

Fitch Afirma las Calificaciones de AES Changuinola, S.R.L. en A+(pan); Revisa la Perspectiva a Negativa

Fitch Ratings - San José - (Octubre 31, 2014): Fitch Ratings afirmó la calificación nacional de largo plazo de AES Changuinola S.R.L. (AES Changuinola) en 'A+(pan)' y revisó la Perspectiva de la calificación nacional de largo plazo a Negativa desde Estable. Además, Fitch afirmó la calificación de los Bonos por USD470 millones en 'A+(pan)'.

La revisión de la Perspectiva a Negativa refleja el deterioro del perfil financiero de su única contraparte, AES Panamá S.R.L. (AES Panamá), calificado por Fitch 'BB+' en escala internacional, Perspectiva Negativa, debido a una exposición mayor de éste a compras de energía en el mercado ocasional por la hidrología baja, y el impacto posible del fenómeno del Niño que podría conllevar a un año más de una hidrología, anormalmente, baja durante 2015. También considera la presión sobre los indicadores de apalancamiento derivados de los niveles más bajos de EBITDA por una generación menor asociada a una hidrología inferior a lo esperado en Panamá para este año, así como las continuas restricciones de transmisión.

FACTORES CLAVE DE LA CALIFICACIÓN

Las calificaciones reflejan la posición competitiva de despacho de AES Changuinola y la relevancia de la operación de la empresa para suministrar la energía contratada por AES Panamá. Además consideran el perfil financiero caracterizado por flujos estables de caja, en función de la hidrología y provenientes de su única contraparte, mediante un contrato físico con precios fijos hasta 2022. Aunado a lo anterior, incorpora un nivel moderado de apalancamiento previsto en el mediano-largo plazo, y una ausencia de riesgo de tipo de cambio. Las calificaciones también reflejan la exposición de la compañía al riesgo hidrológico, el riesgo regulatorio y las condiciones macroeconómicas favorables.

Las calificaciones están limitadas por su concentración de activos de generación de energía, ubicados en la misma zona geográfica, que comprenden dos unidades y el mini-hidro; lo que expone a la empresa a riesgo hidrológico así como salidas de operación imprevistas por fallas técnicas. Además, las restricciones posibles de transmisión en el área de ubicación de la planta podrían limitar la capacidad de despachar la energía; esto sería una limitación operacional ya que AES Panamá debe compensar cualquier pérdida de beneficios causados por fallas en la línea de transmisión según éste último haya sido compensado por la entidad estatal encargada de la transmisión –Empresa Eléctrica de Transmisión S.A.- ETESA.

Posición Competitiva de Despacho:

AES Changuinola se beneficia de su costo bajo de generación hidroeléctrica dado que las centrales hidroeléctricas de pasada no tienen costo variable y siempre se despachan primero. La planta con una capacidad instalada de 223MW y capacidad firme de 175MW se ubica en Changuinola, provincia de Bocas del Toro en Panamá. La planta inició operaciones comerciales en noviembre de 2011. AES Changuinola representa 8% de la capacidad instalada en Panamá y junto con la capacidad de las plantas de AES Panamá (482MW) representaron 26% a septiembre de 2014.

Exposición al Riesgo Hidrológico:

La generación de capacidad de flujo caja de la compañía depende de las condiciones de hidrología. Según datos de ETESA, la generación acumulada de AES Changuinola entre enero y abril de 2014 fue 110.5GWh (enero a abril de 2013: 216.0GWh); lo que demuestra el impacto de una hidrología baja durante la temporada seca del presente año. La generación acumulada de AES Changuinola durante los nueve meses a septiembre de 2014 fue 548.8GWh (482.0GWh generado durante el mismo período de 2013). Hacia adelante, los niveles de hidrología dependerán primordialmente de las condiciones meteorológicas prevalecientes; entre ellas, el fenómeno conocido como 'El Niño'.

La ventaja principal de un contrato de tipo físico para AES Changuinola es no tener que comprar energía en el mercado ocasional, cuando no sea capaz de generarla; es decir, durante el verano o en períodos de baja hidrología. Sin embargo, la desventaja principal es no poder vender los excedentes, en caso de existir, en el mercado ocasional; puesto que toda la energía generada deberá venderse a AES Panamá al precio acordado.

Flujo Estable de Caja:

La hidrología baja durante este año, principalmente durante la estación seca, ha reducido la capacidad de generación de flujo de efectivo de la empresa. Éste depende de las condiciones hidrológicas, asociado con su único acuerdo de compra de energía (PPA, por sus siglas en inglés) de reserva con AES Panamá. Este contrato es de tipo físico a partir de enero de 2014, lo que implica que los ingresos de AES Changuinola dependen de la energía generada.

