

Transportadora de Gas del Norte S.A. (TGN)

Informe Integral

Factores Relevantes de la Calificación

Cambios normativos de fondo: El pasado mes de marzo, el *Gobierno Nacional* anunció ciertas medidas concretas tendientes a normalizar la situación financiera de las compañías de servicios públicos que operan en el sector del gas. Por medio de la *Resolución 31/2016 del Ministerio de Energía y Minería*, se estableció el plazo de un año para arribar a una revisión tarifaria integral (*RTI*) que le otorgue mayor previsibilidad al negocio de las empresas que brindan servicios de transporte y distribución de gas natural. Asimismo, a través de las Resoluciones *I/3723* e *I/4053* (esta última de fecha 7 de octubre de 2016) el *ENARGAS* definió un cuadro tarifario de transición hasta tanto se alcance la *RTI*, que le permitiría a las compañías cubrir sus costos operativos y ejecutar las obras necesarias para garantizar la sustentabilidad y calidad del servicio.

Incertidumbre sobre el impacto del nuevo cuadro tarifario: Esperamos que el cuadro tarifario de transición conlleve una mejora en la situación económica y financiera de TGN. Sin embargo, las medidas cautelares dictadas por la justicia a partir de mediados de este año derivaron en la suspensión o limitación del aumento de las tarifas de gas (incluyendo el servicio de transporte) por omisión de la audiencia pública previa a su entrada en vigencia, lo que afectó la cobranza a las distribuidoras y comprometió la capacidad de la empresa para hacer frente en tiempo y forma a los compromisos financieros asumidos. Ya superada la instancia de audiencias públicas, y a la espera de la citada *RTI* para comienzos del año entrante, visualizamos una rápida normalización del capital de trabajo, aunque la calidad crediticia de la compañía continuará dependiendo en gran medida del comportamiento de la demanda frente a los incrementos en la tarifa.

Elevados compromisos de inversión: El nuevo cuadro tarifario prevé la ejecución de un plan de inversiones obligatorio, que en el caso de TGN alcanza un monto anual de \$1.041 millones. Además, la *Resolución N° I/3723* establece sanciones para el caso de incumplimientos en la ejecución del mencionado plan. FIX considera que las inversiones comprometidas limitarán la generación de fondos en el corto plazo, planteando un desafío en vistas de los vencimientos de deuda de 2017 por unos USD 48 millones (incluye intereses).

Calidad crediticia de las acciones: La calificación de las acciones ordinarias de TGN incorpora la mayor capacidad de generación de fondos derivada de un aumento de tarifas del orden de 290%, aunque entendemos que la misma es aún insuficiente en relación con las obligaciones contractuales asumidas y no alcanza a despejar el riesgo de refinanciación que incluyen las calificaciones. Por otro lado, con un significativo nivel de presencia en las operaciones diarias del mercado, la acción presenta una alta liquidez.

Sensibilidad de la Calificación

FIX podría adoptar una acción de calificación negativa ante un debilitamiento de la liquidez que limite la capacidad de TGN para hacer frente a los compromisos asumidos. El manejo del capital de trabajo y de las inversiones pactadas junto con los resultados de la *RTI*, serán aspectos clave en el corto plazo. Del mismo modo, un anuncio de reestructuración forzosa de pasivos que involucre una pérdida de valor para los acreedores podría resultar en una baja de calificación.

Una mejora en la calificación podría darse ante la evolución positiva de los cambios regulatorios recientemente anunciados, tanto sobre la rentabilidad de la empresa como sobre la previsibilidad de su flujo de fondos.

Liquidez y Estructura de Capital

Al 30 de septiembre de 2016, la entidad exhibía una posición de caja e inversiones líquidas de unos USD 22,5 millones, suficiente para cubrir la totalidad del servicio de deuda de los siguientes 12 meses. A pesar de la reciente recomposición tarifaria, esperamos que el plan de inversiones y el pago de la deuda continúen presionando la liquidez de TGN. Por otra parte, el descalce de monedas entre los ingresos en pesos y la deuda denominada en dólares sigue afectando a una estructura de capital que evidencia un alto grado de apalancamiento.

