



Fitch Afirma a AES Changuinola en 'A+(pan)'; Retira Observación Negativa

Fitch Ratings-San Jose-23 April 2019: Fitch Ratings afirmó la calificación nacional de largo plazo de AES Changuinola S.R.L. (AESC) en 'A+(pan)' así como la calificación de los bonos por hasta USD470 millones en 'A+(pan)' y al mismo tiempo las retiró de Observación Negativa. La Perspectiva es Estable. Las acciones de calificación se enlistan al final de este comunicado.

La afirmación de las calificaciones de AESC considera la aprobación de la dispensa (consent waiver) obtenida por parte de los tenedores del bono para el período 31 de marzo de 2019 - 30 de septiembre de 2020, con respecto al cumplimiento de: 1) el índice de deuda a EBITDA (5.5 veces [x], máximo) la cual, de acuerdo con estimaciones de la compañía, podría ubicarse entre 6.0x y 9.0x, y 2) la razón de cobertura del servicio de la deuda, calculado como EBITDA sobre intereses pagados más amortización de capital (1.1x, mínimo). Además, se le permite a la compañía contratar una línea de crédito sindicada comprometida por USD30 millones, la cual estará disponible durante el período de reparación y hasta octubre de 2021, y funcionará como medida de contingencia ante cualquier necesidad de liquidez extraordinaria. La Perspectiva Estable incorpora la expectativa de Fitch de que la compañía podrá culminar la reparación del daño en el túnel de la central hidroeléctrica en el período establecido, mediante recursos propios y provenientes del pago de seguros, y que en 2020 las operaciones volverán a la normalidad, lo que se reflejaría en un indicador de apalancamiento medido como deuda total a EBITDA en los rangos actuales de 4.2x.

Los procesos de reclamo ante la aseguradora y el arbitraje con la empresa constructora se encuentran en etapas iniciales. Fitch dará seguimiento a la evolución de estos procedimientos.

De acuerdo con la metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria, Fitch considera que los lazos legales, operacionales y estratégicos entre AESC y su matriz The AES Corporation (calificación internacional de 'BB+', Perspectiva Estable) no son fuertes debido principalmente a la ausencia de garantías, avales o cláusulas de incumplimiento cruzado, y contribución e importancia de la subsidiaria al consolidado, por lo que el análisis se realiza con base en el perfil de riesgo individual de AESC.

FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

Interrupción del Negocio:

En septiembre de 2017, AESC detectó pérdidas de agua en secciones específicas en el túnel de alimentación de la central hidroeléctrica de Changuinola, lo cual obligó al cese de operaciones por un período aproximado de nueve meses, comprendidos entre febrero y octubre de 2019. A criterio de Fitch, esto implica la existencia de un riesgo operativo, al cual se le ha dado seguimiento. La agencia continuará monitoreando la evolución de estos acontecimientos.

La central está cubierta por una póliza de seguro colocada en el mercado internacional y respaldada localmente, que cubre pérdidas de interrupción de negocios por hasta USD148 millones y daños a la propiedad

ocasionados por eventos imprevistos e incontrolables por hasta USD810 millones.

AESC mantiene un contrato de reserva (físico) con AES Panamá de 175 megavatios (MW) de capacidad y energía hasta el año 2030. Bajo el contrato, la compañía vende capacidad firme y toda la producción de energía durante 2019 a un precio monómico de USD5 por kilovatio (kW) y USD77 por megavatios-hora (MWh), respectivamente. La gerencia administrativa obtuvo una enmienda al contrato de manera que temporalmente este está limitado a la capacidad firme garantizada por la minihidroeléctrica de Changuinola.

Apalancamiento Moderado:

El indicador de apalancamiento medido como deuda total a EBITDA se ubicó en 4.2x, según cifras al cierre de 2018 (2017: 5.0x). Fitch proyecta un apalancamiento en torno a 7.4x para 2019 como consecuencia del cese de operaciones; disminuyendo hasta alrededor de 4.0x en 2020, y manteniéndose en torno a esa misma cifra para el resto del ciclo de la calificación. No obstante, bajo condiciones de operación normal y ante un escenario de hidrología baja que dé como resultado un apalancamiento sostenido mayor a 6.0x, podría presionar la calidad crediticia de la compañía.

