

AES Changuinola S.R.L. (/gws/en/esp/issr/91848102)



Fitch Asigna Observación Negativa a AES Changuinola y Afirma Calificación en 'A+(pan)'

Fitch Ratings-San Salvador-27 October 2017: Fitch Ratings - San José - (Octubre 27, 2017): Fitch Ratings asignó Observación Negativa a AES Changuinola S.R.L. (AESC). Afirmó la calificación nacional de largo plazo en 'A+(pan)'. Al mismo tiempo, afirmó la calificación de los Bonos por USD470 millones en 'A+(pan)'. Las acciones de calificación se enlistan al final de este comunicado.

La asignación de la Observación Negativa obedece al daño en el túnel principal de la central hidroeléctrica de Changuinola, lo cual obligará al cese de operaciones por un período estimado de 10 meses, comprendidos entre enero y octubre de 2019. De acuerdo con el equipo de expertos técnicos, la intervención no debe ser inmediata. Fitch opina que existe un riesgo operativo en cuanto a esta situación a la cual se le dará seguimiento. La incertidumbre generada por el cese de operaciones sopesa sobre cuatro variables específicas: 1) la cobertura de la póliza de seguros y su aplicabilidad; 2) obtención del consent waiver requerido por parte de los tenedores del bono en el 2019-2020 debido al no cumplimiento del ratio de cobertura de deuda (5.5 veces, x, máximo); 3) el contrato en firme con AES Panamá, el cual requerirá de una enmienda, y 4) la materialización de las implicaciones por arbitraje que serán tomadas en contra del consorcio EPC, responsable de la construcción del túnel.

FACTORES CLAVE DE LA CALIFICACIÓN

Interrupción del Negocio:

AES Changuinola S.R.L (AESC) detectó pérdidas de agua en secciones específicas en el túnel principal de alimentación de la central hidroeléctrica de Changuinola, lo cual obligará al cese de operaciones por un período de 10 meses, comprendidos entre enero y octubre de 2019. A criterio de Fitch esto implica la existencia de un riesgo operativo, al cual se le dará seguimiento. Las estimaciones del costo de la reparación están en proceso. Fitch mantendrá vigilancia sobre la evolución de estos parámetros. La Central está cubierta por una póliza de seguro colocada en el mercado internacional y respaldada localmente, que cubre pérdidas de interrupción de negocios de hasta USD148 millones, y daños a la propiedad como resultado de eventos imprevistos e incontables de hasta USD810 millones.

AES Changuinola mantiene un contrato de reserva (físico) con AES Panamá de 175MW de capacidad y energía hasta 2030. Bajo el contrato, Changuinola vende capacidad firme y toda la producción de energía durante 2019 a un precio de USD5 kW-mo y USD77/MWh, respectivamente.. La Gerencia Administrativa está trabajando en realizar una enmienda al contrato de manera que sea limitado a la capacidad firme garantizada por la mini-hidroeléctrica de Changuinola (que no se verá afectada), con la intención de limitar pérdidas potenciales de negocios.

Asimismo, un consent waiver será requerido por parte de los tenedores del bono en el 2019 y 2020 debido al no cumplimiento del ratio de cobertura de deuda (5.5x máximo).

Indicador de Apalancamiento Moderado:

El indicador de apalancamiento medido como deuda total a EBITDA se ubicó en 4.7x según cifras de los UDM a junio de 2017. Fitch proyecta un apalancamiento de alrededor de 5.3x para 2017 y 2018. No obstante, un escenario de hidrología baja y de apalancamiento mayor a 6.0x podría provocar una acción de calificación negativa.

La deuda comprende la emisión de bonos por USD420 millones (Tramo A: USD200 millones, pago de principal a 10 años amortizable, Tramo B: USD220 millones, pago de principal al vencimiento en 10 años). El calendario de pagos del tramo A considera una amortización de 2.5% del capital por semestre durante los primeros 3 años, y de 5% por semestre a partir de 2017.

Las condiciones de los bonos contemplan una carta de crédito por USD23 millones que respalda el servicio de la deuda por seis meses de los pagos de capital e intereses (los pagos se efectúan cada 25 de junio y diciembre), prenda sobre 80% de las acciones emitidas y en circulación de la compañía, así como restricciones para gravar o disponer activos (negative pledge) de AES Changuinola.