Según cifras de los últimos 12 meses (UDM) a junio de 2014, el EBITDA fue de USD42 millones, éste considera las cifras del segundo semestre 2013 cuando estuvo vigente el contrato PPA tanto bajo condiciones de contrato financiero como físico. El nivel de EBITDA proyectado para 2014, sirviendo un PPA de tipo físico durante todo el año, y según las condiciones actuales de hidrología, se ubicaría alrededor de USD60 millones.

Indicador de Apalancamiento Presionado:

El indicador de apalancamiento medido como deuda total a EBITDA se ubicó en 9.8x según cifras de los UDM a junio de 2014, que comprende EBITDA generado en virtud de condiciones, tanto del contrato financiero durante el segundo semestre de 2013, como físico durante 2014. El apalancamiento a finales de año 2014 será de alrededor de 6.5x-7.0x considerando un año completo bajo los términos del contrato físico; indicador que se ubica por arriba de las previsiones de Fitch de alrededor de 5.5x, debido a una menor hidrología a la estimada para el año 2014. Este indicador podría seguir bajo presión si las condiciones hidrológicas adversas se mantienen durante el primer semestre de 2015.

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. El servicio de la deuda es de aproximadamente USD18.7 millones por semestre.

Las condiciones de los bonos consideran una cuenta de reserva para el servicio de la deuda por seis meses de los pagos de capital e intereses (alrededor de USD18.8 millones), 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. Al día de hoy, la cuenta de reserva está vigente y mantiene el saldo requerido para el siguiente pago semestral (los pagos se efectúan cada 25 de junio y diciembre).

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.

Además, el pago de dividendos está sujeto al cumplimiento de covenants establecidos, que comprenden: cobertura del servicio de la deuda de 1.2x a partir del primer año de emisión de los bonos, que la cuenta de reserva de servicio de deuda mantenga los fondos depositados y disponibles para el próximo pago de interés y capital, así como el cumplimiento de indicador deuda a EBITDA según fue calendarizado. Este último fue establecido en un apalancamiento menor a 6.0x entre el 31 de diciembre de 2014 y 31 de diciembre de 2015, el cual no podrá ser cumplido dada la menor generación de EBITDA.

Reducción de Caja por Pago de Litigio:

En julio de 2014 se llegó a un acuerdo para dar por terminado el proceso arbitraje iniciado por el Consorcio, conformado por Alstom Brasil Energia e Transportes Ltda., MT Hojgaard A/S, Changuinola Civil Works Joint Venture Inc. y Alstom Panamá, contra AES Changuinola. El pago se efectuó en julio de 2014 por un monto aproximado a lo revelado por la Compañía en sus estados financieros, como parte de sus compromisos y contingencias por las enmiendas y compromisos del contrato.

La exigibilidad de pagos pendientes con el Consorcio en julio de 2014 producto del acuerdo de litigio, conllevó a un requerimiento de caja de AES Changuinola que limita la flexibilidad financiera de ésta al reducir el efectivo disponible para requerimientos varios de operación. Al 30 de junio de 2014 el saldo en caja fue de USD30.7 millones y el saldo en caja de efectivo restringido para servicio de la deuda fue de USD18.8 millones.

Fitch considera que a pesar que los requerimientos de caja para operación son manejables relativamente y que AES Changuinola no tuvo que acceder a líneas bancarias para el pago del litigio, la hidrología baja

reduce la capacidad de generación de efectivo de la Compañía lo cual, aunado al pago por el litigio, limita su flexibilidad financiera.

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. Durante los años recientes, el aumento en precios de la energía ha resultado en un incremento en la intervención del Gobierno para reducir el impacto de precios altos de energía para el usuario final.

SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN

- Las calificaciones podrían verse afectadas negativamente por cualquier combinación de los siguientes factores: aumento significativo y sostenido en el nivel de apalancamiento medido como deuda / EBITDA por encima del rango 6x, eventos operacionales que impidan el suministro de energía, resultados negativos asociados a litigios que afecten la liquidez, una intervención regulatoria o política mayor que afecte adversamente el rendimiento financiero de la empresa y un deterioro de las condiciones macroeconómicas en Panamá que resulten en menor consumo de energía. El deterioro de la calidad crediticia de AES Panamá.

- La Perspectiva de las calificaciones podría ser revisada a Estable en caso de una estabilización de las operaciones y flujo de caja de la compañía que resulte en niveles de apalancamiento de 5.5x, en conjunto con un perfil sólido de liquidez.

Contactos Fitch Ratings:

Vanessa Villalobos (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

Alberto Moreno (Presidente del Consejo)
Senior Director
+52 81 8399 9100

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

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas 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.

Más información disponible en www.fitchratings.com o www.fitchcentroamerica.com.

Metodología aplicada:

- Metodología de Calificación de Empresas No Financieras (Agosto 29, 2013).

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. 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.