Creemos que en 2017 TGN podría enfrentar nuevas reestructuraciones de su deuda, ya que estará obligada contractualmente a cancelar unos USD 48 millones correspondientes a los títulos vigentes, incluyendo la amortización del capital remanente y el pago de los intereses capitalizados de sus Obligaciones Negociables a Cinco Años en el mes de diciembre.

Calificaciones

Emisor	B-(arg)
ON por hasta USD 48,9 MM	B-(arg)
ON por hasta USD 170,45 MM	B-(arg)
ON Serie A por hasta USD 250 MM (2012)	D(arg)
ON Serie B por hasta USD 250 MM (2012)	D(arg)
Acciones Ordinarias	3

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

(\$ miles)	30/09/16 Año Móvil	31/12/15 12 Meses
Total Activos	4.587.045	3.875.430
Deuda Total	3.453.030	2.861.346
Ventas Netas	1.404.718	750.828
EBITDA Operativo	155.069	Neg.
EBITDA (%)	11,0	Neg.
Deuda Neta / EBITDA	20,0	Neg.
EBITDA / Intereses	0,7	Neg.

Informes Relacionados

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

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

Analistas

Analista Principal

Patricio Bayona
 Director Asociado
 +54 11 5235-8124
patricio.bayona@fixscr.com

Analista Secundario

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

Responsable Sector

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

Perfil del Negocio

TGN transporta aproximadamente el 40% del gas consumido localmente, posicionándose como una de las 2 principales compañías transportadoras de gas natural de la *Argentina*. El sistema de gasoductos de la empresa posee una extensión de alrededor de 6.500 kilómetros y cuenta con una capacidad de transporte cercana a los 55 millones de metros cúbicos diarios. Esta red troncal conecta las cuencas gasíferas *Noroeste* y *Neuquina* con las compañías distribuidoras de gas que abastecen a los grandes consumidores del norte y centro del país, incluyendo una porción de la *Provincia de Buenos Aires*. TGN posee la licencia exclusiva para explotar dichos gasoductos hasta diciembre de 2027, prorrogable por un período adicional de 10 años.

Las ventas se destinan fundamentalmente al mercado doméstico y en su mayoría se realizan bajo contratos de transporte firme de largo plazo. En los últimos años, la contribución del segmento exportador a la generación de fondos ha mermado considerablemente a partir de la reducción de los saldos exportables de gas y la necesidad de garantizar el abastecimiento de la creciente demanda interna. Adicionalmente, TGN posee ingresos por prestación de servicios que representan el 10% del total a septiembre del año en curso. Además de operar y mantener otros gasoductos, la empresa actúa como gerente técnico de ciertos proyectos de inversión en el sector, siendo los más significativos aquellos realizados a través del *Programa de Fideicomisos de Gas* organizado por la ex *Secretaría de Energía de la Nación*.

Riesgo del Sector

El principal riesgo que enfrenta el sector es la debilidad de su marco normativo. La industria continúa a la espera de un plan integral de adecuación tarifaria que le confiera previsibilidad y viabilidad de largo plazo a los negocios de las empresas prestadoras de servicios públicos.

A partir de 2014, *ENARGAS* convalidó incrementos en las tarifas de transporte luego de mantenerlas pesificadas y congeladas durante 15 años. Estos incrementos no son de libre disponibilidad, ya que una parte de los mismos debe ser aplicada a obras de expansión acordadas con el ente regulador, y resultan insuficientes para los transportistas de gas natural que sufren continuos aumentos de costos dadas las altas tasas de inflación imperantes en *Argentina* en los últimos años.