Posición Competitiva de Despacho:

La generación de capacidad de flujo de caja de la compañía depende de las condiciones de hidrología, asociadas con el contrato de compra de energía a largo plazo (PPA) de reserva con AES Panamá. De esta forma, los ingresos de AESC dependen de la energía generada. Según cifras al cierre de 2018, la generación de EBITDA fue de USD82.5 millones (2017: USD74.2 millones), apuntalada por una producción de energía récord durante el tercer y último trimestre de 2018, reflejo de que la fuga no afectó significativamente la operación normal de la generadora. El nivel de EBITDA que se proyectó, sirviendo un PPA de tipo físico y según las condiciones promedio de hidrología, en conjunto con un nivel conservador de recursos provenientes del pago de seguros, se ubicaría en alrededor de USD45 millones en 2019, producto del cese de operaciones en las unidades principales y de un promedio de USD78 millones para el resto de la proyección.

Exposición al Riesgo Regulatorio:

Las calificaciones de la compañía también reflejan su exposición al riesgo regulatorio. En el pasado, las empresas de generación en Panamá se caracterizaban por ser negocios competitivos no regulados, libres de aplicar sus propias estrategias comerciales. En años anteriores, el incremento en los precios de la electricidad provocó mayor intervención por parte del Gobierno en el sector, con el fin de contener el impacto de los precios altos de la energía para los consumidores finales. Los esfuerzos para diversificar la matriz energética del país ayudarán a disminuir los precios en el mediano plazo y reducirían la necesidad de intervención regulatoria.

RESUMEN DE DERIVACIÓN DE LAS CALIFICACIONES

La reparación del túnel de la central hidroeléctrica de Changuinola ya comenzó, por lo que las operaciones se suspenderán por el período comprendido entre febrero y octubre de este año. La compañía firmó una enmienda al contrato con AES Panamá con el propósito de limitar temporalmente la producción de energía contratada a la capacidad firme garantizada por la minihidroeléctrica de 10MW de Changuinola (que no se verá afectada por la reparación del túnel), con la intención de limitar pérdidas potenciales de negocio.

Al cierre de 2018, AESC presentó un apalancamiento alto (4.2x) con respecto a sus pares AES Panamá, S.R.L [2.8x, AA+(pan), Perspectiva Estable], Constructora Meco, S.A. [2.3x, AA-(pan), Perspectiva Estable] y similar al Grupo Melo, S.A. [4.4x, A+(pan), Perspectiva Estable]. En términos de márgenes de EBITDA, AESC compara positivamente (73.4%) frente al promedio de sus pares (31.0%), debido a la diferencia en los modelos de negocio. La compañía se beneficia de sus activos de generación hidroeléctrica de bajo costo, un perfil comparable al de Panama Power Holding [BBB+(pan), Perspectiva Estable], aunque esta última tiene un apalancamiento mayor (6.9x) y una escala de operaciones menor.

Las calificaciones de AESC están restringidas por su concentración de activos debido a que la generación de energía depende de dos unidades y una minihidroeléctrica localizadas en la misma zona geográfica, lo cual expone a la compañía al riesgo hidrológico, así como a eventos inesperados de desabastecimiento.

SUPUESTOS CLAVE

- cese de operaciones entre febrero y octubre de 2019;
- recuperación parcial por seguro de interrupción del negocio;
- se estima un costo de reparación significativo;
- caída de ingresos de 33% en 2019 con respecto al año previo, lo cual reflejará la interrupción de negocio, incluyendo el reembolso parcial del seguro. Recuperación en ingresos de 50% en 2020 comparado con 2019, para luego mantenerse en torno a USD104 millones en promedio.

SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Entre los eventos futuros que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva se encuentran:

- Fitch no anticipa una mejora en la calificación; sin embargo, un apalancamiento menor que resulte del fortalecimiento del EBITDA, así como por la amortización programada de deuda; en conjunto con un perfil sólido de liquidez, podrían derivar en acciones positivas de calificación.

Entre los eventos futuros que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa se encuentran:

- combinación de factores asociados a la reparación del túnel que debiliten la flexibilidad financiera, tales como: limitación del pago de seguros, daños mayores a los esperados que conlleven un costo más elevado de reparación al estimado, retraso en la reparación de la fuga que implique mayor tiempo del estimado de cese de operaciones;
- aumento significativo y sostenido en el nivel de apalancamiento medido como deuda sobre EBITDA por encima de 6x, bajo condiciones normales de operación e hidrología promedio;
- una intervención regulatoria o política mayor que afecte el rendimiento financiero de la empresa.

LIQUIDEZ

Liquidez Adecuada: Al cierre de 2018, la caja disponible de AESC era de USD59.4 millones, con líneas de crédito no comprometidas por USD20 millones y la negociación de una línea de crédito sindicada comprometida por USD30 millones, lo cual mitiga la necesidad de recursos para capital de trabajo u otra eventualidad, en caso de requerirse. La deuda comprende la emisión de bonos por USD470 millones (tramo A: USD200 millones, pago de principal a 10 años amortizable, tramo B: USD220 millones y tramo C: USD50 millones, pago de principal al vencimiento en 10 años). El calendario de pagos del tramo A considera una amortización de 5% del capital por semestre a partir de 2017.

