

## Loma Blanca Serie I

### Fideicomiso Financiero Informe Actualización

|  |             |
|--|-------------|
| <b>Índice</b>                          | <b>pág.</b> |
| Calificaciones                         | 1           |
| Resumen de la transacción              | 1           |
| Factores relevantes de la calificación | 1           |
| Actualización                          | 3           |
| Anexo A: Dictamen de calificación      | 5           |

### Calificaciones

| Clase | Monto           | Moneda  | Tasa de interés | Vencimiento Final | Calificación | Perspectiva |
|-------|-----------------|---------|-----------------|-------------------|--------------|-------------|
| VRD B | US\$ 73.110.000 | Dólares | Libor + 8%      | Dic/2026          | BBBsf(arg)   | Estable     |

VRD B: Valores Representativos de Deuda Clase B – 1 Tal como estipulaba el Contrato de Fideicomiso, el monto de los VRDA resultó de convertir a pesos los US\$ 29.890.000 calificados preliminarmente, al Tipo de Cambio del anteúltimo día hábil del período de suscripción (\$ 4.2927 por dólar). Fecha emisión: 29.12.2011. Las calificaciones no son una recomendación o sugerencia, directa o indirecta, para comprar, vender o adquirir algún título valor.

### Resumen de la transacción

ISOLUX Ingeniería S.A. (ISISA) e Isolux Corsan Argentina S.A. (ICASA) cedieron a Nación Fideicomisos S.A., (el Fiduciario Financiero) las Obligaciones Negociables Garantizadas (ONGs) Clases A y B emitidas por Isolux Corsán Energías Renovables S.A. (ICERSA). En contraprestación, el 29.12.2011 el Fiduciario Financiero emitió VRDs Clases A y B. Las ONGs y los VRDs en sus respectivas clases tienen los mismos términos y condiciones. El objetivo de la emisión es la construcción y habilitación del parque eólico Loma Blanca IV (el Proyecto).

### Factores relevantes de la calificación

**Transferencia accionaria:** el 07.11.2016, el fiduciario informó la intención de Isolux Ingeniería S.A., Isolux Ingeniería S.A. – Sucursal Argentina y Grupo Isolux Corsan S.A. de transferir a favor de Sidelí S.A. el 100% del paquete accionario de estas tres sociedades poseen en ICERSA. El 29.12.2016, el fiduciario informó que el Banco de la Nación Argentina (BNA), único tenedor de los valores fiduciarios, dio su conformidad a la transferencia accionaria. El 25.01.2017, se realizó el perfeccionamiento de la transacción con la conformidad del BNA y del fiduciario; asimismo, se modificó el artículo 11.1 (ix) del contrato de fideicomiso.

**Reducción de los derechos de cobro:** el 07.12.2016, los fiduciantes solicitaron la reducción de los derechos de cobro cedidos a un monto fijo de USD 1,1 millón por mes desde el 86% de las ventas de energía. Este cambio implica una extensión de los plazos de pago de los valores fiduciarios ya que el flujo representaría alrededor del 50% de los ingresos con un factor de capacidad del 41%. El 29.12.2016, BNA dio su conformidad para la reducción de la cesión por un plazo de cinco años a partir de la instrumentación; transcurrido este plazo se aplicará una cuota mensual tal que los VRDB se amorticen totalmente en junio de 2023. Esta modificación se encuentra pendiente de autorización por parte del fiduciario y a que el BNA de su conformidad a las modificaciones de los documentos de la transacción.

**Moderado riesgo operativo:** Se cuenta con un contrato de operación y mantenimiento (O&M) a suma-alzada con Isolux Corsan Argentina, S.A. (ICASA) con vigencia de cinco años;

**Riesgo de recurso eólico:** El proyecto basa sus proyecciones en estimaciones razonables de recursos eólicos soportadas por una colección de evaluaciones realizadas en los últimos años por firmas calificadas de consultoría regionales, aunque dentro de un marco de tiempo limitado;

**Adecuadas proyecciones de ingresos:** Se cuenta con un contrato de compra de energía (PPA) con ENARSA, quien adquirirá toda la energía producida por un periodo de quince años o hasta que se adquieran 2,58 millones de megavatio-hora (MWh);

FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO "afiliada de Fitch Ratings" (en adelante FIX).

