

MSU Energy S.A. (ex Río Energy)

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 mantener un EBITDA en torno a USD 180 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 ha logrado cancelar su deuda comercial con GE, 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 4.0x para fin de 2022, el cual bajaría los años siguientes.

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 MM en 2021, 35% superiores a 2020. En el 1Q'22 las ventas fueron de USD 51.3 Millones. Hacia adelante, FIX estima ventas similares a 2021 y margen de EBITDA cercano a 85%.

Contratos de venta de largo plazo a precio fijo: En el 1Q'22 el flujo de ingresos fue generado en un 85% 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.
- 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.

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 /EBITDA en el año móvil a

Informe Integral

Calificaciones

Emisor LP	A(arg)
ON Clase IV	A(arg)
ON Clase I	A(arg)
ON Clase II	A(arg)
ON Clase III	A(arg)
ON por h/USD 650 MM	A(arg)
ON por h/USD 265 MM	A(arg)

Perspectiva Estable

Resumen Financiero

MSU Energy S.A.		
\$ Millones	31/03/22	31/12/21
	Año Móvil	12 Meses
Total Activos	120.243	113.121
Deuda Financiera	97.719	93.800
Ingresos	20.743	20.086
EBITDA	17.567	17.218
EBITDA (%)	84.7	85.7
Deuda / EBITDA	5.6x	5.4x
EBITDA / Intereses	1,9x	1,9x

Criterios Relacionados

[Metodología de calificación de Empresas registrado ante la Comisión Nacional de Valores.](#)

Informes Relacionados

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

Analistas

Analista Principal
 Federico Cairo
 Director Asociado
federico.cairo@fixscr.com
 +54 11 5235 8146

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

Responsable del Sector
 Cecilia Minguillon
 Director Senior
cecilia.minguillon@fixscr.com
 +54 11 5235 8123

mar'22 de 5x (medido en dólares) y 4.8x de ratio deuda neta/EBITDA. El capital de trabajo a mar'22 era negativo en USD14.3 millones, producto de la amortización de la cuota de capital de la ON con vencimiento en 2024. La liquidez de la compañía a mar'22 era ajustada, con caja y equivalentes por USD 38 MM, deuda de corto plazo de USD 120 MM y deuda total de USD 880.5 MM. FIX estima un desapalancamiento en 2022, con un ratio deuda/EBITDA en torno a 4x, y menor a 3x a partir de 2025. La compañía planea una nueva emisión de ON de largo plazo en hard dollar, por USD 15 Millones, ampliable USD 31 Millones para refinanciación de pasivos y/o inversiones en activos fijos.

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 180 millones.

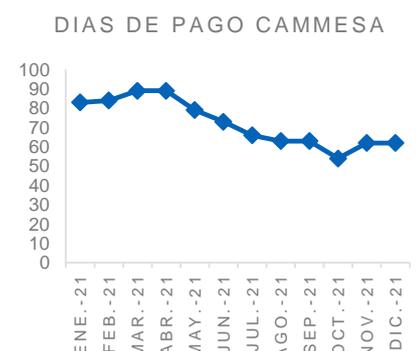
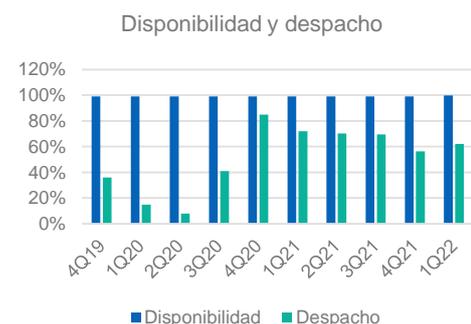
Riesgo de ingresos: El flujo de ingresos es estable y predecible, sin una gran dependencia de la eficiencia de las turbinas, dado que la mayor parte de los mismos derivan de la remuneración por disponibilidad de potencia (99.1% en 2021, con un despacho promedio de 67% y 99.8% de disponibilidad con 62% de despacho en el 1Q22). 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 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 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. Actualmente los plazos de cobro a CAMMESA rondan los 54 días luego de alcanzar 89 días en Abr'21.