Posición Competitiva

TGN se beneficia de la posición monopólica que posee en el segmento de transporte de gas en las regiones norte y centro-oeste del país. La compañía abastece prácticamente a la totalidad de las distribuidoras de gas y a numerosas generadoras eléctricas e industrias en 15 provincias argentinas. Asimismo, el sistema de la empresa se conecta a distintos gasoductos que le permiten extender su capacidad de transporte a otros países de la región como *Chile*, *Brasil* y *Uruguay*. Sin embargo, en la actualidad permanecen vigentes las limitaciones a la exportación de gas natural que afectan la generación de fondos de TGN y su acceso a moneda dura.

Administración y Calidad de los Accionistas

Los principales accionistas de TGN son *Gasinvest* (56,4%), *Southern Cone Energy Holding Company* (23,6%) y el público inversor a través de la *Bolsa de Comercio de Buenos Aires* (20%). A su vez, los accionistas de *Gasinvest* son *Tecpetrol Internacional del Grupo Techint* (40,9%), *Compañía General de Combustibles* del holding *Sociedad Comercial del Plata* (40,9%) y *RPM Gas* (18,2%).

Factores de Riesgo

- Debilidad del marco regulatorio.
- Cuadro tarifario atrasado con impacto negativo sobre el perfil operativo de la compañía.
- Elevados compromisos financieros que presionan la liquidez corriente.
- Devaluación del peso que amplifica el riesgo de descalce de monedas.
- Limitaciones a la exportación de gas natural.

Perfil Financiero

Rentabilidad

Hasta 2015, el atraso tarifario sufrido por TGN redundó en una situación de déficit operativo. Tras el incremento de las tarifas de transporte de gas con destino local dispuesto por el ENARGAS a partir de abril del corriente, la empresa más que duplicó sus ingresos alcanzando una generación de EBITDA del orden de \$200 millones al cierre del tercer trimestre del presente ejercicio. De esta manera logró compensar un incremento significativo de los costos derivado de la presión alcista sobre los precios, alcanzando un margen de EBITDA del 11% en el período de 12 meses a septiembre de 2016.

Esperamos que la *RTI* (que tendría lugar a comienzos del año próximo) resuelva definitivamente las distorsiones económicas del negocio de la compañía, brindando un horizonte de tarifas de largo plazo que permitan cubrir los costos operativos y garanticen una rentabilidad razonable.

Flujo de Fondos

Apoyándose en la tarifa transitoria recibida en 2016, TGN fortaleció su flujo de caja operativo que, a pesar de las dificultades experimentadas en la cobranza del servicio prestado entre los meses de abril y septiembre, alcanzó un monto cercano a los \$500 millones en el año móvil al 30 de septiembre de 2016. No obstante, ante la ruptura de la cadena de pagos del sector durante el segundo y tercer trimestre del año como resultado de la judicialización del aumento de las tarifas de distribución de gas, la empresa se vio obligada a ralentizar el ritmo de las inversiones obligatorias comprometidas con el regulador, lo que la expone a la imposición de ciertas penalidades en caso de no cumplir con el cronograma establecido.

FIX estima que en el corto plazo el cumplimiento de los compromisos asumidos dependerá del resultado de la *RTI*, así como de la normalización del flujo de cobranzas y una extensión de los plazos establecidos para la concreción del plan de inversiones.

Liquidez y Estructura de Capital

La fuerte mejora evidenciada por la generación de fondos en el transcurso del año permitiría que la compañía cierre el ejercicio actual con tenencias líquidas en torno a los USD 20 millones luego de atender el servicio de la deuda de diciembre (alrededor de USD 13,5 millones). A pesar de la reciente recomposición tarifaria, consideramos que el plan de inversiones y el pago de la deuda continuarán presionando la liquidez de TGN.

A su vez, el descalce de monedas entre los ingresos en pesos y la deuda denominada en dólares se acentúa con la continua depreciación de la moneda local, afectando la estructura de capital de la compañía que exhibe un alto grado de apalancamiento. Las pérdidas acumuladas derivadas del incremento de los costos operativos y financieros contribuyen a la erosión del patrimonio de la empresa, exponiéndola a una posible reducción obligatoria de su capital.

