

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

Informe de actualización

Calificaciones

Emisor	BBB(arg)	
Acciones Ordinarias		1

Perspectiva

Estable

Resumen Financiero

Millones / pesos	31/03/17 3 Meses	31/12/17 12 Meses
Total Activos	25.852	25.060
Deuda Total	4.472	4.079
Ventas Netas	1.562	3.875
EBITDA Operativo	962	1.760
Margen EBITDA (%)	61.6	45.4
Deuda / EBITDA	1.2	2.3
EBITDA / Intereses	13.0	9.5

Informes Relacionados

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

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

Analistas

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

Analista Secundario
 Pablo Cianni
 Director Asociado
 +54 11 5235-8121
pablo.cianni@fixscr.com

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

Factores Relevantes de la Calificación

Sólida generación operativa: la calificación refleja la sólida generación de operativa derivada del actual marco regulatorio y el reducido nivel de endeudamiento de Transportadora de Gas del Norte (TGN). Las métricas crediticias de la compañía son sólidas para el nivel de calificación pero la misma se encuentra limitada por el riesgo regulatorio. Bajo el actual marco regulatorio el ratio de deuda/EBITDA para los próximos años rondará en valores cercanos a 1.0x y las coberturas de intereses serán superiores a 10x.

Acotado riesgo operacional: La calificación refleja el favorable cambio normativo que rige la concesión. La revisión tarifaria integral (RTI) de marzo 2017 estableció un nuevo cuadro tarifario inicial y un mecanismo de actualización semestral por Índice de Precios Internos al por Mayor publicados por el INDEC por un periodo de 5 años, que le permite a la compañía afrontar sus gastos operativos y el plan obligatorio de inversiones asumiendo ajustes tarifarios similares a la inflación. Fix estima para 2018 TGN logrará un EBITDA de aprox. USD 170 millones y un flujo de fondos libre positivo, sin necesidades de financiamiento adicional para cumplir con los compromisos asumidos tanto regulatorios como financieros.

Plan de inversiones moderado: La RTI estableció para TGN un plan de inversiones de 5 años por AR\$ 5.600 millones (aproximadamente USD 290 millones) en recubrimiento de gasoductos, mantenimiento de plantas compresoras, instalación de equipos de medición y comunicación, recambio de tramos de gasoductos y otros. En el año 2017, TGN invirtió USD 48 millones, un nivel de inversión razonable, medido en relación a sus ingresos del 20,3%. FIX espera que esta relación entre inversiones e ingresos se mantenga estable para el período 2018-2022. Adicionalmente la revisión tarifaria no contempla las inversiones en obras de expansión, las cuales deberán tener un mecanismo de reconocimiento adicional.

Bajo apalancamiento con descalce de monedas: En octubre 2017, TGN obtuvo un préstamo sindicado por un monto de USD 220 millones, a 36 meses (4 cuotas semestrales de USD 55 millones cada una, a partir del 18vo mes). Dicha deuda fue aplicada para cancelar Obligaciones Negociables que se encontraban vigentes. A pesar del bajo nivel de apalancamiento, el descalce de monedas entre la deuda y los ingresos afecta la estructura de capital.

Alta liquidez de las acciones: La calificación de las acciones refleja la buena capacidad de generación de fondos de TGN, explicada precedentemente, que conjuntamente con un elevado nivel de presencia en las operaciones diarias del mercado determina un nivel de liquidez alto.

Sensibilidad de la Calificación

Una baja en la calificación podría ser derivada ante cambios regulatorios que impacten en la situación crediticia de la compañía y/o un mayor nivel de endeudamiento producido por el descalce de monedas.

La suba en la calificación podría derivarse de un sector gasífero sustentable con un marco tarifario sostenible.

Liquidez y Estructura de Capital

A Marzo' 2018 la empresa exhibía una buena posición de liquidez contando con caja e inversiones líquidas de unos USD 57.7 millones. Con fecha 26 de octubre 2017, TGN celebró un préstamo sindicado con Industrial and Commercial Bank of China Limited (Dubai Branch), Citibank N.A. e Itaú Unibanco S.A. (Nassau Branch) por un monto de US\$ 220 millones. Dicha deuda fue asumida para cancelar anticipadamente las Obligaciones Negociables.

