

INFORME DE
CALIFICACION

31 de marzo de 2021

[Informe de revisión completo](#)

CALIFICACIONES (*)
YPF Energía Eléctrica S.A.

Calificación actual/perspectiva

Calificación de emisor en moneda local (ML) A+.ar/EST

Calificación de emisor en moneda extranjera (ME)⁽²⁾ A.ar/REV⁽¹⁾

Calificación anterior/perspectiva

Calificación de emisor en ML A+.ar/EST

Calificación de emisor en ME⁽²⁾ A.ar/REV⁽¹⁾

(1) Las calificaciones se encuentran en revisión a la baja

(2) Anteriormente: "Calificación de deuda senior no garantizada en moneda extranjera"

(*) Calificaciones de Riesgo asignadas por Moody's Local AR Agente de Calificación de Riesgo S.A Registro No. 3 de la Comisión Nacional de Valores.

Para mayor detalle sobre la definición de la calificación asignada ver la sección Información complementaria, al final de este reporte.

CONTACTOS

Florencia Calvente +54.11.5129.2639

Analyst
Florencia.Calvente@moodys.com

Eliana Gomez Barreca +54.11.5129.2625

Associate Analyst
eliana.gomezbarreca@moodys.com

SERVICIO AL CLIENTE

Argentina/Uruguay +54.11.5129.2600

YPF Energía Eléctrica S.A.

Principales Indicadores

Indicadores	2020	2019	2018
EBITDA ⁽¹⁾ / Ventas netas	70,1%	62,9%	76,6%
EBIT ⁽²⁾ / Ventas netas	47,6%	45,0%	58,6%
Deuda ajustada / EBITDA ⁽¹⁾	5,9x	6,1x	4,5x
Deuda ajustada neta / EBITDA ⁽¹⁾	4,7x	4,4x	3,4x
CFO ⁽³⁾ / Deuda ajustada	7,3%	7,6%	18,1%
EBITDA ⁽¹⁾ / Gastos financieros ⁽⁴⁾	3,4x	3,4x	9,0x
EBIT ⁽²⁾ / Gastos financieros ⁽⁴⁾	2,3x	2,5x	6,9x
Activo corriente / Pasivo corriente	80,6%	136,1%	138,4%

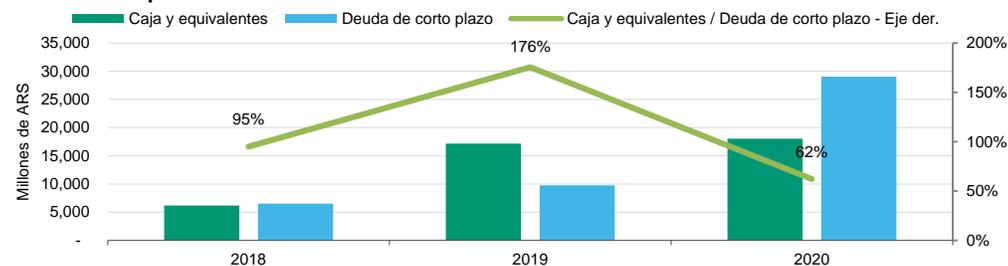
Millones de ARS			
Ventas netas	21.416	16.114	7.125
Deuda ajustada	89.006	61.436	24.771
CFO ⁽³⁾	6.522	4.671	4.487
Patrimonio neto	70.795	45.539	25.521

(1) EBITDA ajustado por Moody's Local. Utilidad antes de intereses, impuestos, depreciación y amortización; (2) EBIT es utilidad antes de intereses e impuestos; (3) CFO es el flujo de efectivo operativo; (4) Contempla gastos de intereses, se utiliza gastos financieros totales si la compañía no reporta el detalle.

YPF Energía Eléctrica S.A. (YPF EE) es una empresa de generación de energía con una capacidad instalada de 2.062 MW en plantas termales y 222 MW de energías renovables, representando el 5% de la capacidad instalada total del país, y proyectos en construcción por 196 MW. La calidad crediticia de YPF EE se ve respaldada por su adecuada liquidez y por la naturaleza estable de su modelo de negocios, que se deriva principalmente de contratos a largo plazo de compraventa de potencia y/o energía (PPA), denominados en moneda extranjera.

Los flujos de efectivo se encuentran expuestos a los plazos de pago variables de CAMESA, su principal contratante (70% de los ingresos de la compañía en 2020), que depende en gran medida de los fondos que recibe del gobierno para realizar los pagos.

FIGURA 1: Liquidez



Nota: Incluye caja de disponibilidad restringida incluida en el activo corriente
Fuente: Moody's Local Argentina en base a estados financieros de YPF EE

Resumen

Moody's Local AR ("Moody's Local Argentina"), afirma la calificación de emisor en moneda local de A+.ar de YPF Energía Eléctrica S.A. (YPF EE) con perspectiva estable, y mantiene la revisión a la baja de la calificación de emisor en moneda extranjera de A.ar.

Al mismo tiempo, Moody's Local Argentina asigna una calificación en moneda extranjera de A.ar a la emisión propuesta por hasta USD 100 millones de YPF Energía Eléctrica ("YPF EE") con vencimiento en 2023, a emitirse en el marco del Programa Global de Emisión de Obligaciones Negociables por un monto máximo de hasta USD 1.500 millones. La calificación asignada se encuentra en línea con la calificación de emisor en moneda extranjera de la compañía, y con la calificación de las obligaciones negociables Clase I por USD 100 millones con vencimiento en mayo 2021. Las calificaciones de ambos instrumentos se encuentran en revisión a la baja, en línea con la calificación de emisor en moneda extranjera de la compañía.

La perspectiva estable de la calificación de emisor en moneda local refleja que no se esperan cambios significativos en los fundamentos crediticios de la compañía en el corto y mediano plazo. La revisión a la baja de las calificaciones en moneda extranjera refleja el posible impacto negativo de la Comunicación "A" 7106 y su extensión "A" 7230 sobre el mercado de deuda en dólares. Para Moody's Local Argentina, las calificaciones en moneda extranjera podrían verse deterioradas ante mayores incertidumbres sobre la evolución y cambios inesperados en el entorno regulatorio local. Igualmente, entendemos que la compañía posee buenos niveles de liquidez y acceso a financiamiento adecuado para hacer frente a sus obligaciones de corto plazo. En 2020 la compañía ha demostrado buen acceso a financiamiento en el mercado local, aun en condiciones de mercado volátiles.

Las calificaciones de YPF EE reflejan la naturaleza estable del modelo comercial de la compañía derivado de ingresos contratados en virtud de acuerdos de compra de energía a largo plazo (PPA) y pagos de capacidad de precio fijo. Los PPA, se encuentran denominados en dólares estadounidenses, son a 10-20 años y deben proporcionar al emisor pagos fijos basados en la disponibilidad, características que mitigan el riesgo de devaluación al que está expuesta la compañía por poseer deuda en moneda extranjera. Las calificaciones de YPF EE se encuentran respaldadas por su buena liquidez, su adecuado perfil de vencimientos y por el soporte proporcionado por sus socios (General Electric e YPF S.A.) para el desarrollo de proyectos, y a través de vínculos estratégicos a nivel operativo. Adicionalmente, se considera en las calificaciones el aumento esperado en la generación de ingresos de la compañía dado el inicio de operaciones de proyectos en 2020 por una capacidad instalada total de 411 MW, así como el elevado grado de avance de sus proyectos en construcción por 231 MW adicionales para 2021, que la compañía estima iniciarán operaciones en el primer semestre. Moody's Local Argentina espera que el nivel de endeudamiento de la compañía medido en términos de EBITDA se reduzca en 2021, para continuar descendiendo en 2022 y 2023 con todos sus proyectos ya operativos y menores requerimientos de CAPEX.

Las calificaciones de la compañía reflejan, asimismo, la alta exposición a las regulaciones y al entorno operativo argentino ya que sus flujos poseen una gran dependencia en los pagos contractuales de CAMMESA. También incorporan las presiones de liquidez y los desafíos a los que se enfrenta YPF EE debido a los plazos de pago variables de su principal contratante que, a su vez, depende de fondos que recibe del gobierno para realizar sus pagos.

