.365.049
Caja e Inversiones Corrientes	4.551.721	4.551.721	2.978.784	1.265.224	4.496.012	8.578
Deuda Corto Plazo	10.576.429	10.576.429	4.135.815	2.196.083	267.211	289.156
Deuda Largo Plazo	76.519.659	76.519.659	68.708.693	49.899.883	13.001.484	547.433
Deuda Total	87.096.088	87.096.088	72.844.508	52.095.967	13.268.695	836.589
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	87.096.088	87.096.088	72.844.508	52.095.967	13.268.695	836.589
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	87.096.088	87.096.088	72.844.508	52.095.967	13.268.695	836.589
Total Patrimonio	10.227.469	10.227.469	6.345.708	2.876.871	724.969	306.154
Total Capital Ajustado	97.323.557	97.323.557	79.190.216	54.972.837	13.993.664	1.142.743

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	11.469.844	6.301.103	8.068.397	1.422.835	395.576	118.324
Variación del Capital de Trabajo	(2.523.385)	516.127	(3.788.126)	(211.265)	(58.433)	(95.968)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	8.946.459	6.817.230	4.280.271	1.211.570	337.143	22.356
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(8.949.086)	(8.216.420)	(1.903.534)	(5.539.000)	(3.750.321)	(233.871)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(2.627)	(1.399.190)	2.376.737	(4.327.430)	(3.413.178)	(211.516)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	5.149	0	(21.753)	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	505.176	505.176	0	0	(570.636)	0
Variación Neta de Deuda	1.893.849	2.466.951	(641.424)	1.094.037	8.366.794	115.827
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	0	0	0	104.454	67.779
Variación de Caja	2.401.547	1.572.937	1.713.560	(3.233.393)	4.487.434	(27.910)

Estado de Resultados

Ventas Netas	19.347.607	14.977.999	11.039.385	5.963.087	1.128.765	389.609
EBIT Operativo	14.086.267	10.976.521	8.213.080	4.448.305	728.001	147.055
Intereses Financieros Brutos	8.709.570	6.848.930	5.092.972	2.353.781	407.141	51.300
Alquileres	0	0	0	0	0	0
Resultado Neto	2.717.407	2.482.673	1.995.581	1.696.920	76.401	46.005

Anexo II. Glosario

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

Anexo III. Características del Instrumento

Obligación Negociable Clase III

Monto Autorizado:	Por hasta USD 15 millones, ampliable a USD 31 millones
Monto Emisión:	A emitir
Moneda de Emisión:	Denominados y pagaderos en dólares estadounidenses.
Fecha de Emisión:	A emitir
Fecha de Vencimiento:	24 meses
Amortización de Capital:	Al vencimiento
Tasa de Interés:	Fija
Cronograma de Pago de Intereses:	Semestral
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 III, 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 III; 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
Otros:	N/A

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 **13 de diciembre de 2021** confirmó* en categoría **A(arg)** a la calificación de Emisor de MSU Energy S.A. (ex Río Energy S.A.).

Asimismo, asignó en categoría **A(arg)** a la calificación de las Obligaciones Negociables Clase III a ser emitidas por la compañía por hasta USD 15 MM, ampliables a USD 31 MM.

La Perspectiva para las calificaciones 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.

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

Fuentes

- Balances auditados hasta el 30-09-2021, disponibles en www.cnv.gob.ar.
- Auditor externo a la fecha del último balance: KPMG.
- Prospecto de las Obligaciones Negociables por hasta USD 650 MM co-emitidas por Río Energy, UGEN y UENSA, del 17 de enero de 2018.
- Prospecto de Fusión de Río Energy S.A. (sociedad absorbente), UGEN S.A. y UENSA S.A. (sociedades absorbidas), de fecha 19 de octubre 2018.
- Hechos Relevantes presentados y publicados ante la CNV.

En carácter Privado:

- Preliminar de Suplemento de ON Clase III, enviado por email el 10 de diciembre de 2021

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.