Creemos que en 2017 TGN podría enfrentar nuevas reestructuraciones de su deuda, ya que estará obligada contractualmente a cancelar unos USD 48 millones correspondientes a los títulos vigentes, incluyendo la amortización del capital remanente y el pago de los intereses capitalizados de sus Obligaciones Negociables a Cinco Años en el mes de diciembre.

Fondeo y Flexibilidad Financiera

El acceso al financiamiento por parte de la compañía se encuentra limitado por la incertidumbre que aún rodea a su situación operativa. Además, los compromisos de inversión asumidos limitan la discrecionalidad en cuanto a la aplicación de los fondos excedentarios.

Anexo I. Resumen Financiero

A partir del ejercicio iniciado el 1 de enero de 2013, y en forma comparativa con el ejercicio anterior, TGN ha adoptado las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

La deuda total ajustada incluye los pasivos financieros de la compañía y otros conceptos como provisiones para juicios laborales, civiles y contenciosos.

Resumen Financiero - Transportadora de Gas del Norte S.A.

(miles de ARS; año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Tipo de Cambio ARS/USD (Cierre)

Norma Contable

Período

Rentabilidad

	15,53	13,30	8,57	6,53	4,93	4,31
	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NIIF	NCP
	sep-16	2015	2014	2013	2012	2011
	Año Móvil	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses	12 Meses
EBITDA Operativo	155.069	(154.209)	(102.179)	(4.600)	82.050	(32.682)
Margen de EBITDA (%)	11,0	(20,5)	(17,9)	(1,0)	16,7	(8,0)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	47,3	28,5	18,9	17,3	23,6	12,1
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	2,5	(36,1)	(17,6)	40,6	55,1	32,2
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	(361,8)	(90,7)	(26,8)	2,7	22,6	N/A

Coberturas

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

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	2,1	3,2	3,7	3,3	2,3	5,8
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	22,3	(18,6)	(17,3)	(289,4)	13,9	(59,4)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	20,0	(16,4)	(11,6)	(147,3)	8,5	(39,3)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,4	6,4	7,6	6,4	9,0	N/A
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	1,0

Balance

Total Activos	4.587.045	3.875.430	3.259.158	3.137.884	2.835.556	3.245.999
Caja e Inversiones Corrientes	349.710	336.900	584.236	653.833	443.185	657.234
Deuda Corto Plazo	149.564	127.388	83.548	58.200	87.192	1.942.330
Deuda Largo Plazo	3.303.466	2.733.958	1.685.930	1.273.044	1.057.237	0
Deuda Total	3.453.030	2.861.346	1.769.478	1.331.244	1.144.429	1.942.330
Deuda Asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.453.030	2.861.346	1.769.478	1.331.244	1.144.429	1.942.330
Deuda Fuera de Balance y Otros Ajustes a la Deuda	110.512	100.939	93.980	83.543	89.594	75.282
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	3.563.542	2.962.285	1.863.458	1.414.787	1.234.023	2.017.612
Total Patrimonio	36.539	311.921	829.559	1.086.184	1.057.308	842.695
Total Capital Ajustado	3.600.081	3.274.206	2.693.017	2.500.971	2.291.331	2.860.307

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	1.466.119	781.853	388.371	352.315	399.121	164.036
Variación del Capital de Trabajo	(966.780)	(840.166)	(389.783)	(236.761)	(63.634)	(80.362)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	499.339	(58.313)	(1.412)	115.554	335.487	83.674
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	(142.729)	(53.624)	21.534	163.880	(16.254)	108.444
Inversiones de Capital	(322.009)	(159.343)	(120.733)	(82.864)	(48.248)	(61.150)
Dividendos	0	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	34.601	(271.280)	(100.611)	196.570	270.985	130.968
Otras Inversiones (Neto)	94.464	193.275	(30.402)	7.770	101.500	(240.793)
Variación Neta de Deuda	(96.934)	(25.850)	(62.168)	(10.033)	(485.307)	0
Variación Neta de Capital	0	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(1.502)	0	4.758	(16.743)	(13.097)	0
Variación de Caja	30.629	(103.855)	(188.423)	177.564	(125.919)	(109.825)