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 dic'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.

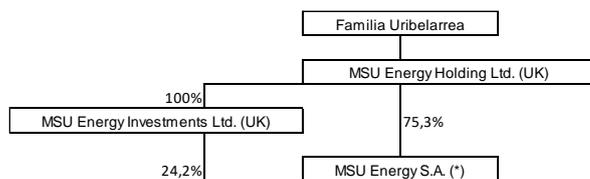
Posición Competitiva

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 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 portafolio 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.

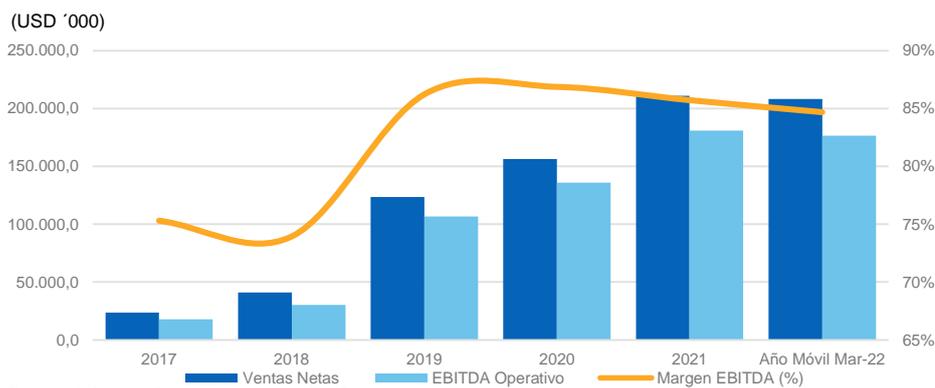
Riesgo operativo: Un potencial aumento de los costos operativos o reducción de los niveles de despacho respecto a lo previsto pueden tener un impacto negativo en la generación de flujo de caja necesario para cumplir con los compromisos.

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 180 millones para 2022 y los años siguientes, con margen de 86%. El EBITDA en el año móvil a mar'22 fue de USD 176 millones, un 30% mayor a 2020, con un margen del 84.7%. Para los años próximos FIX estima un EBITDA entre USD 180 y 190 MM, 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 1Q'22 la compañía generó un FGO de USD 16.3 MM, el cual permitió financiar un capital de trabajo negativo de USD 14.3, producto del pago de la cuota de amortización de capital de la ON con vencimiento en 2024, derivando en un FCO de USD 2 MM.

Estructura de Capital y Liquidez

A mar'22 la deuda financiera era de USD 880 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 finalizó el 1Q2022 con un nivel de apalancamiento elevado, con un ratio deuda neta/EBITDA de 4.7x, (medido en dólares) vis a vis 6.1x en 2020. Este ratio es superior al de

comparables del sector, y estimamos que debería reducirse a valores cercanos a 4x en 2022, con los ciclos combinados totalmente operativos y a ratios menores a 4x a partir de 2023.

La liquidez de la compañía a mar'22 era acotada, con Caja y equivalentes por USD 38 millones y vencimientos de corto plazo por USD 120 millones.

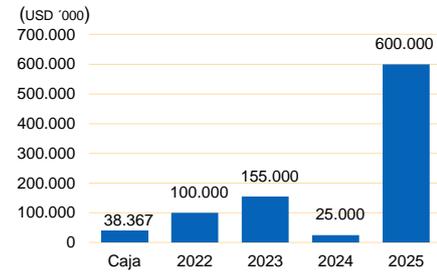
Al momento de la cancelación del bono internacional, en 2025, prevemos que hará falta refinanciar unos USD 300 MM, que serían cercanos a 1,5x el EBITDA de los ciclos combinados.

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.

Vencimiento de la Deuda



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 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. (ex Río Energy S.A.)