Las compañías de generación eléctrica han aumentado significativamente su deuda para financiar el gasto de capital en nueva capacidad instalada en los últimos años. Si bien los gastos de capital pendientes en los próximos años serán más bajos para la mayoría de las compañías en este sector, los vencimientos de la deuda presionarán su liquidez, en un entorno económico más difícil y acceso limitado a financiamiento en el mercado de capitales local e internacional.

Las calificaciones en moneda extranjera (ME) asignadas por Moody's Local Argentina contemplan el riesgo incremental que implica la exposición a las variaciones de tipo de cambio, las potenciales restricciones regulatorias para el acceso a la adquisición de divisas para el pago de deudas y el contexto macroeconómico actual con las correspondientes expectativas en relación a la disponibilidad de divisas durante el plazo de vigencia de las obligaciones calificadas. Al analizar estos riesgos incrementales en relación a las calificaciones en moneda local (ML), también se ha contemplado la existencia de posibles mitigantes como la disponibilidad de recursos del emisor, niveles de cobertura a través de instrumentos derivados y/o por la naturaleza del tipo de ingresos y flujos de fondos que se correspondan con las obligaciones calificadas, como así también la existencia de cláusulas particulares y/o protecciones estructurales como garantías y fondos de reservas, emergentes de los documentos de cada instrumento de deuda en particular. .

Descripción del emisor

La actividad principal de YPF EE y sus subsidiarias consiste en la generación y comercialización de energía eléctrica.

YPF EE se formó en agosto de 2013 como resultado de la escisión de YPF S.A., el principal accionista de la compañía. YPF S.A. es la compañía de energía más grande de Argentina, totalmente integrada en petróleo y gas, propiedad mayoritaria del Gobierno Argentino. Como parte de la estrategia de crecimiento de la compañía, en marzo de 2018 una afiliada de General Electric (GE EFS Power Investments B.V.) suscribió un 24,99% de las acciones de YPF EE.

El 30 de julio de 2019, YPF EE fue notificada que el 100% de las acciones de GE EFS fue transferido a BNR Infrastructure Co-Investment Limited (BNR), una compañía privada constituida en Reino Unido. General Electric Company es titular indirectamente del 50% de los derechos económicos de BNR y Silk Road Fund Co. Ltd. es titular indirectamente del otro 50%. BNR es, a su vez, propietaria del 100% del capital social de GE EFS. General Electric Company seguirá indirectamente administrando y controlando BNR.

A partir del ingreso de General Electric a YPF EE, General Electric e YPF S.A. controlan YPF EE de manera conjunta, en virtud del Acuerdo de Accionistas existente entre la sociedad y todos sus accionistas.

Prenda de acciones de YPF EE

Con fecha 12 de febrero de 2021, YPF S.A. ha gravado acciones con un derecho real de prenda en primer grado de privilegio a favor de la sucursal argentina de Citibank N.A., como agente de garantía y en beneficio de ciertos beneficiarios. Las acciones mencionadas son representativas del 50% del capital social y 50% de los votos de YPF S.A.. Dicha prenda estará sujeta a lo dispuesto por el estatuto de YPF EE y el Acuerdo de Accionistas.

Fortalezas crediticias

- » Mayoría de los flujos de efectivo bajo contratos a largo plazo de precio fijo y denominados en moneda extranjera
- » Buen perfil de liquidez
- » Vínculos estratégicos con YPF S.A. su principal accionista
- » Soporte proporcionado por su socio estratégico, General Electric, para el desarrollo de proyectos

Debilidades crediticias

- » Exposición a CAMMESA, que presenta retrasos en sus pagos, pudiendo afectar la liquidez de la compañía
- » Exposición a un sector altamente regulado
- » Nivel de endeudamiento alto, que se espera que disminuya gradualmente dado el inicio de operaciones de nuevos proyectos en 2020 y 2021 por un total de 642 MW

Análisis de los factores estándares de calificación

Estabilidad del sector

YPF EE opera principalmente bajo dos regímenes regulatorios. La compañía obtiene el 70% de sus ingresos a través de contratos de compra de energía con CAMMESA (Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico), mientras que el remanente lo obtiene a través de contratos con privados negociados con YPF S.A. (23%) y otras compañías privadas, y en el Mercado a Término de Energías Renovables (MATER).

Dentro de los contratos que la compañía mantiene con CAMMESA, se pueden distinguir 3 tipos de contratos, que obedecen diferentes regímenes regulatorios: Energía Base, Resoluciones 21 y 287 (PPAs), y RenovAr.

Con respecto al programa de Energía Base, en febrero de 2019, mediante la Resolución 1/19, la Secretaría de Energía (SE) derogó el esquema de remuneración establecido por la resolución 19/17 y estableció un nuevo esquema de remuneración de la generación térmica, que sigue los mismos parámetros que la resolución anterior pero con precios que resultaron, en promedio, un 12% más bajos. El 26 de febrero de 2020, mediante la resolución 31/20, la SE estableció que los precios de capacidad y generación cambiarían de denominación en dólares a pesos, con una reducción del precio anterior, y un nuevo esquema de actualización mensual sujeto a cambios en el IPC (60%) y el IPIM (40%). Esta última característica se encuentra actualmente suspendida. A diciembre de 2020, los ingresos por Energía Base representaron el 31% de los ingresos totales de YPF EE (incluyendo el reconocimiento de costos de combustible).

En términos de la resoluciones 21/16 y 287/17, se posibilita la firma de PPAs con CMMESA con un precio fijo por MW para la capacidad disponible. Los contratos firmados por YPF EE incluyen una remuneración basada en los siguientes elementos: cargo fijo por MW por mes por capacidad contratada, que debe estar plenamente disponible cuando CMMESA la convoque para prestar el servicio (excluidos los momentos de mantenimiento programado, restricción de provisión de combustible por parte de CMMESA o reducción de transmisión); y un pago variable basado en la energía generada. El componente variable está diseñado para cubrir los costos de operación y mantenimiento (excluido el consumo de combustible). Bajo estos contratos, los precios se pagan en moneda local al tipo de cambio vigente.

Asimismo, la compañía posee activos de energía renovable bajo contratos con CMMESA en la licitación RenovAr 2.0. Estos contratos, de 20 años de duración, adjudican un precio por MWh que se multiplica por factores de incentivo y de ajustes establecidos en el contrato.

A diciembre de 2020, los ingresos bajo PPAs con CMMESA representaron el 38% de los ingresos totales de YPF EE. Las calificaciones actuales no incorporan cambios en las condiciones contractuales de los PPA que la compañía mantiene con CMMESA, por lo que, si existiera un cambio en las mismas, Moody's Local Argentina evaluará las implicancias crediticias y su impacto en las calificaciones de YPF EE.

FIGURA 2: Centrales térmicas y parques eólicos en operación

Central Eléctrica	Ubicación	Capacidad Instalada	Marco Regulatorio	Tecnología	COD	Vencimiento PPA
Central Térmica Tucumán ⁽¹⁾	Provincia de Tucumán	447 MW	Res 31/2020 ⁽³⁾	Ciclo Combinado	1996/1997	-
San Miguel de Tucumán ⁽¹⁾	Provincia de Tucumán	382 MW	Res 31/2020 ⁽³⁾	Ciclo Combinado	1995/2000	-
El Bracho TG ⁽¹⁾	Provincia de Tucumán	274 MW	PPA CMMESA ⁽⁴⁾	Ciclo Abierto	2018	2028
El Bracho TV	Provincia de Tucumán	199 MW	PPA CMMESA	Turbina de Vapor	2020	2035
Loma Campana I	Provincia de Neuquén	105 MW	PPA YPF	Ciclo Abierto	2017	2032
Loma Campana II	Provincia de Neuquén	107 MW	PPA CMMESA ⁽⁴⁾	Ciclo Abierto	2017	2027
Loma Campana Este	Provincia de Neuquén	17 MW	PPA YPF	Moto Generadores	2017	2020
LP Cogeneración I	Provincia de Buenos Aires	128 MW	Res 31/2020 ⁽³⁾	Cogeneración	1997	N/A
La Plata Cogeneración II	Provincia de Buenos Aires	89 MW	PPA CMMESA - YPF	Cogeneración	2020	2035
Central Dock Sud	Provincia de Buenos Aires	279 MW ⁽²⁾	Res 31/2020 ⁽³⁾	Ciclo Combinado/ Abierto	1989/2000	N/A
Manantiales Behr	Provincia de Chubut	99 MW	PPA YPF y otros grandes usuarios	Eólica	2018	Varios ⁽⁵⁾
Los Teros I (Parque eólico)	Provincia de Buenos Aires	123 MW	MATER	Eólica	2020	Varios ⁽⁵⁾
Total		2.249 MW				