Estado de Resultados

Ventas Netas	1.404.718	750.828	571.944	483.907	491.681	406.924
Variación de Ventas (%)	87,1	31,3	18,2	(1,6)	20,8	N/A
EBIT Operativo	971	(298.143)	(240.053)	(139.170)	(53.902)	(165.785)
Intereses Financieros Brutos	232.232	149.001	118.269	79.353	138.691	179.384
Resultado Neto	(630.345)	(517.663)	(256.625)	28.876	214.613	(135.931)

Anexo II. Glosario

- Cargos Fijos: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Alquileres Devengados.
- Costo de Financiamiento Implícito: Intereses Financieros Brutos / Deuda Total.
- Deuda Ajustada: Deuda Total + Deuda Asimilable al Patrimonio + Deuda Fuera de Balance.
- EBITDA: Resultado Operativo antes de Amortizaciones y Depreciaciones.
- EBITDAR: EBITDA + Alquileres Devengados.
- ENARGAS (*Ente Nacional Regulador del Gas*): Organismo descentralizado en el ámbito del *Min. de Energía y Minería*, creado por la *Ley 24.076* con el objeto de regular, fiscalizar y resolver las controversias suscitadas en relación con el servicio público de gas.
- MM: Millones.
- Programa de Fideicomisos de Gas: Programa constituido por la *Resolución 185/04* del ex *Ministerio de Planificación Federal, Inversión Pública y Servicios* (dictada al amparo del *Decreto 180/04*) para la financiación de obras de infraestructura de transporte y distribución de gas definidas por la ex *Secretaría de Energía de la Nación* y el *ENARGAS*.
- RTI (*Revisión Tarifaria Integral*): Procedimiento a ser implementado por el *ENARGAS* con el fin de determinar el nuevo régimen de tarifas máximas de las licenciatarias del servicio de transporte y distribución de gas natural, conforme la *Ley 24.076*, sus modificaciones y complementarias y las pautas que surgen del *Acta Acuerdo de Renegociación Contractual Integral*.
- Secretaría de Energía (en el año 2015 adquirió rango ministerial y pasó a denominarse *Ministerio de Energía y Minería*): Sus principales tareas incluyen la administración de los subsidios al gas y la electricidad, el ajuste de las tarifas de los servicios públicos, el reordenamiento de los marcos regulatorios para la prestación de servicios públicos y la redefinición de las políticas necesarias para lograr el autoabastecimiento energéticos en todo el territorio argentino.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.

Anexo III. Características de los Instrumentos

Obligaciones Negociables por hasta USD 48,9 millones.

Resumen de términos y condiciones originales: Bono emitido el 21 de diciembre de 2012 por USD 29,3 millones como parte del proceso de reestructuración de deuda de TGN. El título con vencimiento final el 21 de diciembre de 2017 devenga una tasa de interés del 7,0% anual. La empresa tiene la opción de capitalizar la totalidad de los intereses en los primeros 2 años. El capital será amortizado en 3 cuotas anuales equivalentes al 33,3% del capital original a partir del tercer año (la última cuota incluirá los intereses capitalizados durante los primeros 2 años). Las obligaciones negociables podrán ser canceladas, a opción exclusiva de la compañía, en dólares estadounidenses o en pesos al tipo de cambio vigente, y se regirán por la ley argentina.