LISTADO DE ACCIONES DE CALIFICACIÓN

AES Changuinola S.R.L.

Fitch afirmó y retiró la Observación Negativa de las siguientes calificaciones:

- Calificación de largo plazo en escala nacional de Panamá en 'A+(pan)';
- Calificación de largo plazo en escala nacional de Panamá de los bonos en 'A+(pan)'.

La Perspectiva de la calificación es Estable.

Contactos Fitch Ratings:

Erick Pastrana (Analista Líder)

Director Asociado

+506 2106 5184

Fitch Costa Rica, Calificadora de Riesgo, S.A.

Edificio Fomento Urbano 3er. Nivel Sabana

San José, Costa Rica

Eduardo Trejos (Analista Secundario)

Director Asociado

+506 2106 5185

Alberto Moreno (Presidente del Comité de Calificación)

Director Sénior

+52 (81) 8399 9100

Relación con medios:

Elizabeth Fogerty, Nueva York. Tel: +1 (212) 908 0526. E-mail: elizabeth.fogerty@fitchratings.com.

Las calificaciones mencionadas fueron requeridas y se asignaron o se les dio seguimiento por solicitud del emisor calificado o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

Información adicional disponible en www.fitchratings.com/site/centralamerica.

Metodologías aplicadas en escala nacional:

- Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (Septiembre 14, 2017);
- Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (Agosto 2, 2018);
- Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Diciembre 6, 2018).

INFORMACIÓN REGULATORIA

NOMBRE EMISOR O ENTIDAD: AES Changuinola, S.R.L.

LINK SIGNIFICADO DE LA CALIFICACIÓN:

<https://www.fitchratings.com/site/dam/jcr:e892e8a3-e6b3-4868-a55c-f36cd41ae78e/Definiciones%20de%20Calificaci%C3%B3n%20Panam%C3%A1.pdf>

FECHA CIERTA (FECHA DE CORTE) DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA UTILIZADA:

AUDITADA: 31/Diciembre/2018

NO AUDITADA: 30/Septiembre/2018

FECHA DEL ACUERDO DEL COMITÉ DE CALIFICACIÓN: 22/Abril/2019

DESCRIPCIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

CLASE DE TÍTULOS: Bonos Corporativos

SERIES: A, B, C

MONEDA: USD

MONTO:

Serie A: USD200,000,000

Serie B: USD220,000,000

Serie C: USD50,000,000

FECHA DE VENCIMIENTO: 25 de noviembre de 2023

TASA DE INTERÉS:

Serie A: 6.25%

Serie B: 6.75%

PAGO DE INTERESES: Semestral

PAGO DE CAPITAL: Semestral

REDENCIÓN ANTICIPADA: Permitida

GARANTÍAS: Recursos en el Fideicomiso de Garantías

USO DE LOS FONDOS: Refinanciamiento de deuda

"UNA CALIFICACIÓN DE RIESGO NO GARANTIZA EL REPAGO DE LA EMISIÓN."

Relación con medios: Elizabeth Fogerty, New York, Tel.: +1 212 908 0526, Email:
elizabeth.fogerty@thefitchgroup.com

Additional information is available on www.fitchratings.com

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTAN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/CENTRALAMERICA. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTAN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CODIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH 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 ESTA BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Metodología(s) Aplicada(s)

Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (pub. 02 Aug 2018)

Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (pub. 16 Apr 2019)

Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (pub. 06 Dec 2018)

Divulgación Adicional

Solicitation Status

Política de Endoso Regulatorio

ALL FITCH CREDIT RATINGS ARE SUBJECT TO CERTAIN LIMITATIONS AND DISCLAIMERS. PLEASE READ THESE LIMITATIONS AND DISCLAIMERS BY FOLLOWING THIS LINK: [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). IN ADDITION, RATING DEFINITIONS AND THE TERMS OF USE OF SUCH RATINGS ARE AVAILABLE ON THE AGENCY'S PUBLIC WEB SITE AT WWW.FITCHRATINGS.COM. PUBLISHED RATINGS, CRITERIA, AND METHODOLOGIES

ARE AVAILABLE FROM THIS SITE AT ALL TIMES. FITCH'S CODE OF CONDUCT, CONFIDENTIALITY, CONFLICTS OF INTEREST, AFFILIATE FIREWALL, COMPLIANCE, AND OTHER RELEVANT POLICIES AND PROCEDURES ARE ALSO AVAILABLE FROM THE CODE OF CONDUCT SECTION OF THIS SITE. DIRECTORS AND SHAREHOLDERS RELEVANT INTERESTS ARE AVAILABLE AT [HTTPS://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/REGULATORY](https://www.fitchratings.com/site/regulatory). FITCH MAY HAVE PROVIDED ANOTHER PERMISSIBLE SERVICE TO THE RATED ENTITY OR ITS RELATED THIRD PARTIES. DETAILS OF THIS SERVICE FOR RATINGS FOR WHICH THE LEAD ANALYST IS BASED IN AN EU-REGISTERED ENTITY CAN BE FOUND ON THE ENTITY SUMMARY PAGE FOR THIS ISSUER ON THE FITCH WEBSITE.