(miles de ARS, año fiscal finalizado en Diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF
Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período	110,98	102,75	84,15	59,90	37,81
Tipo de Cambio Promedio	99,60	95,16	70,59	48,24	27,58
Período	Año Móvil	2021	2020	2019	2018
	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	17.567.164	17.218.503	9.590.004	5.141.536	834.721
Margen de EBITDA	84,7	85,7	86,9	86,2	73,9
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	17,5	17,2	16,6	6,9	5,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	2,5	(9,2)	21,5	(72,6)	(302,4)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	34,8	44,2	35,9	94,2	15,0

Coberturas

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

Estructura de Capital y Endeudamiento

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

Balance

Total Activos	120.243.630	113.121.566	95.973.811	62.397.237	15.254.497
Caja e Inversiones Corrientes	4.258.024	6.452.767	2.978.784	1.265.224	4.496.012
Deuda Corto Plazo	13.347.220	12.010.966	4.135.815	2.196.083	267.211
Deuda Largo Plazo	84.371.803	81.789.302	68.708.693	49.899.883	13.001.484
Deuda Total	97.719.023	93.800.268	72.844.508	52.095.967	13.268.695
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	97.719.023	93.800.268	72.844.508	52.095.967	13.268.695
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	97.719.023	93.800.268	72.844.508	52.095.967	13.268.695
Total Patrimonio	15.601.539	13.160.627	6.345.708	2.876.871	724.969
Total Capital Ajustado	113.320.562	106.960.895	79.190.216	54.972.837	13.993.664

Flujo de Caja

Flujo generado por las Operaciones (FGO)	10.391.997	9.238.786	8.068.397	1.422.835	395.576
--	------------	-----------	-----------	-----------	---------

Variación del Capital de Trabajo	767.537	1.828.303	(3.788.126)	(211.265)	(58.433)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	11.159.534	11.067.089	4.280.271	1.211.570	337.143
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(10.630.728)	(12.924.479)	(1.903.534)	(5.539.000)	(3.750.321)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	528.806	(1.857.390)	2.376.737	(4.327.430)	(3.413.178)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	(21.753)	0	0
Otras Inversiones, Neto	960.841	796.764	0	0	(570.636)
Variación Neta de Deuda	1.402.683	4.534.609	(641.424)	1.094.037	8.366.794
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	2.052	0	0	0	104.454
Variación de Caja	2.894.382	3.473.983	1.713.560	(3.233.393)	4.487.434
Estado de Resultados					
Ventas Netas	20.743.848	20.086.093	11.039.385	5.963.087	1.128.765
EBIT Operativo	15.181.178	14.737.256	8.213.080	4.448.305	728.001
Intereses Financieros Brutos	9.393.403	9.210.803	5.092.972	2.353.781	407.141
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	5.430.941	4.887.762	1.995.581	1.696.920	76.401

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.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligación Negociable Clase I	
Monto Autorizado:	Por hasta USD 10 millones, ampliable a USD 40 millones
Monto Emisión:	USD 12,6 MM
Moneda de Emisión:	Denominados en dolares, pagaderos en pesos (dollar linked)
Fecha de Emisión:	6 de agosto 2021
Fecha de Vencimiento:	6 de febrero 2023
Amortización de Capital:	Al vencimiento
Tasa de Interés:	Fija
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	refinanciación de pasivos, inversiones en activos fijos, y/o integración de capital de trabajo en el país
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, la Emisora podrá, a su sola opción, rescatar las Obligaciones Negociables Clase I, 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 I.
Condiciones de Hacer y no Hacer:	N/A
Otros:	N/A

Obligación Negociable Clase II	
Monto Autorizado:	Por hasta USD 10 millones, ampliable a USD 40 millones
Monto Emisión:	UVA 20,9 MM
Moneda de Emisión:	Denominados en UVA y pagaderos en pesos al valor UVA aplicable
Fecha de Emisión:	6 de agosto 2021
Fecha de Vencimiento:	6 de agosto 2023
Amortización de Capital:	Al vencimiento
Tasa de Interés:	Fija
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestral
Destino de los fondos:	refinanciación de pasivos, inversiones en activos fijos, y/o integración de capital de trabajo en el país
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, la Emisora podrá, a su sola opción, rescatar las Obligaciones Negociables Clase II, 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 12 (doce) 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 12 (doce) meses desde Fecha de Emisión y Liquidación y hasta la Fecha de vencimiento de la Clase II; 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