Resumen de términos y condiciones (modificación aprobada por la Asamblea de los Tenedores de Obligaciones Negociables a Cinco Años de fecha 26 de marzo de 2015): El vencimiento del título tendrá lugar el 21 de diciembre de 2017. El capital se amortizará de la siguiente manera: (i) El 33,33% en el cuarto aniversario de la fecha de emisión y (ii) el 66,67% en el quinto aniversario de la fecha de emisión. Las obligaciones negociables devengarán intereses a partir de la fecha de emisión y hasta el 31 de diciembre de 2014 a una tasa del 7,0% anual, y a partir del 1 de enero de 2015 a una tasa del 9,0% anual. A opción de TGN, el 100% de los intereses que se devenguen hasta el mes 48 (inclusive) contado a partir de la fecha de emisión podrán ser capitalizados, sumando todos esos intereses devengados e impagos a la segunda cuota de amortización del instrumento.

Obligaciones Negociables a Tasa Incremental por hasta USD 170,45 millones.

Instrumento emitido el 22 de agosto de 2012 por USD 150,07 millones como parte del proceso de reestructuración de deuda de TGN. El bono, cuyo vencimiento tendrá lugar el 22 de agosto de 2019, devenga una tasa de interés anual del 3,5% para los años primero y segundo, del 7,0% para los años tercero y cuarto, y del 9,0% entre el quinto y el séptimo año. La empresa tiene la opción de capitalizar la totalidad de los intereses en los primeros 3 años y una porción de los mismos en el cuarto año. El capital será amortizado íntegramente al vencimiento.

Obligaciones Negociables Serie A por hasta USD 250 millones (emitidas bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta USD 500 millones).

Las *Obligaciones Negociables Serie A* se encuentran en incumplimiento desde diciembre 2008. Las mismas fueron emitidas como resultado de la reestructuración de deuda de TGN realizada el 29 de septiembre de 2006 y su vencimiento operó el 31 de diciembre de 2012. El esquema de amortización anual de estos bonos era del 9,0% en 2005, 12,0% en 2006 y 2007, 13,5% en 2008 y 2009, 15,0% en 2010 y 2011, y 10,0% en 2012. Se acordó una tasa de interés anual incremental del 6,0% para 2005, 6,5% para los años 2006 a 2010 y 7,5% para 2011 y 2012. Los intereses eran pagaderos trimestralmente y en dólares a partir de la fecha de canje (29 de septiembre de 2006). El saldo de capital impago al 30 de septiembre de 2016 alcanzaba los USD 98.

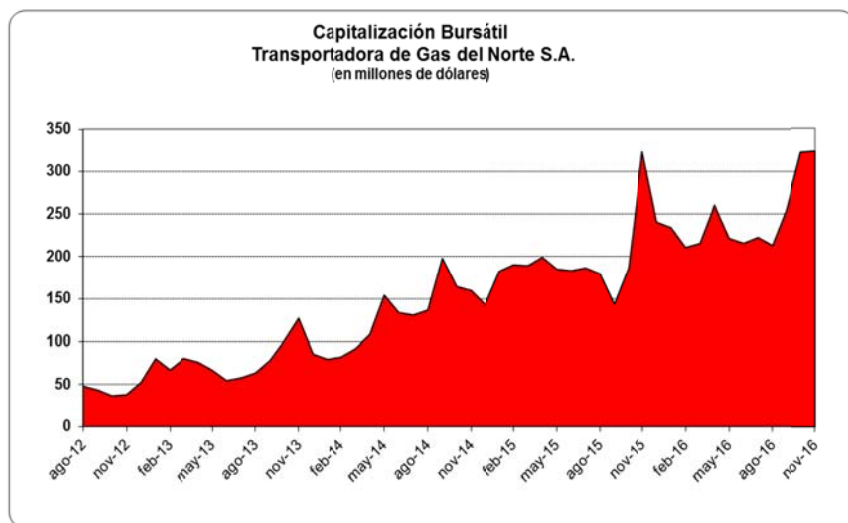
Obligaciones Negociables Serie B por hasta USD 250 millones (emitidas bajo el Programa de Obligaciones Negociables por hasta USD 500 millones).