⁽¹⁾Complejo Tucumán; ⁽²⁾Participación en Central Dock Sud (operada por Enel S.A.), Central Térmica Vuelta de Obligado, Central Térmica Manuel Belgrano y Central Térmica San Martín; ⁽³⁾Venta de vapor contractualizada con YPF; ⁽⁴⁾RES 21/2016; ⁽⁵⁾10 contratos PPA con privados con vigencia de hasta 21 años.
Fuente: Moody's Local Argentina en base a información publicada por YPF EE

FIGURA 3: Proyectos en construcción

Central Eléctrica	Ubicación	Capacidad Instalada	Contratos	Tecnología	COD estimado	CAPEX estimado
Cañadón León	Provincia de Santa Cruz	122 MW	CMMESA/MATER ⁽¹⁾	Eólica	2T 2021	USD 164 M
Central Térmica Manantiales Behr	Provincia del Chubut	57 MW ⁽²⁾	YPF	Moto generadores	1T 2021	USD 63 M
Los Teros II	Provincia de Buenos Aires	52 MW	MATER	Eólica	2T 2021	USD 70 M
Total		231 MW				

⁽¹⁾ 99MW corresponden a PPA con Cmmesa y 23MW a PPA con MATER. (2) a la fecha, ya se ha obtenido la habilitación comercial de 35,1 MW
Fuente: Moody's Local Argentina en base a información publicada por YPF EE

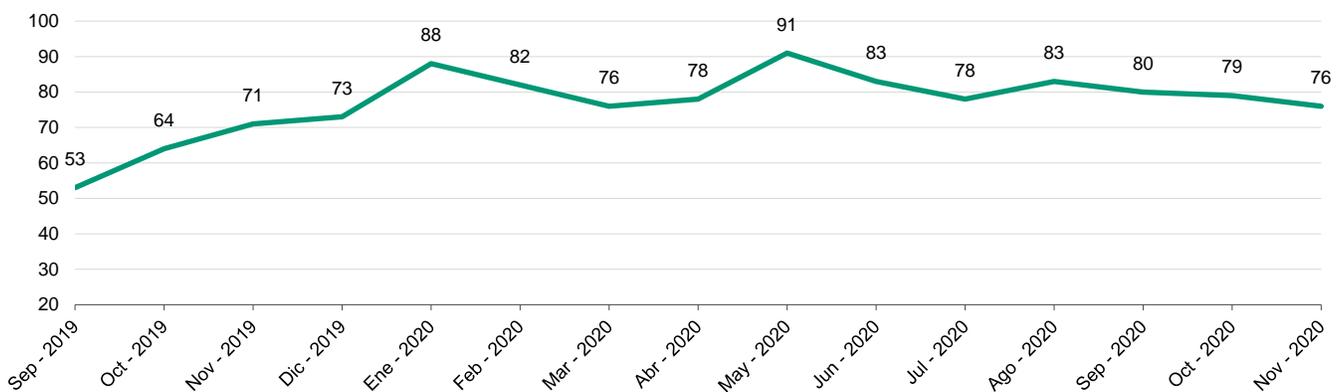
Exposición a CAMMESA y al mercado energético en evolución de Argentina

La mayoría de los ingresos actuales y proyectados de la compañía dependen de contratos con CAMMESA y, por lo tanto, están expuestos al riesgo crediticio del gobierno argentino. CAMMESA se encarga tanto del despacho de energía en el mercado como de los cobros y pagos del sistema. CAMMESA también es responsable de la planificación de las necesidades de capacidad energética, optimizando los usos de la energía, las importaciones y exportaciones de electricidad, la compra y gestión de combustibles para los generadores WEM, entre otros.

Si bien los costos operativos de CAMMESA se financian a través de contribuciones obligatorias de los agentes WEM, los subsidios vigentes para los precios de la electricidad en Argentina (diferencia entre el precio estacional cobrado a los consumidores y el precio spot pagado a los generadores) se traducen en déficits operativos estructurales que deben ser cubiertos por el gobierno nacional (el subsidio total a la energía eléctrica, excluyendo transporte, representó un 45% del costo del sistema en 2020). La actual crisis económica, los retrasos en los pagos por parte de las distribuidoras de electricidad y la devaluación de la moneda local han aumentado la dependencia de CAMMESA en las transferencias del gobierno federal. Estos factores, sumados al deterioro fiscal del país, han provocado un retraso en los plazos de pago de CAMMESA hacia las compañías del sector, generando un aumento en las cuentas por cobrar a favor de las compañías.

En el transcurso del ejercicio 2020, el plazo de pago promedio de CAMMESA fue de 81 días, registrando un pico en el mes de mayo de 91 días. Los créditos por venta con CAMMESA registrados por YPF EE al 31 de diciembre de 2020 ascendieron a ARS 5.572 millones, 31% superior a lo reportado al cierre del ejercicio 2019.

FIGURA 4 : Promedio ponderado de los días de retraso en los pagos de CAMMESA



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información publicada por YPF EE

Recientes cambios regulatorios

El 23 de diciembre de 2019, dada la crisis económica que atravesaba el país, se declaró la emergencia en materia económica, financiera, fiscal, administrativa, previsional, energética, sanitaria y social en Argentina. Al mismo tiempo, se facultó al Poder Ejecutivo Nacional a mantener sin cambios las tarifas de electricidad y de gas natural bajo jurisdicción nacional. A la fecha del presente informe, las tarifas continúan congeladas.

El 12 de marzo de 2020, se anunció la emergencia sanitaria para la gestión de la situación de crisis ocasionada por el coronavirus, y el 19 de marzo se declaró el aislamiento social, preventivo y obligatorio. La generación eléctrica fue declarada servicio esencial, por lo que se le permitió a la compañía operar desde el inicio del aislamiento, mientras que las obras de infraestructura eléctrica se declararon esenciales a partir del 6 de abril de 2020, por lo que YPF EE ha presentado modificaciones en las fechas de inicio de operaciones de sus proyectos en construcción.

El 17 de marzo de 2020, se dispuso la intervención del Ente Nacional Regulador de la Energía Eléctrica (ENRE) y del Ente Nacional Regulador del Gas (ENARGAS).

El 8 de abril de 2020, la SE dispuso que se posponga la aplicación del ajuste de la remuneración de los generadores sin contratos establecido por el Anexo VI de la Resolución 31/2020 (Energía Base).

El 10 de junio de 2020, la SE instruyó a CAMMESA a suspender temporalmente -del 12 de marzo al 12 de septiembre de 2020- el cómputo de plazos correspondientes a la ejecución de determinados contratos.

El 13 de noviembre de 2020, mediante el Decreto 892/2020, se implementó el Plan GasAr con el objetivo de promover la producción de gas natural y garantizar el abastecimiento de la demanda base y la demanda para generación eléctrica. Dicho programa establece un mecanismo de oferta de gas natural por cuenca para los productores, y una asignación a los usuarios de la demanda prioritaria (a través de las distribuidoras de gas natural), y para la generación eléctrica (a través de CAMMESA).

Escala

YPF EE y sus subsidiarias son un conjunto de empresas cuya actividad se centra en el mercado argentino, y sus operaciones se enmarcan según la evolución de las principales variables del contexto macroeconómico del país. En consecuencia, cambios en las condiciones económicas, políticas y regulatorias de Argentina y las medidas adoptadas por el gobierno han tenido, y se espera que sigan teniendo, un impacto significativo en las operaciones de la compañía.