Anexo I. Resumen Financiero

Los ratios a marzo. 18 han sido estimados anualizando las cifras del período. La variación de ventas a marzot'18 se calculó con respecto a marzot'18.

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

(miles de ARS, año fiscal finalizado en diciembre)

Cifras Consolidadas

Normas Contables

Tipo de Cambio ARS/USD al Final del Período

Tipo de Cambio Promedio

Período

	NIF	NIF	NIF	NIF	NIF
	20,14	18,77	16,17	13,30	8,57
	19,49	16,57	15,04	9,26	8,13
	mar-18	2017	2016	2015	2014
	3 meses	12 meses	12 meses	12 meses	12 meses

Rentabilidad

EBITDA Operativo	962.130	1.760.412	367.294	(207.833)	(80.645)
EBITDAR Operativo	962.130	1.760.412	367.294	(207.833)	(80.645)
Margen de EBITDA	61,6	45,4	20,0	(27,6)	(14,1)
Margen de EBITDAR	61,6	45,4	20,0	(27,6)	(14,1)
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	5,3	10,2	40,5	27,6	20,3
Margen del Flujo de Fondos Libre	52,4	(1,4)	14,4	(36,0)	(17,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	7,0	10,9	(343,2)	(108,8)	(26,0)

Coberturas

FGO / Intereses Financieros Brutos	14,0	10,6	5,5	5,9	4,5
EBITDA / Intereses Financieros Brutos	13,0	9,5	1,4	(1,4)	(0,7)
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	13,0	9,5	1,4	(1,4)	(0,7)
EBITDA / Servicio de Deuda	6,1	8,1	0,5	(0,8)	(0,4)
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	6,1	8,1	0,5	(0,8)	(0,4)
FGO / Cargos Fijos	14,0	10,6	5,5	5,9	4,5
FFL / Servicio de Deuda	9,4	0,6	0,7	(0,4)	0,1
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	10,3	2,8	1,2	0,8	3,0
FCO / Inversiones de Capital	3,4	0,9	1,8	(0,7)	0,2

Estructura de Capital y Endeudamiento

Deuda Total Ajustada / FGO	1,1	2,1	2,4	3,3	3,4
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,2	2,3	9,3	(13,8)	(21,9)
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio / EBITDA	1,1	2,0	8,4	(12,1)	(14,7)
Deuda Total Ajustada / EBITDA Operativo	1,2	2,3	9,3	(13,8)	(21,9)
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDA Operativo	1,1	2,0	8,4	(12,1)	(14,7)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	7,4	4,9	7,6	6,2	6,9
Deuda Garantizada / Deuda Total (%)	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total (%)	1,9	0,8	14,1	4,5	4,7

Balance

Total Activos	25.851.970	25.059.911	4.584.665	3.875.430	3.259.158
Caja e Inversiones Corrientes	349.370	475.496	360.892	336.900	584.236
Deuda Corto Plazo	84.314	31.250	482.615	127.388	83.548
Deuda Largo Plazo	4.387.762	4.047.412	2.945.213	2.733.958	1.685.930
Deuda Total	4.472.076	4.078.662	3.427.828	2.861.346	1.769.478
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.472.076	4.078.662	3.427.828	2.861.346	1.769.478
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.472.076	4.078.662	3.427.828	2.861.346	1.769.478
Total Patrimonio	15.173.065	15.035.441	55.866	311.921	829.559
Total Capital Ajustado	19.645.141	19.114.103	3.483.694	3.173.267	2.599.037

Flujo de Caja

Flujo Generado por las Operaciones (FGO)	960.870	1.771.002	1.152.442	728.204	409.905
Variación del Capital de Trabajo	198.721	(1.038.361)	(560.069)	(840.166)	(389.783)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.159.591	732.641	592.373	(111.962)	20.122
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(341.154)	(788.137)	(328.610)	(159.343)	(120.733)
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	818.437	(55.496)	263.763	(271.305)	(100.611)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	(959.722)	25.526	24.520	193.275	(30.402)
Variación Neta de Deuda	0	181.140	(295.611)	(25.850)	(62.168)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	0	10.003	(25)	25	4.758
Variación de Caja	(141.285)	161.173	(7.353)	(103.855)	(188.423)