Obligación Negociable Clase III	
Monto Autorizado:	Por hasta USD 15 millones, ampliable a USD 31 millones
Monto Emisión:	USD 30,3 millones
Moneda de Emisión:	Denominados y pagaderos en dólares estadounidenses.
Fecha de Emisión:	21 de diciembre de 2021
Fecha de Vencimiento:	21 de diciembre de 2023
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

Obligación Negociable Clase IV	
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:	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 IV, 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 IV; 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

Obligaciones Negociables por hasta USD 650 millones

Emisores	Río Energy S.A., UGEN S.A. y UENSA S.A. Desde el 1 de enero 2019 se fusionaron en Río Energy S.A., la cual posteriormente cambió su denominación social a MSU Energy S.A.
Monto Autorizado:	Por hasta USD 650 MM
Monto Emisión:	USD 600 MM
Precio de Emisión	99,317% del valor nominal
Fecha de Emisión:	1 de febrero de 2018
Fecha de Vencimiento:	1 de febrero de 2025
Amortización de Capital:	En una única cuota al vencimiento, a los 7 años de la fecha de emisión
Intereses:	Tasa fija del 6,875% anual
Cronograma de Pago de Intereses:	Semestrales por período vencido, con fecha de pago los 1 de febrero y 1 de agosto de cada año, comenzando el 1 de agosto de 2018 y finalizando en la Fecha de Vencimiento
Destino de los fondos:	i) Precancelación de endeudamiento, ii) repago del financiamiento de GE y iii) costos relacionados con la emisión y capital de trabajo
Garantías:	
Cuenta de Reserva	Cuenta abierta en Citibank, NY, que deberá tener fondeado en todo momento el próximo Servicio de Deuda. El fondeo puede ser en efectivo y/o con una suma proporcionada por Cartas de Crédito, y el total debe ser igual o superior al del Servicio de Deuda. La cuenta estará bajo el dominio y control exclusivo del Agente de Garantía de Estados Unidos, para beneficio del

	Fiduciario y de los Tenedores de las ON como Beneficiarios de la Garantía
Contratos de prenda locales	Cada co-emisora prenda a favor del Agente de Garantía Local la totalidad de los derechos de titularidad de cada co-emisora con respecto a: i) los generadores, ii) cualquier póliza de seguro relacionada con los generadores, y iii) cualquier compensación o indemnización que pudiere corresponder a las co-emisoras como resultado de la expropiación de los generadores.
Contrato de Fideicomiso	Las ON se emitirán en el marco de un contrato de Fideicomiso celebrado con Citibank, N.A., quien actuará como Fiduciario, Agente de Registro conjunto, Agente de Transferencia y Agente de Pago
Opción de Rescate:	En cualquier momento desde el 1 de febrero de 2022 las co-emisoras podrán rescatar las Obligaciones Negociables total o parcialmente, a los precios establecidos a continuación más los intereses devengados e impagos a la fecha de rescate: - Desde el 1 de febrero de 2022: 103,438% del Valor Nominal - Desde el 1 de febrero de 2023: 101,719% del Valor Nominal - Desde el 1 de febrero de 2024: 100% del Valor Nominal
Limitaciones:	
Endeudamiento adicional	Cobertura de intereses combinada igual o mayor a 2.0x. Apalancamiento neto combinado menor a 3,5x EBITDA desde 2022 (3,75x desde 2018 hasta 2021)
Retiro de dividendos	Poder incurrir en al menos 1 USD de endeudamiento adicional. No superar el 50% del resultado neto combinado acumulado
Venta de activos	A menos que la Co-emisora correspondiente reciba una contraprestación al momento de la Venta de activos como mínimo equivalente al Valor Justo de Mercado de los activos vendidos
Otros: Cambio de Control	Los co-emisores deben ofrecer la recompra de las ON a un precio del 101% del monto principal, más el interés acumulado y no pagado
Obligaciones Negociables por hasta USD 265 millones	
Emisor	MSU Energy S.A. (ex Río Energy S.A.)
Monto Autorizado:	Por hasta USD 265 MM
Monto Emisión:	USD 250,3 MM
Fecha de Vencimiento:	28 de febrero de 2024
Amortización de Capital:	En diez cuotas trimestrales consecutivas, en las fechas de pago de intereses, a partir del 30 de noviembre de 2021
Intereses:	Tasa LIBOR + margen (de 11,95% hasta 28/2/21; 12,5% hasta 28/2/22 y 13% hasta 28/2/24)
Cronograma de Pago de Intereses:	Trimestrales por período vencido, con fecha de pago los 28 de febrero, 30 de mayo, 30 de agosto y 30 de noviembre de cada año, comenzando el 30 de agosto de 2020 y finalizando en la Fecha de Vencimiento
Destino de los fondos:	i) el repago total de las Obligaciones Negociables Privadas y ii) el remanente, de existir, para capital de trabajo