El Grupo se dedica a la generación y comercialización de energía eléctrica, y posee una capacidad de generación de 2.027 MW en plantas termales y 257 MW de energías renovables. Actualmente, se están desarrollando 196 MW adicionales, con un comienzo de operaciones (COD) estimado entre el primer y segundo trimestre de 2021.

FIGURA 5: Capacidad instalada (MW)



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información publicada por YPF EE

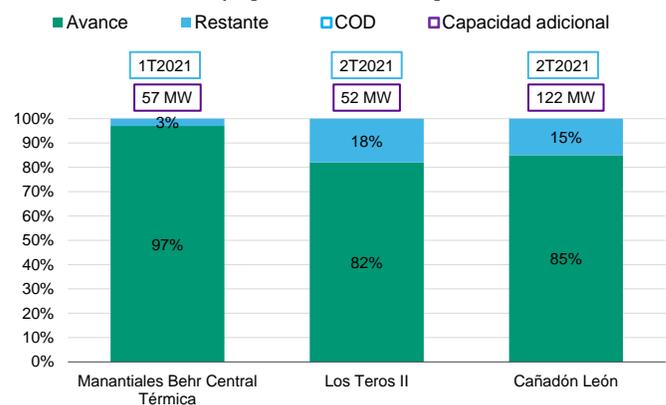
A la fecha del presente informe, CAMMESA ha otorgado la habilitación comercial de 35,1 MW correspondientes a 3 de los 5 motores del proyecto de Manantiales Behs, ubicados junto al Parque Eólico Manantiales Behr en la Provincia del Chubut. La compañía ha informado, asimismo, que espera obtener la habilitación comercial de los restantes motores para alcanzar una potencia de 57 MW, en los próximos días.

La demanda de energía eléctrica fluctúa según la estación del año, pudiendo verse afectada significativa y adversamente por factores climáticos. En verano la demanda de energía eléctrica puede incrementar sustancialmente, mientras que en invierno puede fluctuar en razón de las necesidades de iluminación y calefacción. Por consiguiente, los cambios estacionales pueden afectar el resultado de las operaciones y la situación financiera de la compañía.

En el 2020 la demanda de energía eléctrica tuvo un decrecimiento de 1,3% con respecto al año anterior, lo cual se descompone en un aumento en el consumo doméstico (que representa un 56% de la demanda) de 7,9% y una disminución en el consumo industrial y comercial de 6,4%. La variación de la demanda, si bien presentó un leve incremento en los últimos meses del año, ha estado influenciada por la contracción durante los primeros meses del ejercicio 2020 como consecuencia del distanciamiento y aislamiento social preventivo y obligatorio que impactó, principalmente, sobre la actividad comercial e industrial. El volumen demandado de energía eléctrica acumulada en 2020 fue de 127.306 Gwh, mientras que para el año anterior fue de 128.883 Gwh.

Para satisfacer la demanda de energía eléctrica durante 2020, la generación térmica y la hidroeléctrica fueron las principales fuentes de energía utilizadas, representando alrededor de un 80% de la oferta total de generación. Sin embargo, la oferta hidroeléctrica presentó una disminución acumulada durante 2020 del 17,7% debido principalmente a los bajos caudales del Río Uruguay y Paraná que afectaron la generación en las centrales binacionales de Salto Grande y Yaciretá. Por su parte, la generación nuclear aportó el 7,5% de la oferta y, por último, la generación de renovables (eólica, fotovoltaica e hidroeléctricas chicas) aportó el 9,5%, siendo la energía eólica la principal con el 73,9% del total de la generación de energías renovables del país.

FIGURA 6: Avance de los proyectos en desarrollo y COD



Nota: Grado de avance al 31 de enero de 2021

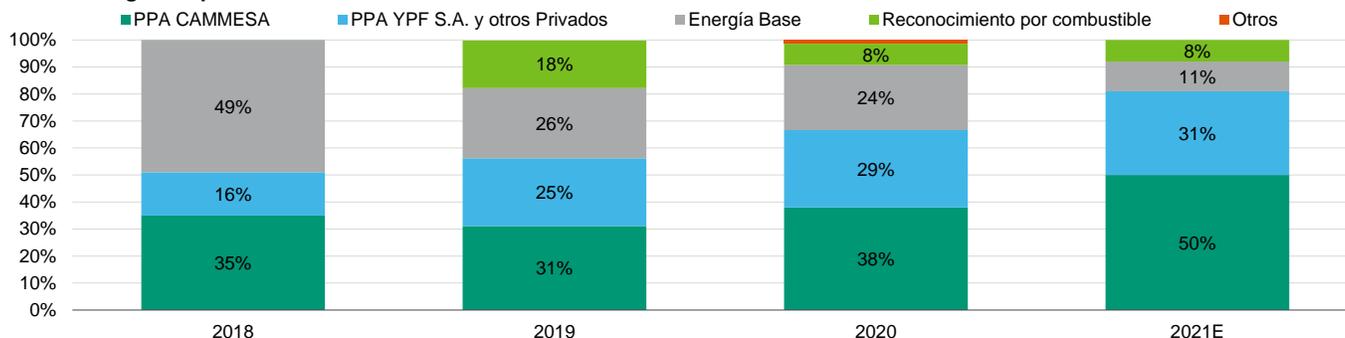
Fuente: Moody's Local Argentina en base a información publicada por YPF EE

Al cierre del ejercicio de 2020, las ventas de la compañía alcanzaron los ARS 21.416 millones, un aumento del 32,9% comparado con el ejercicio anterior (sin embargo, evaluado en dólares representó una disminución del 9,5%). Por su parte, la demanda de energía eléctrica alcanzó los 95.844 GWh, significando una disminución del 1,0% con respecto al 2019.

Perfil de negocios

YPF EE es una empresa con más de 6 años de experiencia en el sector de generación de energía eléctrica, y es considerada actualmente un actor importante en el mercado argentino. En el ejercicio 2020, YPF EE registró ingresos por ventas de ARS 21.416 millones, un incremento en términos reales del 32,9% con respecto al ejercicio anterior. Los ingresos de YPF EE estaban compuestos por ingresos bajo contratos de abastecimiento de energía a largo plazo y ventas de vapor (66,6%), ventas de energía base (32,0%) y otros ingresos por servicio (1,5%). Del total de los ingresos del ejercicio 2020, el 70% fueron provenientes de CAMMESA.

FIGURA 7: Ingresos por contratante



Fuente: Moody's Local Argentina en base a información y estimaciones publicadas por YPF EE

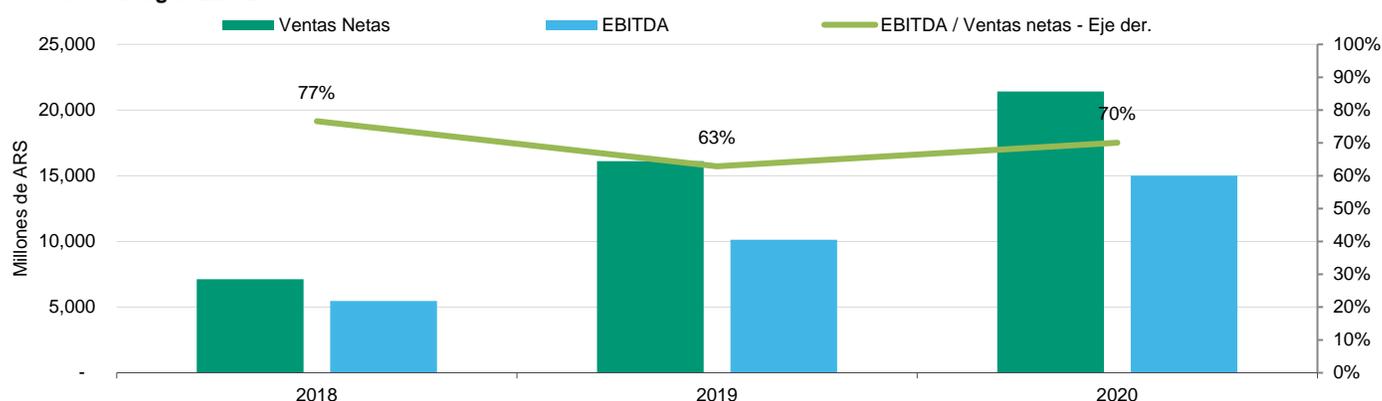
El portafolio de activos y proyectos de generación de propiedad de la compañía se encuentra localizado en las Provincias de Tucumán, Neuquén, Buenos Aires, Chubut y Santa Cruz. Las centrales generan energía convencional y energía renovable, y su suministro es dirigido al abastecimiento del mercado eléctrico por medio de CAMMESA, las operaciones de YPF S.A. y otras industrias (entre ellas Profertil S.A., CAF S.A. y Toyota Argentina S.A.).