El acceso a líneas bancarias no comprometidas por USD20 millones mitiga la necesidad de recursos para capital de trabajo u otra eventualidad, en caso de requerirse. El flujo de caja de la compañía se beneficia de niveles relativamente bajos de capex, los cuales representan una proporción menor a 5% de los ingresos totales por año.

Posición Competitiva de Despacho:

La generación de capacidad de flujo caja de la compañía depende de las condiciones de hidrología, asociadas con el PPA de reserva con AES Panamá. Así, los ingresos de AES Changuinola dependen de la energía generada. Según cifras de los últimos 12 meses (UDM) a junio de 2017, el EBITDA fue de USD74.4 millones comparado con el cierre 2016 USD69 millones. El nivel de EBITDA proyectado, sirviendo un PPA de tipo físico y según las condiciones promedio de hidrología, se ubicaría alrededor de USD70 millones para 2017 y 2018.

Ante la interrupción del negocio, el Flujo de Fondos Libre (FFL) sería positivo para los años proyectados exceptuando 2019, ante los requerimientos de capex y afectaciones al capital de trabajo dada su relación comercial y operativa con su única contraparte.

Exposición al Riesgo Regulatorio:

Las calificaciones de la compañía también reflejan su exposición al riesgo de regulatorio. Históricamente, las empresas de generación en Panamá se caracterizaban por ser negocios competitivos no regulados libres de aplicar sus propias estrategias comerciales. En los últimos años, el aumento en precios de la energía ha resultado en la intervención del gobierno para reducir el impacto de precios altos de energía para el usuario final.

RESUMEN DE DERIVACIÓN DE LAS CALIFICACIONES

La revisión de la Perspectiva de Estable a Negativa, refleja el efecto de la interrupción de operaciones prevista para el período comprendido entre enero y octubre de 2019, donde la compañía deberá negociar un consent waiver respecto al límite máximo de la razón cobertura Deuda a EBITDA (5.5x) para el período 2019-2020, la cual de acuerdo con estimaciones de la compañía estará entre 5.8x y 9.0x. Asimismo, AESC está trabajando en realizar una enmienda al contrato con AES Panamá, S.R.L, de manera que sea limitado a la capacidad firme garantizada por la mini-hidroeléctrica de Changuinola (que no se afectará).

AESC presenta un apalancamiento moderado (4.1x) comparado con el de sus pares (3.4x, 'AA+(pan)'/Estable) y Grupo Melo (3.9x, 'A+(pan)'/Estable), comparando positivamente en términos de márgenes de EBITDAR de 74% versus el promedio de los pares de 32%. La compañía se beneficia de sus activos de generación hidroeléctrica de bajo costo, un perfil comparable al de Panama Power Holding ('BBB+(pan)'/Estable), pero ésta última con un apalancamiento mayor (8.1x).

Las calificaciones de AES Changuinola (AESC) están restringidas por su concentración de activos dado que la generación de energía depende de dos unidades y una minihidro, localizadas en la misma zona geográfica, lo cual expone a la compañía al riesgo hidrológico así como a eventos inesperados de desabasto. Además, la región posee una restricción en la transmisión de energía lo cual limita la capacidad de despacho de la compañía; lo cual solo representa una limitación operativa dado que AES Panamá deberá compensar cualquier interrupción del negocio relacionada con fallas en la línea de transmisión debido a que este último ha sido cubierto por la agencia estatal responsable por la transmisión - Empresa Eléctrica de Transmisión S.A.- ETESA.

SUPUESTOS CLAVE

- cese de operaciones entre enero y noviembre 2019;
- recuperación del parcial por seguro Interrupción del Negocio;
- se estima un costo de reparación significativo;
- se alcanza consent waiver que será requerido por parte de los tenedores del bono en el 2019 y 2020 debido al no cumplimiento del ratio de cobertura de deuda (5.5x máximo);
- crecimiento modesto de ingresos para 2017y 2018, promedio de 2%, mostrando una caída de 90% en 2019 reflejando la Interrupción de Negocio;
- márgenes de EBITDA promedio para 2017, 2018 y 2010 de 73%, 58% para 2019.

SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN

Eventos que podrían influir en la calificación, a futuro, o que podrían derivar en una acción de calificación positiva:

- un apalancamiento menor que resulte del fortalecimiento del EBITDA, gracias a un aumento en la hidrología que permita incrementar la generación de electricidad;
- un perfil sólido de liquidez.

Eventos que podrían influir en la calificación, a futuro, o que podrían derivar en una acción de calificación negativa:

- no aprobación del consent waiver;
- retraso en la reparación de la fuga que implique mayor tiempo del estimado de cese de operaciones;
- el deterioro de la calidad crediticia de AES Panamá;
- aumento significativo y sostenido en el nivel de apalancamiento medido como deuda sobre EBITDA por encima del rango 6x;
- una intervención regulatoria o política mayor que afecte adversamente el rendimiento financiero de la empresa;

- un deterioro de las condiciones macroeconómicas en Panamá que resulten en un consumo menor de energía.

LIQUIDEZ

Liquidez Adecuada:

AESC posee caja disponible de USD30.6 millones a junio de 2017, con líneas de crédito no comprometidas por USD20 millones, lo cual mitiga la necesidad de recursos para capital de trabajo u otra eventualidad, en caso de requerirse. El flujo de caja de la compañía se beneficia de requerimientos relativamente bajos de inversión en capital, que representan una proporción menor a 5% de los ingresos totales por año.

La deuda comprende la emisión de bonos por USD420 millones (Tramo A: USD200 millones, pago de principal a 10 años amortizable, Tramo B: USD220 millones, pago de principal al vencimiento en 10 años). El calendario de pagos del tramo A considera una amortización de 2.5% del capital por semestre durante los primeros 3 años, y de 5% por semestre a partir de 2017.

Listado de calificaciones

AES Changuinola S.R.L.- Emisor 'A+(pan)', Observación Negativa;
- Calificación de Bonos 'A+(pan)', Observación Negativa

Contactos Fitch Ratings:

Erick Pastrana (Analista Líder)

Director Asociado

+506 2296 94 54

Fitch Costa Rica Calificadora de Riesgo S.A.

Edificio Fomento Urbano San José, Costa Rica

Allan Lewis (Analista Secundario)

Director Asociado

+506 2296 94 54

Lucas Aristizábal (Presidente del Comité de Calificación)

Director Sénior

+1 312 368 3260

Relación con medios: Elizabeth Fogerty, Nueva York. Tel: +1 (212) 908 0526.

E-mail: elizabeth.fogerty@fitchratings.com

La calificación señalada fue solicitada por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

Ajuste a Estados Financieros:

Los activos intangibles, impuestos diferidos, otros activos diferidos y los intereses de capital en negocios de seguros afiliados se dedujeron del capital fundamental según Fitch debido a que la agencia considera que no son activos de absorción de pérdidas.

Información adicional disponible en www.fitchcentroamerica.com o www.fitchratings.com.

Metodología aplicada:

- Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas. (Septiembre 14, 2017).

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.FITCHCENTROAMERICA.COM. 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.

Applicable Criteria

Corporate Rating Criteria (pub. 07 Aug 2017) (<https://www.fitchratings.com/site/re/901296>)

National Scale Ratings Criteria (pub. 07 Mar 2017) (<https://www.fitchratings.com/site/re/895106>)

Parent and Subsidiary Rating Linkage (pub. 31 Aug 2016) (<https://www.fitchratings.com/site/re/886557>)

Additional Disclosures

Solicitation Status (<https://www.fitchratings.com/site/pr/1031438#solicitation>)

Endorsement Policy (<https://www.fitchratings.com/regulatory>)

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)

(<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

(<https://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) (<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 © 2017 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

Solicitation Status

Fitch Ratings was paid to determine each credit rating announced in this Rating Action Commentary (RAC) by the obligator being rated or the issuer, underwriter, depositor, or sponsor of the security or money market instrument being rated, except for the following:

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 (<https://www.fitchratings.com/regulatory>) 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.