Copyright © 2019 by Fitch Ratings, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. 33 Whitehall Street, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. In issuing and maintaining its ratings and in making other reports (including forecast information), Fitch relies on factual information it receives from issuers and underwriters and from other sources Fitch believes to be credible. Fitch conducts a reasonable investigation of the factual information relied upon by it in accordance with its ratings methodology, and obtains reasonable verification of that information from independent sources, to the extent such sources are available for a given security or in a given jurisdiction. The manner of Fitch's factual investigation and the scope of the third-party verification it obtains will vary depending on the nature of the rated security and its issuer, the requirements and practices in the jurisdiction in which the rated security is offered and sold and/or the issuer is located, the availability and nature of relevant public information, access to the management of the issuer and its advisers, the availability of pre-existing third-party verifications such as audit reports, agreed-upon procedures letters, appraisals, actuarial reports, engineering reports, legal opinions and other reports provided by third parties, the availability of independent and competent third-party verification sources with respect to the particular security or in the particular jurisdiction of the issuer, and a variety of other factors. Users of Fitch's ratings and reports should understand that neither an enhanced factual investigation nor any third-party verification can ensure that all of the information Fitch relies on in connection with a rating or a report will be accurate and complete. Ultimately, the issuer and its advisers are responsible for the accuracy of the information they provide to Fitch and to the market in offering documents and other reports. In issuing its ratings and its reports, Fitch must rely on the work of experts, including independent auditors with respect to financial statements and attorneys with respect to legal and tax matters. Further, ratings and forecasts of financial and other information are inherently forward-looking and embody assumptions and predictions about future events that by their nature cannot be verified as facts. As a result, despite any verification of current facts, ratings and forecasts can be affected by future events or conditions that were not anticipated at the time a rating or forecast was issued or affirmed.

The information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind, and Fitch does not represent or warrant that the report or any of its contents will meet any of the requirements of a recipient of the report. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. This opinion and reports made by Fitch are based on established criteria and methodologies that Fitch is continuously evaluating and updating. Therefore, ratings and reports are the collective work product of Fitch and no individual, or group of individuals, is solely responsible for a rating or a report. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. All Fitch reports have shared authorship. Individuals identified in a Fitch report were involved in, but are not solely responsible for, the opinions stated therein. The individuals are named for contact purposes only. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed or withdrawn at any time for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate

all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of the United Kingdom, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.

For Australia, New Zealand, Taiwan and South Korea only: Fitch Australia Pty Ltd holds an Australian financial services license (AFS license no. 337123) which authorizes it to provide credit ratings to wholesale clients only. Credit ratings information published by Fitch is not intended to be used by persons who are retail clients within the meaning of the Corporations Act 2001

Fitch Ratings, Inc. is registered with the U.S. Securities and Exchange Commission as a Nationally Recognized Statistical Rating Organization (the "NRSRO"). While certain of the NRSRO's credit rating subsidiaries are listed on Item 3 of Form NRSRO and as such are authorized to issue credit ratings on behalf of the NRSRO (see <https://www.fitchratings.com/site/regulatory>), other credit rating subsidiaries are not listed on Form NRSRO (the "non-NRSROs") and therefore credit ratings issued by those subsidiaries are not issued on behalf of the NRSRO. However, non-NRSRO personnel may participate in determining credit ratings issued by or on behalf of the NRSRO.

SOLICITATION STATUS

The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

Endorsement Policy

Fitch's approach to ratings endorsement so that ratings produced outside the EU may be used by regulated entities within the EU for regulatory purposes, pursuant to the terms of the EU Regulation with respect to credit rating agencies, can be found on the EU Regulatory Disclosures page. The endorsement status of all International ratings is provided within the entity summary page for each rated entity and in the transaction detail pages for all structured finance transactions on the Fitch website. These disclosures are updated on a daily basis.

Fitch Updates Terms of Use & Privacy Policy

We have updated our Terms of Use and Privacy Policies which cover all of Fitch Group's websites. Learn more.