YPF EE genera energía eléctrica a través de tres ciclos combinados ubicados en la Provincia de Tucumán, dos centrales térmicas a ciclo abierto y motogeneradores ubicados en la Provincia de Neuquén, dos plantas de cogeneración en la Provincia de Buenos Aires, un parque eólico en la Provincia del Chubut y un parque eólico en la Provincia de Buenos Aires. Adicionalmente, posee un proyecto de construcción de una central térmica de motogeneradores en la Provincia del Chubut, y dos proyectos de construcción de dos parques eólicos en las Provincias de Santa Cruz y Buenos Aires.

Rentabilidad y eficiencia

El desempeño operativo del año 2020, dado que las distintas centrales han mostrado niveles de disponibilidad acordes con los mínimos requeridos bajo los contratos, ha sido bueno, y se han mantenido adecuados para la categoría de calificación. El margen EBITDA se ubicó en 70%, mostrando niveles superiores a los exhibidos en 2019, donde dicho indicador fue de 63%. El margen EBIT en 2020 se ubicó en 48%, aumentando desde 45% en 2019.

FIGURA 8: Margen EBITDA



Fuente: Moody's Local Argentina en base a los Estados financieros de YPF EE

Aun cuando los flujos de la compañía debiesen ser estables, ya que en su mayor parte sus contratos incorporan precios fijos por disponibilidad horaria de cada una de las plantas termales y precios fijos por generación en el caso de los renovables, los mismos se encuentran sujetos al esquema de pagos de CAMMESA, que desde fines del año 2019 ha mostrado retrasos en sus pagos.

Para el ejercicio cerrado en diciembre de 2020, el flujo generado por las operaciones (FFO) y el flujo de efectivo operativo (CFO) ascendieron a ARS 9.906 y ARS 6.522 millones respectivamente, mejorando con respecto a los dos ejercicios anteriores. Adicionalmente, debido a las inversiones de expansión, a diciembre de 2020 el flujo de fondos libres (FCF) se encontraba en niveles negativos. Esperamos que esta tendencia se comience a revertir en los próximos meses, a medida que la compañía complete las inversiones necesarias para culminar con los 3 proyectos que se encuentra desarrollando actualmente.

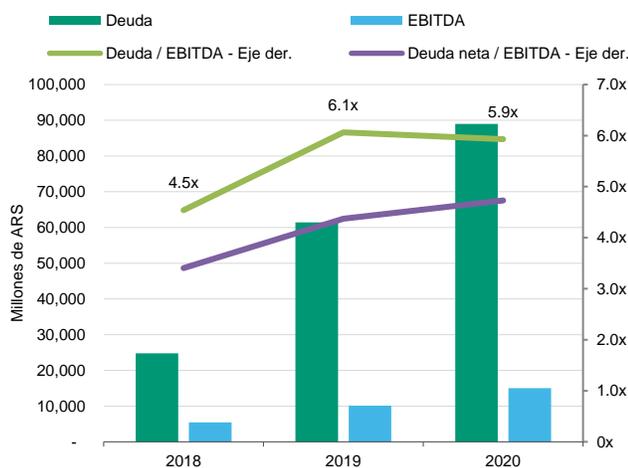
Apalancamiento y cobertura

La deuda ajustada de YPF EE a diciembre de 2020 ascendía a ARS 89.006 millones, con un indicador de deuda a EBITDA de 5,9x, inferior al 6,1x reportado en diciembre 2019. La emisión de las obligaciones negociables y la de los bonos en el mercado internacional han contribuido a financiar los planes de expansión de la compañía. Sin embargo, dado el inicio de operaciones de proyectos en 2020 por un total de 411 MW, y del inicio de operaciones de proyectos estimados para el primer semestre de 2021 por un total de 231 MW, esperamos que el endeudamiento de la compañía, medido en términos de deuda a EBITDA descienda en 2021 de manera significativa, y más aún en 2022 con todos los proyectos en construcción ya operativos.

En caso de producirse demoras en la finalización de los proyectos, YPF EE podría requerir un acceso adicional al financiamiento para completar su plan de inversiones, y la mejora en los indicadores de la compañía podría verse demorada de manera similar por el aumento del endeudamiento y por el impacto en el EBITDA del potencial retraso de los CODs. Igualmente, dado el alto grado de avance de los proyectos en construcción, este riesgo se encuentra parcialmente mitigado.

El indicador de CFO a deuda a diciembre 2020, mostró un leve deterioro con respecto al año anterior, debido principalmente al incremento de la deuda en un 45%, ubicándose en 7,3% desde 7,6% registrado en 2019. El indicador de cobertura de intereses, por su parte, fue de 3,4x en 2020 en línea con el reportado en 2019.

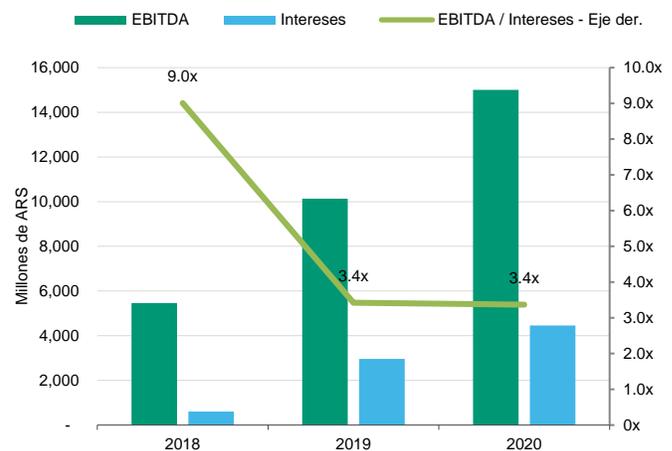
FIGURA 9: Apalancamiento



Nota: se considera la deuda ajustada

Fuente: Moody's Local Argentina en base a los Estados financieros de YPF EE

FIGURA 10: Cobertura



El 28 de octubre de 2020, YPF EE realizó una emisión en el mercado local de obligaciones negociables Clase IV, a tasa 0%, por un valor nominal de USD 30 millones, con vencimiento el 23 de octubre de 2022, y una emisión de obligaciones negociables Clase V, a tasa 1%, por un valor nominal de USD 20 millones, con vencimiento el 23 de octubre de 2023. Ambas se encuentran denominadas en dólares y son pagaderas en pesos (dólar linked). El capital de ambas obligaciones negociables será amortizado en un único pago a la fecha de vencimiento respectiva. El financiamiento obtenido en la colocación se destina a cubrir necesidades de capital de trabajo, proyectos de inversión de la compañía, para el pago de contribuciones de capital en subsidiarias y para el refinanciamiento de deuda.

Obligaciones negociables Clase I

El 10 de mayo de 2019, YPF EE realizó una emisión en el mercado local de obligaciones negociables Clase I, por un valor nominal de USD 100 millones (el 10 de mayo de 2019 USD 75 millones y el 12 de junio de 2019 USD 25 millones), denominadas, integradas y pagaderas en dólares estadounidenses, con vencimiento el 10 de mayo de 2021. El capital será amortizado en un único pago a la fecha de vencimiento en dólares estadounidenses. Las obligaciones negociables devengan intereses a una tasa fija anual de 10,24%, pagaderos trimestralmente por período vencido, comenzando su pago a los seis meses de la fecha de emisión.

A través de la Comunicación "A" 7106 del 15 de septiembre de 2020 emitida por el BCRA se establecieron restricciones para el acceso al MULC para la cancelación de endeudamientos financieros con el exterior y de emisiones locales de títulos de deuda denominadas en moneda extranjera, cuyos vencimientos de capital operen entre el 15 de octubre de 2020 y el 31 de marzo de 2021, obligando a las compañías a refinanciar el 60% a un plazo de al menos dos años.