### Analistas

#### Analista principal

Mauro Chiarini  
 Director Senior  
 +54 11 5235-8140  
[mauro.chiarini@fixscr.com](mailto:mauro.chiarini@fixscr.com)

#### Analista secundario

Pablo Cianni  
 Director Asociado  
 +54 11 5235-8146  
[pablo.cianni@fixscr.com](mailto:pablo.cianni@fixscr.com)

**Débiles características estructurales:** Los VRD seguirán un esquema de amortización 'pass-through' (turbo), en donde el pago de intereses es programado a tasa de interés variable y el flujo excedente se usa para amortizar la deuda. La deuda vence en 2026, dos años antes que el PPA. Al 30.06.2017, el Fondo de Gastos tenía un saldo de \$ 5,2 millones, el Fondo de Reserva de \$ 47,6 millones, mientras que el saldo de la Cuenta Fiduciaria era de \$ 2,4 millones.

**Elevado endeudamiento:** En el caso base de FIX, la deuda se amortiza por completo en 2024, con un LLCR de 1,16 veces en 2013. Bajo el escenario P(90), la deuda se amortiza en 2026 con un LLCR inicial de 1,08x. Sin embargo, en caso de realizarse la reducción de los derechos de cobro, FIX analizará las nuevas condiciones de amortización.

**Riesgo Regulatorio:** Los roles de ENARSA y CAMMESA como contrapartes del PPA y contrato de abastecimiento respectivamente, exponen al Proyecto al riesgo inherente al mercado eléctrico argentino. En los últimos años, los elevados compromisos de pago de CAMMESA en relación con sus ingresos implicaron una significativa discrecionalidad en las prioridades de pago de dicha entidad frente a los generadores, riesgo de demora en el cobro y precios insuficientes para mantener activos y cubrir costos operacionales. Actualmente, la política energética muestra señales de soporte a la sostenibilidad del negocio con el objetivo de ampliar la capacidad del sistema y corregir desbalances entre oferta y demanda, con una menor propensión a la intervención. Esperamos cambios estructurales que alcanzarían cierto impacto a partir de 2017.

## Sensibilidades de la calificación

El presente fideicomiso se encuentra sujeto a todos los riesgos inherentes al mercado eléctrico, que podrían incidir en alguna medida sobre el repago de los riesgos subyacentes. Adicionalmente, si la liquidación de las facturaciones de CAMMESA comienza a superar los 45-60 días habituales podrían poner en riesgo la liquidez de la transacción para cumplir con las obligaciones financieras.

### Informes relacionados

[Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores](#)

**Producción de Energía** recurrente bajo el escenario P(90), que resulte en un LLCR menor a 1,10x.

**Gastos operativos:** aumentos considerables en los gastos operativos, o costos significativos asociados al posible reemplazo del operador que pudiesen reducir notablemente la flexibilidad financiera del Proyecto a niveles inferiores a los estimados en nuestro caso base.

## Actualización

El 07.11.2016, el fiduciario informó la intención de Isolux Ingeniería S.A., Isolux Ingeniería S.A. – Sucursal Argentina y Grupo Isolux Corsan S.A. de transferir a favor de Sideli S.A. el 100% del paquete accionario de estas tres sociedades poseen en ICERSA. El 29.12.2016, el fiduciario informó que el Banco de la Nación Argentina (BNA), único tenedor de los valores fiduciarios, dio su conformidad a la transferencia accionaria. El 25.01.2017, se realizó el perfeccionamiento de la transacción con la conformidad del BNA y el fiduciario; asimismo, se modificó el artículo 11.1 (ix) del contrato de fideicomiso.

