

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



## Fitch Afirma las Calificaciones de AES Changuinola en 'A+(pan)', Perspectiva a Estable

Fitch Ratings-San Jose-27 October 2016: Fitch Ratings afirmó la calificación nacional de largo plazo de AES Changuinola S.R.L. (AES Changuinola) en 'A+(pan)', la Perspectiva de la calificación es Estable. Además, afirmó la calificación de los Bonos de la compañía por USD470 millones en 'A+(pan)'.

### FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

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 S.R.L. (AES Panamá) calificado por Fitch en 'AA-(pan)' con Perspectiva Estable. Además, consideran el perfil financiero caracterizado por flujos de efectivo estables, en un escenario de hidrología promedio. La generación de efectivo se beneficia de un contrato físico de venta de energía (PPA, por sus siglas en inglés) que fija los precios hasta el año 2022. Este contrato está asociado al acuerdo de compra de energía con AES Panamá, lo que a criterio de Fitch establece una relación sólida entre las partes.

La calificación incorpora además el nivel de apalancamiento moderado previsto en el mediano a largo plazo y la ausencia de riesgo de tipo de cambio. Las calificaciones también reflejan la exposición de la compañía al riesgo hidrológico y regulatorio, y a las condiciones macroeconómicas favorables.

Las calificaciones están limitadas por su concentración de activos de generación de energía ubicados en la misma zona geográfica. Lo anterior expone a la empresa a riesgo hidrológico y a salidas de operación imprevistas por fallas técnicas. Además, las restricciones posibles de transmisión en el área de los activos podrían limitar la capacidad de despachar la energía. Esta limitación sería de carácter operacional ya que AES Panamá deberá compensar cualquier pérdida de beneficios causados por fallas en la línea de transmisión.

#### 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 en primer lugar. 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 cerca de 7% de la capacidad instalada en Panamá y junto con la capacidad de las plantas de AES Panamá (554MW) representan aproximadamente 20%.

#### Exposición al Riesgo Hidrológico:

La generación de capacidad de flujo caja de la compañía depende de las condiciones de hidrología. Los pronósticos de hidrología para el segundo semestre 2016 son de lluvias más intensas que podrían alcanzar niveles cercanos a la hidrología promedio, misma que se espera se mantenga en los próximos años.

La ventaja principal de un contrato de tipo físico para AES Changuinola es que no tiene que comprar energía en el mercado ocasional cuando no sea capaz de generarla. Es decir, durante el verano o en períodos de hidrología baja. Sin embargo, la desventaja mayor es no poder vender en el mercado ocasional, cuando el precio esté por encima del precio del contrato. Lo anterior ya que toda la energía generada deberá venderse a AES Panamá al precio acordado.

#### Flujo de Efectivo Estable:

La generación de flujo de efectivo de la compañía depende de las condiciones de hidrología y al 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 2016, la energía producida fue de 902.2 GWh y el EBITDA fue de USD70.3 millones, ligeramente menor al del cierre 2015 USD75 millones. El EBITDA proyectado, sirviendo un PPA de tipo físico y según las condiciones de hidrología similar a la actual, sería de alrededor de USD70 millones a partir de 2016.

En estas condiciones el Flujo de Fondos Libre (FFL) sería positivo en los próximos años, beneficiado de bajos requerimientos de capex proyectados y de mínimas afectaciones al capital de trabajo dada su relación comercial y operativa con su única contraparte. Hacia adelante, se espera que el emisor distribuya dividendos de manera continua y mantenga un nivel de caja adecuado.

#### Indicador de Apalancamiento Moderado:

El indicador de apalancamiento medido como deuda total a EBITDA fue de 5.6 veces (x) según cifras de los últimos 12 meses (UDM) a junio de 2016. Fitch proyecta un apalancamiento de alrededor de 5.6x para 2016, y de 5.0x en adelante según las condiciones hidrológicas actuales. Un escenario de baja hidrología 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). Las condiciones de los bonos contempla una carta de crédito por USD18.4 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.

Además, el pago de dividendos está sujeto al cumplimiento de las condiciones financieras establecidas que comprenden: cobertura del servicio de la deuda de 1.2x a partir del primer año de emisión de los bonos, vigencia de una carta de crédito que asegure 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, inferior a 5.75x en 2016, e inferior a 5.5x en adelante. 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.

#### 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 resultó en la intervención del gobierno para reducir el impacto de los precios altos de la energía en el usuario final.

#### SUPUESTOS CLAVE

Los supuestos clave que empleó Fitch en las proyecciones del escenario base para el emisor son:

- AES Panamá es la única contraparte de AES Changuinola;
- el contrato se mantiene de tipo ffsico;
- la generación promedio de 1,070 GWh durante 2017 y 2018;
- declaración y pago de dividendos al cumplirse las condiciones financieras del apalancamiento y la cobertura del servicio de la deuda definido en la emisión de bonos a partir de 2015;
- ausencia de pagos extraordinarios derivados de contingencias legales.

#### SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

Las calificaciones podrían impactarse negativamente por cualquier combinación de los siguientes factores:

- el deterioro de la calidad crediticia de AES Panamá;
- aumento significativo y sostenido en el apalancamiento medido como deuda a EBITDA por encima de 6x;
- eventos operacionales que impidan el suministro de energía;
- una intervención regulatoria o política mayor que influya adversamente en el rendimiento financiero de la empresa;
- un deterioro de las condiciones macroeconómicas en Panamá que resulten en una reducción del consumo de energía.

Por el contrario, las calificaciones podrán ser revisadas positivamente por:

- un apalancamiento menor que resulte del fortalecimiento del EBITDA, en conjunto con reducciones significativas en el monto de la deuda;
- un perfil sólido de liquidez.

#### Contactos Fitch Ratings:

Allan Lewis (Analista Líder)  
Director Asociado  
+506 2296 94 54  
Fitch Costa Rica Calificadora de Riesgo S.A.  
Edificio Fomento Urbano  
San José, Costa Rica

Alberto De Los Santos (Analista Secundario)  
Director Asociado  
+52 81 8399 9100

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](http://www.fitchratings.com) o [www.fitchcentroamerica.com](http://www.fitchcentroamerica.com).

Metodología aplicada:

- Metodología de Calificación de Empresas No Financieras (Diciembre 19, 2014).

Media Relations: Elizabeth Fogerty, New York, Tel: +1 (212) 908 0526, Email: [elizabeth.fogerty@fitchratings.com](mailto:elizabeth.fogerty@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](http://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](http://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**

Metodología de Calificación de Empresas no Financieras (pub. 19 Dec 2014) (<https://www.fitchratings.com/site/re/844890>)

#### **Additional Disclosures**

Solicitation Status ([https://www.fitchratings.com/gws/en/disclosure/solicitation?pr\\_id=1013863](https://www.fitchratings.com/gws/en/disclosure/solicitation?pr_id=1013863))

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](http://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. 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 © 2016 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

**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.