El 25 de febrero de 2021, el BCRA a través de la Comunicación "A" 7230, prorrogó la fecha mencionada anteriormente hasta el 31 de diciembre del 2021, por lo que la ON Clase I se encuentra alcanzada por las restricciones de acceso al MULC impuestas por el BCRA.

Obligaciones negociables Clase VI

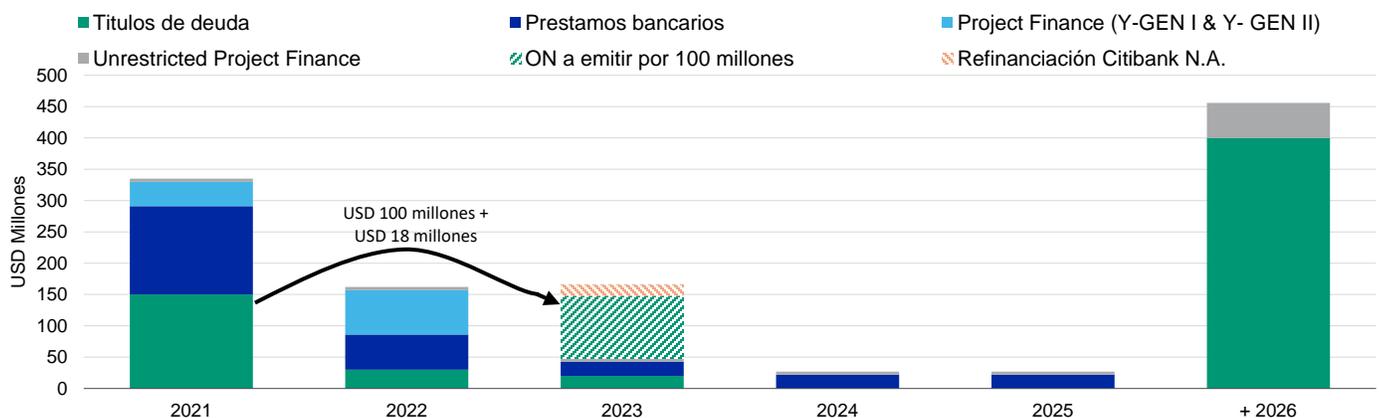
La ON Clase VI se ofrece al mercado local en respuesta a las restricciones mencionadas anteriormente. Las mismas podrán estar suscriptas por la ON Clase I, con una relación de canje de 1 a 1. Las exigencias del BCRA obligan a la compañía a refinanciar al menos el 60% del monto alcanzado por las restricciones, teniendo YPF EE la liquidez necesaria para cubrir el 40% del monto restante en caso de ser necesario.

Las nuevas ONs, denominadas y pagaderas en dólares estadounidenses, podrán estar suscriptas mediante la entrega de las ON Clase I, con una relación de canje de 1 a 1, y/o en dólares estadounidenses por un monto total de hasta USD 100 millones. Devengarán una tasa de interés del 10,24%, pagaderos trimestralmente, y su capital será amortizado en su totalidad a los 24 meses desde su fecha de emisión. Las principales condiciones de la nueva emisión y las protecciones que se ofrecen se mantienen inalteradas respecto de las condiciones de la ON Clase I.

Consideraciones adicionales

Al 31 de diciembre de 2021, YPF EE contaba con un préstamo financiero con Citibank N.A por USD 30 millones con vencimiento el 5 de Marzo de 2021, alcanzado asimismo por las restricciones de acceso al MULC ya mencionadas. A la fecha del presente informe, se extendió el vencimiento del 60% del saldo hasta el 6 de marzo de 2023.

FIGURA 11: Perfil de vencimientos de YPF EE



Nota: Perfil de amortizaciones al 31 de diciembre de 2020, incluye solamente servicios de capital; se asume refinanciación del 100% de ON Clase I
Fuente: Moody's Local Argentina en base a Estados Financieros de YPF EE e información preliminar relacionada con la oferta de canje

Política financiera

Moody's Local Argentina considera que el perfil de liquidez de YPF EE es adecuado. A diciembre de 2020, debido a una mayor concentración de deuda en el corto plazo, el indicador de caja y equivalentes a deuda de corto plazo descendió hasta 62% desde 176% al cierre del ejercicio 2019. La liquidez corriente reportada por la compañía descendió a 81% desde 137% en diciembre 2019.

YPF EE cuenta con un historial adecuado de acceso a financiamiento externo, como lo demuestran los diversos préstamos que obtuvo en los últimos dos años para el financiamiento de sus proyectos. Adicionalmente, ha demostrado acceso a los mercados de capitales locales e internacionales.

Política de dividendos

Todas las acciones clases A y B tienen idéntico derecho a distribución de dividendos. No existen en el estatuto de la compañía, en el Acuerdo de Accionistas ni en la Ley General de Sociedades disposiciones que otorguen derecho a dividendos especiales futuros solamente a determinados accionistas. El monto y el pago de dividendos se decide por mayoría de votos de los accionistas votando como una única clase, por lo general, aunque no necesariamente, de acuerdo con las recomendaciones del directorio.

El estatuto social y el Acuerdo de Accionistas de la compañía también disponen, sujeto a las limitaciones indicadas previamente, que la misma maximizará la distribución de dividendos, teniendo en consideración los siguientes parámetros: (i) que dichos dividendos sean aprobados conforme la prudente política financiera; y (ii) que la compañía mantenga fondos suficientes, o tenga proyectado contar con fondos suficientes durante el ejercicio en el cual se apruebe la distribución de dividendos, para llevar adelante los proyectos aprobados con anterioridad a la distribución de dividendos.

Otras consideraciones

Liquidez

Consideramos que la liquidez de la compañía puede verse presionada ante la demora en los pagos de CAMMESA. Sin embargo, este riesgo se encuentra parcialmente mitigado por el adecuado perfil de vencimientos que presenta la compañía, y por su buena posición de liquidez.

Consideraciones ambientales, sociales y de gobierno corporativo

Ambientales

Las consideraciones ambientales son relevantes para el perfil crediticio de YPF EE. La compañía se beneficiará de las políticas de reducción de carbono de Argentina, ilustradas por la ley 27.191 promulgada en abril de 2016, que solicita renovables para abastecer al menos el 20% de la demanda de electricidad del país en 2025, frente al 2,5% en 2018 y el 5,8% en 2019. A diciembre de 2020, las fuentes renovables representaron el 10% de la capacidad instalada de la compañía a través de su parque eólico Manantiales Behr. La compañía apunta a aumentar esa cifra, a través de la construcción de parques eólicos adicionales.

Sociales

Las consideraciones sociales son relevantes para el perfil crediticio de la empresa. La reciente crisis económica ha aumentado la exposición de la compañía a las crecientes demandas sociales impulsadas por la caída del poder adquisitivo y el aumento de la pobreza y el desempleo. Un mayor deterioro de estos indicadores sociales podría ejercer presión sobre la capacidad del regulador local para mantener los costos de energía de forma que la compañía pueda cumplir sus necesidades de operación e inversión.

Gobierno corporativo

Las consideraciones de gobierno corporativo no son relevantes para el perfil crediticio de la empresa. Sin embargo, monitoreamos continuamente cualquier posible aumento en los riesgos relacionados con la concentración de propiedad y control, y evaluamos si pudiera convertirse en una consideración negativa e influir en el rendimiento y los resultados crediticios.

Otros

Calificaciones en moneda extranjera

Las calificaciones en moneda extranjera (ME) asignadas por Moody's Local Argentina contemplan el riesgo incremental que implica la exposición a las variaciones de tipo de cambio, las potenciales restricciones regulatorias para el acceso a la adquisición de divisas para el pago de deudas y el contexto macroeconómico actual con las correspondientes expectativas en relación a la disponibilidad de divisas durante el plazo de vigencia de las obligaciones calificadas. Al analizar estos riesgos incrementales en relación a las calificaciones en moneda local (ML), también se ha contemplado la existencia de posibles mitigantes como la disponibilidad de recursos del emisor, niveles de cobertura a través de instrumentos derivados y/o por la naturaleza del tipo de ingresos y flujos de fondos que se correspondan con las obligaciones calificadas, como así también la existencia de cláusulas particulares y/o protecciones estructurales como garantías y fondos de reservas, emergentes de los documentos de cada instrumento de deuda en particular.