Las *Obligaciones Negociables Serie B* se encuentran en incumplimiento desde diciembre 2008. Las mismas fueron emitidas como resultado de la reestructuración de deuda de TGN realizada el 29 de septiembre de 2006 y su vencimiento operó el 31 de diciembre de 2012. El esquema de amortización de amortización contemplaba un único pago a la fecha de vencimiento. Se acordó una tasa de interés anual incremental del 7,0% para 2005, 7,5% para 2006 y 2007, 8,0% para 2008 y 2009, 9,0% para 2010, 9,5% para 2011 y 10,0% para 2012. Los intereses eran pagaderos trimestralmente y en dólares a partir de la fecha de canje (septiembre 29 de 2006). Estos bonos podían cancelarse anticipadamente una vez que se hubieran repagado en su totalidad las *Obligaciones Negociables Serie A*. El saldo de capital impago al 30 de septiembre de 2016 era de USD 21.246.

ANEXO IV. Acciones

TGN cotiza 87.874.754 de sus acciones ordinarias (20% del capital social), de valor nominal \$1 cada una y con derecho a un voto por acción, en la *Bolsa de Comercio de Buenos Aires (BCBA)*. Dichas acciones fueron emitidas como parte del proceso de reestructuración de deuda finalizado en septiembre de 2006 y comenzaron a cotizar el 7 de noviembre del mismo año.

El valor de mercado de la compañía al 30 de noviembre de 2016 era de unos USD 323,6 millones. El siguiente cuadro detalla la evolución de la capitalización bursátil en los últimos años:



Presencia

En el período de 12 meses a noviembre de 2016, la acción mantuvo una presencia del 100% sobre el total de ruedas en las que operó el mercado.

Rotación

Al considerar la cantidad de acciones negociadas durante dicho período, el instrumento registró una rotación de aproximadamente el 21% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en torno al 7,2%.

Participación

En el año móvil a noviembre de 2016, el volumen negociado de la acción fue de \$157,8 millones con una participación sobre el total negociado en el mercado del 0,23%.

En conclusión, consideramos que la acción de TGN cuenta con una liquidez **ALTA**.

La "**Categoría 3**" refleja, además, nuestra opinión de una baja capacidad de generación de fondos en relación con las obligaciones asumidas por la compañía, que no alcanza a despejar el riesgo de refinanciación que incorporan sus calificaciones.

Anexo V. Dictamen de Calificación

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

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de *Fitch Ratings*), en adelante FIX, realizado el **29 de diciembre de 2016**, confirmó (*) en **B-(arg)** la calificación de *Transportadora de Gas del Norte S.A.* y de los siguientes instrumentos emitidos por la compañía:

- *Obligaciones Negociables* por hasta USD 48,9 millones; y
- *Obligaciones Negociables* por hasta USD 170,45 millones.

Las calificaciones cuentan con perspectiva **Estable**.

Asimismo, el Consejo de Calificación de FIX confirmó (*) en **Categoría D(arg)** la calificación de los siguientes instrumentos emitidos en el mes de septiembre de 2006 bajo el *Programa de Obligaciones Negociables por hasta USD 500 millones*:

- *Obligaciones Negociables Serie A* por hasta USD 250 millones (2012); y
- *Obligaciones Negociables Serie B* por hasta USD 250 millones (2012).

Por otro lado, en base al análisis efectuado sobre la capacidad de generación de fondos de la empresa y la liquidez de sus acciones en el mercado, el mencionado Consejo confirmó (*) la calificación de las *Acciones Ordinarias* de TGN en **Categoría 3**.

Categoría B(arg): "B" nacional implica un riesgo crediticio significativamente más vulnerable respecto de otros emisores del país. Los compromisos financieros actualmente se están cumpliendo, pero existe un margen limitado de seguridad y la capacidad de continuar con el pago en tiempo y forma depende del desarrollo favorable y sostenido del entorno económico y de negocios.

Categoría D(arg): "D" nacional se asigna a emisores o emisiones que actualmente hayan incurrido en incumplimiento (*default*).