El artículo 11.1 del contrato de fideicomiso detalla los eventos de caducidad de plazos; específicamente, el punto (ix) está relacionado a si los fiduciantes y/o ICERSA y/o Sideli S.A. (antes Grupo Isolux Corsán S.A.) incumplieren en forma generalizada sus obligaciones con terceros o evidencien cesación de pagos o soliciten su concurso preventivo, o solicitaren su propia quiebra, entre otras causas detalladas en el mencionado artículo. La ocurrencia de cualquiera de los eventos de caducidad de plazos, facultará a los Tenedores, en este caso el BNA, a exigir la aplicación de los fondos disponibles en las cuentas fiduciarias de acuerdo a las prioridades enumeradas en el contrato de fideicomisos y convocar a una Asamblea de Tenedores a fin de dar instrucciones para la ejecución de las garantías.

El 07.12.2016, los fiduciantes solicitaron la reducción de los derechos de cobro cedidos a un monto fijo de USD 1,1 millón por mes desde el 86% de las ventas de energía. Este cambio implica una extensión de los plazos de pago de los valores fiduciarios ya que el flujo representaría alrededor del 50% de los ingresos con un factor de capacidad del 41%. El 29.12.2016, BNA dio su conformidad para la reducción de la cesión por un plazo de cinco años a partir de la instrumentación; transcurrido este plazo se aplicará una cuota mensual tal que los VRDB se amorticen totalmente en junio de 2023. Esta modificación se encuentra pendiente de autorización por parte del fiduciario y a que el BNA de su conformidad a las modificaciones de los documentos de la transacción.

La generación de energía de Loma Blanca corresponde a la capacidad instalada de 51 MW. En el siguiente cuadro se detalla la operación del parque eólico:

| Período      | Disponibilidad | Generación MW/h   | Facturación (US\$)   | Factor de capacidad |
|--------------|----------------|-------------------|----------------------|---------------------|
| 2013         | 93,70%         | 63.058,53         | 8.009.063,61         | 0,34                |
| 2014         | 94,00%         | 189.032,49        | 24.009.016,11        | 0,42                |
| 2015         | 98,45%         | 183.482,22        | 23.303.960,53        | 0,41                |
| 2016         | 97,96%         | 169.183,42        | 21.487.647,86        | 0,38                |
| ene-17       | 96,33%         | 16.824,36         | 2.136.828,19         | 0,44                |
| feb-17       | 97,40%         | 14.163,00         | 1.798.814,30         | 0,37                |
| mar-17       | 96,61%         | 13.276,42         | 1.686.118,84         | 0,35                |
| abr-17       | 97,74%         | 14.216,54         | 1.805.614,31         | 0,37                |
| may-17       | 98,57%         | 13.984,78         | 1.776.178,94         | 0,37                |
| jun-17       | n/d            | 16.993,67         | 2.158.331,66         | 0,45                |
| <b>Total</b> |                | <b>694.215,42</b> | <b>88.171.574,35</b> |                     |

La siguiente tabla muestra el servicio de deuda correspondiente al Fideicomiso Loma Blanca Serie I. Se debe destacar que los VRDA fueron totalmente amortizados en mayo de 2016:

| Fecha     | Concepto          | VDR Clase A (\$) |            |             |             | VDR Clase B (US\$) |           |            |            |
|-----------|-------------------|------------------|------------|-------------|-------------|--------------------|-----------|------------|------------|
|           |                   | Capital          | Intereses  | Total       | Saldo       | Capital            | Intereses | Total      | Saldo      |
| dic-11    | Emisión           | 128.308.803      | -          | -           | 128.308.803 | 73.110.000         |           |            | 73.110.000 |
| 2012-2013 | Int Capitalizados | 70.448.957       | -          | -           | 198.757.760 | 9.104.626          |           |            | 82.214.626 |
| 2013      | Pagos             | -                | 4.463.255  | 4.463.255   | 198.757.760 | 70.008             | 559.573   | 629.581    | 82.144.618 |
| 2014      | Pagos             | 52.668.246       | 56.236.276 | 108.904.523 | 146.089.514 | 1.204.085          | 6.748.276 | 7.952.361  | 80.940.533 |
| 2015      | Pagos             | 121.100.000      | 27.821.700 | 148.921.700 | 24.989.514  | 1.785.621          | 6.653.620 | 8.439.241  | 79.154.912 |
| 2016      | Pagos             | 24.989.514       | 2.701.326  | 27.690.840  | -           | 11.957.152         | 6.443.821 | 18.400.973 | 67.197.760 |
| ene-17    | Pago              |                  |            | -           | -           | 493.191            | 505.519   | 998.710    | 66.704.569 |
| feb-17    | Pago              |                  |            | -           | -           | 1.123.835          | 503.653   | 1.627.489  | 65.580.734 |
| mar-17    | Pago              |                  |            | -           | -           | 1.528.490          | 447.447   | 1.975.936  | 64.052.244 |
| abr-17    | Pago              |                  |            | -           | -           | 405.555            | 493.247   | 898.802    | 63.646.689 |
| mayo-17   | Pago              |                  |            | -           | -           | 760.218            | 477.026   | 1.237.244  | 62.886.471 |
| jun-17    | Pago              |                  |            | -           | -           | 650.821            | 487.412   | 1.138.233  | 62.235.650 |
| jul-17    | Pago              |                  |            | -           | -           | 729.901            | 477.630   | 1.207.531  | 61.505.749 |

## Anexo A. Dictamen de calificación

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO “afiliada de Fitch Ratings” – Reg. CNV N° 9, reunido el **7 de agosto de 2017**, confirmó las calificaciones de los **Valores Representativos de Deuda (VRD)** emitidos por el **Fideicomiso Financiero Loma Blanca Serie I**:

| Instrumentos                      | Calificación actual | Perspectiva actual | Calificación anterior | Perspectiva anterior |
|-----------------------------------|---------------------|--------------------|-----------------------|----------------------|
| VRD Clase B por VN USD 73.110.000 | BBBsf(arg)          | Estable            | BBBsf(arg)            | Estable              |

**Categoría BBBsf(arg):** “BBB” nacional implica una adecuada calidad crediticia respecto de otros emisores o emisiones del país. Sin embargo, cambios en las circunstancias o condiciones económicas tienen una mayor probabilidad de afectar la capacidad de pago en tiempo y forma que para obligaciones financieras calificadas con categorías superiores.

**Nota:** 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. 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. Los signos “+” o “-” se añaden a una calificación para darle 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.

**Fuentes de información:** La información resultó razonable y suficiente. Las presentes calificaciones se determinaron en base a la información cuantitativa y cualitativa suministrada por el patrocinador, el organizador, los fiduciarios y sus asesores de carácter privada y la siguiente información pública:

- Suplemento de Prospecto del Fideicomiso Financiero Loma Blanca Serie I, información complementaria y pagos disponible en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)

Dicha información resulta adecuada y suficiente para fundamentar las calificaciones otorgadas.

**Determinación de las calificaciones:** Metodología de Calificación de Finanzas Estructuradas registrada ante Comisión Nacional de Valores (disponible en [www.fixscr.com](http://www.fixscr.com) o en [www.cnv.gob.ar](http://www.cnv.gob.ar)).

### **Glosario:**

**LLCR:** Loan Life Coverage Ratio (Ratio de Cobertura durante la Vida de la Deuda). Resulta de la relación de dividir el Valor Presente Neto (VPN) del flujo de caja disponible para el servicio de deuda por el monto del saldo insoluto de la deuda.

**P50:** Escenario de Producción de Energía que se refiere al nivel de producción promedio anual que será superado con una probabilidad del 50%.

**P90:** Escenario de Producción de Energía que se refiere al nivel de producción anual que debe estar superado en un período de tiempo determinado con una probabilidad del 90%.

**Notas:** las calificaciones aplican a los términos y condiciones de los títulos estipulados en el prospecto de emisión. El presente informe de calificación debe leerse conjuntamente con el prospecto de emisión.

**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 calificador-, 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.