Evaluación de soporte

YPF S.A., compañía energética de Argentina, totalmente integrada en petróleo y gas y propiedad mayoritaria del gobierno argentino, es el principal accionista de YPF EE, con un 75% de propiedad. YPF EE es controlada conjuntamente por YPF S.A. y GE EFS Power Investment

B.V., afiliada de General Electric, en virtud de un acuerdo de control conjunto entre YPF EE y sus accionistas. Las calificaciones de YPF EE actualmente se benefician por la propiedad y control conjunto de ambos accionistas.

General Electric se considera un socio estratégico de la compañía para el desarrollo de proyectos, mientras que YPF S.A., se considera un socio estratégico a nivel operativo dados los fuertes vínculos de operaciones existentes entre ambas compañías.

Información contable e indicadores operativos y financieros*

	2020	2019	2018
INDICADORES			
EBITDA / Ventas netas	70,1%	62,9%	76,6%
EBIT / Ventas netas	47,6%	45,0%	58,6%
Deuda ajustada / EBITDA	5,9x	6,1x	4.5x
Deuda ajustada neta / EBITDA	4,7x	4,4x	3.4x
CFO / Deuda ajustada	7,3%	7,6%	18,1%
EBITDA / Gastos financieros	3,4x	3,4x	9,0x
EBIT / Gastos financieros	2,3x	2,5x	6,9x
Liquidez corriente (Activo corriente / Pasivo corriente)	80,6%	136,1%	138,4%
Caja y equivalentes / Deuda de corto plazo	62,1%	175,5%	95,0%
En millones de ARS			
ESTADO DE RESULTADOS			
Ventas netas	21.416	16.114	7.125
Resultado bruto	16.154	11.255	6.003
EBITDA	15.006	10.132	5.458
EBIT	10.197	7.257	4.179
Intereses	4.455	2.961	606
Resultado neto	5.911	4.227	4.505
FLUJO DE CAJA			
Flujo generado por las operaciones	9.906	6.973	4.907
CFO	6.522	4.671	4.487
Dividendos	-	-	-
CAPEX	(11.697)	(18.838)	(7.839)
Flujo de fondos libres	(5.175)	(14.167)	(3.352)
ESTADO DE SITUACIÓN PATRIMONIAL**			
Caja y equivalentes***	18.038	17.149	6.190
Activos corrientes	30.659	26.622	16.149
Bienes de uso	137.105	82.020	37.650
Intangibles	440	313	197
Total activos	179.044	123.158	59.404
Deuda corto plazo	29.031	9.770	6.514
Deuda largo plazo	58.886	50.735	18.257
Deuda total	87.916	60.505	24.771
Deuda ajustada	89.006	61.436	24.771
Total pasivo	108.249	77.619	32.394
Patrimonio neto	70.795	45.539	25.521

*La compañía ha adoptado dólar como su moneda funcional

** El endeudamiento contiene ajustes por arrendamientos operativos.

*** La caja y equivalentes incluye activos con disponibilidad restringida

Nota: Los valores presentados contienen ajustes realizados por Moody's Local Argentina y pueden diferir de los reportados por la compañía en sus estados contables.

Información complementaria

Detalle de las calificaciones asignadas

Instrumento	Actual		Anterior	
	Calificación	Perspectiva / Revisión	Calificación	Perspectiva / Revisión
Calificación de emisor en moneda local	A+.ar	Estable	A+.ar	Estable
Calificación de emisor en moneda extranjera ⁽¹⁾	A.ar	En revisión a la baja	A.ar	En revisión a la baja
Obligaciones Negociables Simples Clase I por hasta USD 100 millones con vencimiento en mayo 2021	A.ar	En revisión a la baja	A.ar	En revisión a la baja
Obligaciones Negociables Clase VI por hasta USD 100 millones con vencimiento en 2023	A.ar	En revisión a la baja	--	--

(1)Anteriormente: "Calificación de deuda senior no garantizada en moneda extranjera"

Información considerada para la calificación

- » Estados Contables Anuales auditados correspondientes al ejercicio finalizado el 31 de diciembre de 2020 y anteriores, disponibles en www.cnv.gob.ar
- » Estados Contables Trimestrales, disponibles en www.cnv.gob.ar
- » Prospecto de emisión provisto por el emisor
- » Aviso de suscripción y aviso complementario de las ON Clase I, disponibles www.cnv.gob.ar
- » Aviso de resultados de las ON Clase I, disponible en www.cnv.gob.ar
- » Resoluciones de la Secretaría de Energía Eléctrica

Definición de las calificaciones asignadas

- » **A.ar:** Emisores o emisiones calificados en A.ar con una calidad crediticia por encima del promedio en comparación con otros emisores locales.
- » *Moody's Local Argentina agrega los modificadores "+" y "-" a cada categoría de calificación genérica que va de AA a CCC. El modificador "+" indica que la obligación se ubica en el extremo superior de su categoría de calificación genérica, ningún modificador indica una calificación media, y el modificador "-" indica una calificación en el extremo inferior de la categoría de calificación genérica.*

Metodología utilizada

- » Fue empleada la metodología de calificación de empresas no financieras, disponible en www.cnv.gob.ar.

El presente informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación para adquirir, vender o negociar los instrumentos objetos de calificación.

© 2021 Moody's Corporation, Moody's Investors Service, Inc., Moody's Analytics, Inc. y/o sus licenciadores y filiales (conjuntamente "MOODY'S"). Todos los derechos reservados.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR MOODY'S Y SUS FILIALES CONSTITUYEN SUS OPINIONES ACTUALES DE MOODY'S RESPECTO AL RIESGO CREDITICIO FUTURO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS, O INSTRUMENTOS DE DEUDA O SIMILARES, Y MATERIALES, PRODUCTOS, SERVICIOS E INFORMACIÓN PUBLICADA POR MOODY'S (COLECTIVAMENTE LAS "PUBLICACIONES") PUDIENDO LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S INCLUIR OPINIONES ACTUALES. MOODY'S DEFINE EL RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DERIVADO DE LA IMPOSIBILIDAD POR PARTE DE UNA ENTIDAD DE CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES A SU VENCIMIENTO Y LAS PÉRDIDAS ECONÓMICAS ESTIMADAS EN CASO DE INCUMPLIMIENTO O INCAPACIDAD. CONSULTE LOS SIMBOLOS DE CLASIFICACIÓN Y DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN APLICABLES DE MOODY'S PARA OBTENER INFORMACIÓN SOBRE LOS TIPOS DE OBLIGACIONES FINANCIERAS CONTRACTUALES ENUNCIADAS POR LAS CALIFICACIONES DE MOODY'S CREDIT. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS NO HACEN REFERENCIA A NINGÚN OTRO RIESGO, INCLUIDOS A MODO ENUNCIATIVO Y NO LIMITATIVO: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO RELATIVO AL VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES NO CREDITICIAS ("EVALUACIONES") Y OTRAS OPINIONES INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO SON DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTÓRICOS. LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S PODRÁN INCLUIR ASIMISMO PREVISIONES BASADAS EN UN MODELO CUANTITATIVO DE RIESGO CREDITICIO Y OPINIONES O COMENTARIOS RELACIONADOS PUBLICADOS POR MOODY'S ANALYTICS, INC. Y/O SUS FILIALES. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN ASESORAMIENTO FINANCIERO O DE INVERSIÓN, Y CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES DE MOODY'S NO SON NI SUPONEN RECOMENDACIÓN ALGUNA PARA LA COMPRA, VENTA O MANTENIMIENTO DE VALORES CONCRETOS. LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES DE MOODY'S NO CONSTITUYEN COMENTARIO ALGUNO SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSIÓN PARA UN INVERSOR CONCRETO. MOODY'S EMITE SUS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y OTRAS OPINIONES Y PUBLICA SUS INFORMES EN LA CONFIANZA Y EN EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSOR LLEVARÁ A CABO, CON LA DEBIDA DILIGENCIA, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACIÓN DEL INSTRUMENTO QUE ESTÉ CONSIDERANDO COMPRAR, CONSERVAR O VENDER.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y PUBLICACIONES NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR INVERSORES MINORISTAS Y SERÍA TEMERARIO E INAPROPIADO POR PARTE DE LOS INVERSORES MINORISTAS TENER EN CUENTA LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES O LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S AL TOMAR CUALQUIER DECISIÓN SOBRE EN MATERIA DE INVERSIÓN. EN CASO DE DUDA, DEBERÍA PONERSE EN CONTACTO CON SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACIÓN CONTENIDA EN EL PRESENTE DOCUMENTO ESTÁ PROTEGIDA POR LEY, INCLUIDA A MODO DE EJEMPLO LA LEY DE DERECHOS DE AUTOR (COPYRIGHT) NO PUDIENDO PARTE ALGUNA DE DICHA INFORMACIÓN SER COPIADA O EN MODO ALGUNO REPRODUCIDA, RECOPIADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA, NI ARCHIVADA PARA SU USO POSTERIOR CON ALGUNO DE DICHO FINES, EN TODO O EN PARTE, EN FORMATO, MANERA O MEDIO ALGUNO POR NINGUNA PERSONA SIN EL PREVIO CONSENTIMIENTO ESCRITO DE MOODY'S.

LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES, OTRAS OPINIONES Y LAS PUBLICACIONES DE MOODY'S NO ESTÁN DESTINADAS PARA SU USO POR PERSONA ALGUNA COMO PARÁMETRO, SEGÚN SE DEFINE DICHO TÉRMINO A EFECTOS REGULATORIOS, Y NO DEBERÁN UTILIZARSE EN MODO ALGUNO QUE PUDIERA DAR LUGAR A CONSIDERARLAS COMO UN PARÁMETRO.

Toda la información incluida en el presente documento ha sido obtenida por MOODY'S a partir de fuentes que estima correctas y fiables. No obstante, debido a la posibilidad de error humano o mecánico, así como de otros factores, toda la información aquí contenida se proporciona "TAL Y COMO ESTÁ", sin garantía de ningún tipo.

MOODY'S adopta todas las medidas necesarias para que la información que utiliza al asignar una calificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que Moody's considera fiables, incluidos, en su caso, terceros independientes. Sin embargo, Moody's no es una firma de auditoría y no puede en todos los casos verificar o validar de manera independiente la información recibida en el proceso de calificación o en la elaboración de las Publicaciones.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad frente a cualesquiera personas o entidades con relación a pérdidas o daños indirectos, especiales, derivados o accidentales de cualquier naturaleza, derivados de o relacionados con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de dicha información, incluso cuando MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores fuera avisado previamente de la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluidos a título enunciativo que no limitativo: (a) lucro cesante presente o futuro o (b) pérdida o daño surgido en el caso de que el instrumento financiero en cuestión no sea objeto de calificación crediticia concreta otorgada por MOODY'S.

En la medida en que las leyes así lo permitan, MOODY'S y sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores y proveedores declinan toda responsabilidad con respecto a pérdidas o daños directos o indemnizatorios causados a cualquier persona o entidad, incluido a modo enunciativo que no limitativo, negligencia (excluido, no obstante, el fraude, la conducta dolosa o cualquier otro tipo de responsabilidad que, en aras de la claridad, no pueda ser excluida por ley), por parte de MOODY'S o cualquiera de sus consejeros, directivos, empleados, agentes, representantes, licenciadores o proveedores, o con respecto a toda contingencia dentro o fuera del control de cualquiera de los anteriores, derivada de o relacionada con la información aquí contenida o el uso o imposibilidad de uso de tal información.

MOODY'S NO OTORGA NI OFRECE GARANTÍA ALGUNA, EXPRESA O IMPLÍCITA, CON RESPECTO A LA PRECISIÓN, OPORTUNIDAD, EXHAUSTIVIDAD, COMERCIALIZACIÓN O IDONEIDAD PARA UN FIN DETERMINADO SOBRE CALIFICACIONES CREDITICIAS, EVALUACIONES Y DEMÁS OPINIONES O INFORMACIÓN.

Moody's Investors Service, Inc., agencia de calificación crediticia, filial al 100% de Moody's Corporation ("MCO"), informa por la presente que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, notas y pagarés) y acciones preferentes calificados por Moody's Investors Service, Inc. han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación, abonar a Moody's Investors Service, Inc. por sus servicios de opinión y calificación por unos honorarios que oscilan entre los \$1.000 dólares y aproximadamente a los 5.000.000 dólares. MCO y Moody's Investors Service también mantienen asimismo políticas y procedimientos para garantizar la independencia de las calificaciones y los procesos de asignación de calificaciones crediticias de Moody's Investors Service. La información relativa a ciertas relaciones que pudieran existir entre consejeros de MCO y entidades calificadas, y entre entidades que tienen asignadas calificaciones crediticias de Moody's Investors Service y asimismo han notificado públicamente a la SEC que poseen una participación en MCO superior al 5%, se publica anualmente en www.moody.com, bajo el capítulo de "Investor Relations – Corporate Governance – Director and Shareholder Affiliation Policy" ["Relaciones del Accionariado - Gestión Corporativa - Política sobre Relaciones entre Consejeros y Accionistas"].

Únicamente aplicable a Australia: La publicación en Australia de este documento es conforme a la Licencia de Servicios Financieros en Australia de la filial de MOODY'S, Moody's Investors Service Pty Limited ABN 61 003 399 657AFSL 336969 y/o Moody's Analytics Australia Pty Ltd ABN 94 105 136 972 AFSL 383569 (según corresponda). Este documento está destinado únicamente a "clientes mayoristas" según lo dispuesto en el artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Al acceder a este documento desde cualquier lugar dentro de Australia, usted declara ante MOODY'S ser un "cliente mayorista" o estar accediendo al mismo como un representante de aquél, así como que ni usted ni la entidad a la que representa divulgarán, directa o indirectamente, este documento ni su contenido a "clientes minoristas" según se desprende del artículo 761G de la Ley de Sociedades de 2001. Las calificaciones crediticias de MOODY'S son opiniones sobre la calidad crediticia de un compromiso de crédito del emisor y no sobre los valores de capital del emisor ni ninguna otra forma de instrumento a disposición de clientes minoristas.

Únicamente aplicable a Japón: Moody's Japan K.K. ("MJKK") es una agencia de calificación crediticia, filial de Moody's Group Japan G.K., propiedad en su totalidad de Moody's Overseas Holdings Inc., subsidiaria en su totalidad de MCO. Moody's SF Japan K.K. ("MSFJ") es una agencia subsidiaria de calificación crediticia propiedad en su totalidad de MJKK. MSFJ no es una Organización de Calificación Estadística Reconocida Nacionalmente (en inglés, "NRSRO"). Por tanto, las calificaciones crediticias asignadas por MSFJ son no-NRSRO. Las calificaciones crediticias son asignadas por una entidad que no es una NRSRO y, consecuentemente, la obligación calificada no será apta para ciertos tipos de tratamiento en virtud de las leyes de EE.UU. MJKK y MSFJ son agencias de calificación crediticia registradas con la Agencia de Servicios Financieros de Japón y sus números de registro son los números 2 y 3 del Comisionado FSA (Calificaciones), respectivamente.

Mediante el presente instrumento, MJKK o MSFJ (según corresponda) comunica que la mayoría de los emisores de títulos de deuda (incluidos bonos corporativos y municipales, obligaciones, pagarés y títulos) y acciones preferentes calificados por MJKK o MSFJ (según sea el caso) han acordado, con anterioridad a la asignación de cualquier calificación crediticia, abonar a MJKK o MSFJ (según corresponda) por sus servicios de opinión y calificación crediticia por unos honorarios que oscilan entre los JPY125.000 y los JPY550.000.000, aproximadamente.

Asimismo, MJKK y MSFJ disponen de políticas y procedimientos para garantizar los requisitos regulatorios japoneses.