Default generalmente se define como una de las siguientes: Fracaso de un emisor de realizar pagos puntuales de principal o intereses bajo los términos contractuales de cualquier obligación financiera; proceso de bancarota, administración de quiebra, liquidación o cesación de los negocios del emisor; o canjes bajo estrés u otro tipo de canje forzado de obligaciones, donde se ofrece a los acreedores títulos con términos estructurales o económicos disminuidos en comparación con las obligaciones existentes.

Las calificaciones de *default* no se asignan prospectivamente. Dentro de este contexto, el no pago de un instrumento que contiene cláusulas de diferimiento o período de gracia no será considerado *default* hasta que haya expirado dicho diferimiento o período de gracia.

El *default* se determina por referencia a los términos de la documentación de la emisión. Se asignará una calificación de *default* donde se determine razonablemente que el pago no ha sido cumplido respecto de una obligación de acuerdo a los requerimientos de la documentación original de la emisión, o si considera que la calificación de *default* consistente con las definiciones de *default* publicadas en www.fixscr.com es la calificación más apropiada.

Los signos "+" o "-" podrán ser añadidos a una calificación nacional para mostrar una mayor o menor importancia relativa dentro de la correspondiente categoría, y no alteran la definición de la categoría a la cual se los añade.

Las calificaciones nacionales no son comparables entre distintos países, por lo cual se identifican agregando un sufijo para el país al que se refieren. En el caso de *Argentina* se agregará "(arg)".

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.

Categoría 3: Acciones de calidad media. Se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una baja capacidad de generación de fondos.

La calificación asignada se desprende del análisis de Factores Cuantitativos y Cualitativos. Dentro de los Factores Cuantitativos se analizaron la Rentabilidad, el Flujo de Fondos, el Endeudamiento y la Estructura de Capital, y el Fondo y la Flexibilidad Financiera de la compañía. El análisis de los Factores Cualitativos contempló el Riesgo del Sector, la Posición Competitiva, y la Administración y Calidad de los Accionistas. La información suministrada para el análisis es adecuada y suficiente. Las calificaciones aquí tratadas fueron revisadas incluyendo los requerimientos del *artículo 38* de las *Normas Técnicas CNV 2013 Texto Ordenado*.

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

Fuentes

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

- Estados financieros consolidados hasta el 31-12-2015 y desde el 31-12-2011 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *Price Waterhouse & Co. S.R.L.*).
- Estados financieros intermedios condensados hasta el 30-09-2016 y desde el 30-09-2015 (auditor externo de los últimos estados financieros publicados: *Price Waterhouse & Co. S.R.L.*).
- Prospecto del *Programa para la emisión de Obligaciones Negociables por un monto máximo de hasta USD 500 millones* de fecha 14 de septiembre de 2006.
- Prospecto del *Programa para la emisión de Obligaciones Negociables por un monto máximo de hasta USD 400 millones* de fecha 18 de julio de 2008 (y actualizaciones).
- Suplemento de prospecto de las *Obligaciones Negociables Series A y B* por un monto de hasta USD 121,97 millones y USD 99,04 millones respectivamente, de fecha 14 de septiembre de 2006.
- Suplemento de las *Obligaciones Negociables a Tasa Incremental* y *Obligaciones Negociables en Protección de Reclamos* por hasta USD 111,41 millones y USD 21,98 millones respectivamente, de fecha 21 de agosto de 2012.
- Suplemento de prospecto de las *Obligaciones Negociables a Cinco Años* por un monto de USD 29,31 millones de fecha 18 de diciembre de 2012.

Las calificaciones incluidas en este informe fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de Fitch Ratings) –en adelante FIX SCR S.A. o la calificadora-, ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FIXSCR.COM](http://www.fixscr.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

Este informe no debe considerarse una publicidad, propaganda, difusión o recomendación de la entidad para adquirir, vender o negociar valores negociables o del instrumento objeto de la calificación.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que FIX SCR S.A. lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga, variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independientes y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A. se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes, con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos que pueden suceder y que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor, se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente como ser riesgo de precio o de mercado, FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, no de modo excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.