Estado de Resultados

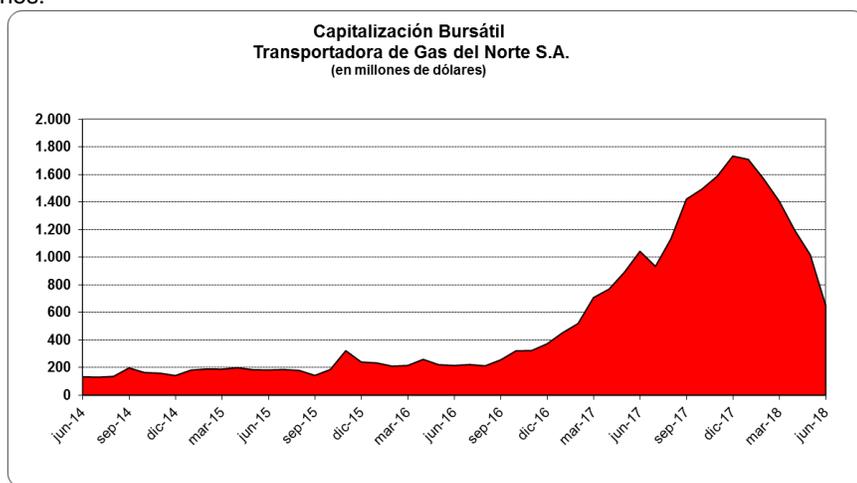
Ventas Netas	1.561.747	3.875.276	1.835.265	752.992	571.944
Variación de Ventas (%)	146,4	111,2	143,7	31,7	18,2
EBIT Operativo	393.246	1.577.900	208.043	(351.767)	(218.519)
Intereses Financieros Brutos	73.957	185.295	256.937	149.001	118.269
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	136.447	841.856	(368.705)	(571.287)	(235.091)

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 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.
- Servicio de Deuda: Intereses Financieros Brutos + Dividendos Preferidos + Deuda Corto Plazo.
- LIBO:

ANEXO III. 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. La valor de mercado de la compañía al 30 de junio de 2018 era de aproximadamente USD 651 millones. El siguiente cuadro detalla la evolución de la capitalización bursátil en los últimos 4 años:



Presencia

En el período de 12 meses a junio 2018, la acción mantuvo una presencia de 100% sobre el total de ruedas en las que operó el mercado.

Rotación

Al considerar la cantidad de acciones negociadas durante el citado período, el instrumento registró una rotación de alrededor de 73.8% sobre el capital flotante en el mercado. Por su parte, la rotación del último trimestre se ubicó en torno a 15.4%.

Participación

En el año móvil a junio de 2018, el volumen negociado de la acción fue de \$3836 millones con una participación sobre el total negociado en el mercado de 2,34%.

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

La "**Categoría 1**" refleja, además, nuestra opinión de una aceptable 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. CNVN^o9

El Consejo de Calificación de FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÓN DE RIESGO (afiliada de *Fitch Ratings*), en adelante FIX, realizado el **30 de julio de 2018**, confirmó (*) en **BBB(arg)** la calificación de emisor de *Transportadora de Gas del Norte S.A.*:

La calificación cuenta con perspectiva **Estable**.

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 1**.

Categoría BBB(arg): "BBB" se asigna a 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.

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 1: Acciones de calidad superior. Se trata de acciones que cuentan con una alta liquidez y cuyos emisores presentan una buena 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 Fondeo 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.

El presente informe resumido es complementario al informe integral de fecha 30 de octubre de 2017, y contempla los principales cambios acontecidos en el período bajo análisis. Las siguientes secciones no se incluyen en este informe por no haber sufrido cambios significativos desde el último informe integral: Perfil del Negocio, Factores de Riesgo. Respecto de la sección correspondiente a Perfil Financiero, se resumen los hechos relevantes del período bajo el título de Liquidez y Estructura de Capital.

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 31-03-2018 (Auditor de los últimos estados financieros publicados: *PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.*).
- Estados financieros intermedios condensados hasta el 30-09-2017: *PRICE WATERHOUSE & CO. S.R.L.*).

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.

- **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.**