Garantías:	El emisor prenda a favor del Agente de Garantía Local la totalidad de los derechos de titularidad con respecto a: i) los PPA que han sido adjudicados a la emisora de conformidad con la Res SEE n° 287/2017, ii) sobre los equipos del Proyecto de cierre de ciclos y sobre cualquier póliza de seguro relacionada con los equipos del Proyecto de cierre de ciclos, y iii) sobre las Acciones de la Emisora de titularidad de MSU Energy Holding LTD y MSU Energy Investment LTD.
Contrato de Fideicomiso	Las ON se emitirán en el marco de un contrato de Fideicomiso celebrado con Citibank Argentina, quien actuará como Fiduciario
Opción de Rescate:	En cualquier momento la emisora podrá rescatar las Obligaciones Negociables, a su opción, total o parcialmente, a los precios establecidos a continuación más los intereses devengados e impagos a la fecha de rescate: - Hasta el 30/05/21: 105% del Valor Nominal + todos los intereses hasta el 30/05/21 - Después del 30/05/21 y hasta el 30/11/21: 105% del Valor Nominal - Después del 30/11/21 y hasta el 28/02/23: 102,5% del Valor Nominal - Después del 28/02/23: 100% del Valor Nominal
Limitaciones:	
Endeudamiento adicional	Cobertura de intereses combinada igual o mayor a 2.0x. Apalancamiento neto combinado menor a 3,5x EBITDA desde 2022 (3,75x hasta 2021)
Retiro de dividendos	Imposibilidad de distribuir dividendos hasta vencimiento de la ON
Venta de activos	A menos que la emisora reciba una contraprestación al momento de la Venta de activos como mínimo equivalente al Valor Justo de Mercado de los activos vendidos
Otros: Cambio de Control	La emisora debe ofrecer la recompra de las ON a un precio del 101% del monto principal, más el interés acumulado y no pagado

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 11 de mayo de 2022 confirmó en categoría **A(arg)** a la calificación de Emisor de largo plazo de **MSU Energy S.A.** y de los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- Obligaciones Negociables Clase I, por hasta USD 10 MM ampliables a USD 40 MM.
- Obligaciones Negociables Clase II, por hasta USD 10 MM ampliables a USD 40 MM.
- Obligaciones Negociables Clase III, por hasta USD 15 MM ampliables a USD 31 MM.
- Obligaciones Negociables por hasta USD 265 Millones
- Obligaciones Negociables por hasta USD 650 Millones.

Adicionalmente asignó en categoría **A(arg)** a las Obligaciones Clase IV por hasta USD 15 Millones, ampliables a USD 31 Millones, a ser emitidas por la compañía:

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.

(*) 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 31-12-2021, disponibles en www.cnv.gov.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.
- Suplemento de ON Clase 1 y 2, del 29 de julio de 2021 disponibles en www.cnv.gov.ar.
- Suplemento de ON Clase 3, del 13 de diciembre de 2021, disponibles en www.cnv.gov.ar.

En carácter privado:

- Borrador de Suplemento de ON Clase IV por USD 15 Millones, ampliable h/ USD 31 Millones, enviado por email el 9 de mayo de 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. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX 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 disseminación 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.