

Fitch baja a 'BBB(arg)' los VRD a emitir por el Fideicomiso Financiero Loma Blanca Serie II

29 de octubre de 2013

Fitch bajo la calificación a 'BBB(arg)' con perspectiva Estable desde 'BBB+(arg)' con perspectiva Estable los Valores Representativos de Deuda (VRD) Serie A y Serie B por montos de hasta US\$ 28.000.000 y US\$ 80.000.000 respectivamente, a ser emitidos por el Fideicomiso Financiero Loma Blanca Serie II (el fideicomiso). Los fondos provenientes de la colocación de los títulos -neto de gastos, impuestos, constitución de fondos líquidos- será transferido por Nación Fideicomisos S.A. (el Fiduciario) a Isolux Ingeniería S.A. e Isolux Corsan Argentina S.A. (los Fiduciantes), siguiendo un determinado plan de desembolso de fondos, con el objetivo de construir, operar, y obtener la habilitación comercial del Parque Eólico Loma Blanca II (el proyecto). Factores relevantes de la calificación Acción de calificación: la baja de calificación obedece al deterioro en los ratios de cobertura generados por el incremento de los spread asociados a la tasa variable LIBOR, de acuerdo al Contrato de Fideicomiso Loma Blanca Serie II de Septiembre de 2013, y al Prospecto de Emisión de Valores Representativos de Deuda Bajo el Fideicomiso Financiero "Loma Blanca Serie II" de Octubre de 2013, respecto de la documentación recibida por Fitch para la elaboración del Informe Integral de Mayo de 2013; Póliza de Caución Global: PELB II pretende contratar, antes de la fecha de emisión, con Aseguradores de Cauciones S.A. Compañía de Seguros (Entidad no calificada por Fitch), Póliza de Caución Global en favor del Fiduciario para garantizar el cumplimiento de la puesta en marcha y habilitación comercial del proyecto, de acuerdo a los términos establecidos por ENARSA, por un monto total de hasta USD 108 millones. A pesar de estar denominada en dólares, los montos serán pagados en pesos de acuerdo a la tasa de cambio correspondiente a la Comunicación "A" 3500 del Banco Central de la República Argentina vigente al día anterior a la del día en que se haga efectivo el pago. Esta se hará efectiva en el caso que haya transcurrido el plazo de 24 meses contados a partir de la Fecha de Emisión de los VRD sin que se haya obtenido la habilitación comercial. Esta Póliza no tiene impacto en la calificación otorgada a la transacción; Riesgo de construcción moderado: La construcción del proyecto será ejecutada por contratistas experimentados en la construcción de proyectos de escala similar, en la misma región, y con presupuestos y cronogramas de obra similares. El plazo establecido por ENARSA para completar y poner en marcha el proyecto es de 21 meses; mientras que el cronograma de obras proyectado por PELB II es de 16 meses. Este cronograma es considerado loggable, de acuerdo al ingeniero independiente, dados los requerimientos técnicos del proyecto y su nivel de complejidad. En caso de incumplimiento por parte de PELB II para alcanzar la habilitación comercial con base en los términos contractuales pactados con ENARSA, la póliza de caución global se hará efectiva de acuerdo a las condiciones de la misma. De acuerdo al ingeniero independiente, la probabilidad de retraso de obras dos meses por encima de lo proyectado por PELB II es remota, y de 3 meses es demasiado baja. El esquema de contratos llave en mano a suma alzada, la familiaridad de los contratistas con el tipo de proyecto, y la póliza de caución global a ser suministrada por PELB II, ayudan mitigar este riesgo; Apropiado esquema contractual para fase operativa: El proyecto tiene firmado con ICASA, el contratista para la construcción del parque y para la operación y mantenimiento (O&M), un contrato de operación y mantenimiento de suma alzada por diez años para operar el proyecto. El acuerdo de O&M transfiere la exposición del proyecto frente a posible sobrecostos al contratista, y asegura un mantenimiento integral programado y no programado con un operador con experiencia para preservar los equipos en condiciones óptimas utilizando tecnología probada; Riesgo de suministro: Las estimaciones de viento fueron desarrolladas por firmas consultoras experimentadas, convergiendo en estimaciones de viento calculadas para el proyecto Loma Blanca I. Dichas estimaciones están respaldadas por datos históricos

de cuatro años, y datos actuales recientes en la región de Chubut; Proyecciones de ingresos adecuadas: Parque Eólico Loma Blanca II (PELB II) cuenta con un contrato de suministro de energía (PPA) con Energía Argentina SA (ENARSA) mediante el cual se garantiza la venta completa de la energía producida a un precio predeterminado, vinculado al dólar, por un período de 15 años (prorrogable hasta 1,5 años adicionales a discreción de ENARSA) o hasta que 2.61 millones de mega watts por hora (MWh) hayan sido comprados al proyecto. El contrato de suministro cuenta con una alta prioridad de pago por parte de la Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico SA (CAMMESA), que a su vez está parcialmente respaldado por el fondo nacional para proyectos de energía renovable, y con el apoyo adicional de una garantía financiera parcial brindada por la Corporación Andina de Fomento (CAF) –con calificación de ‘AA-’ por Fitch. La garantía financiera asegura el pago puntual de las obligaciones de ENARSA hacia el proyecto por un monto de hasta USD15.3 millones (aproximadamente 14% de la deuda calificada) durante un lapso de 12 años; Características estructurales débiles: Las notas contarán con una amortización tipo pass-through (turbo), donde solo el pago de interés es calendarizado y el flujo de caja remanente se utiliza para el repago del principal. Las notas estarán estructuradas con disposiciones de incumplimiento cruzado, y tasa de interés variable. La estructura incluye seis meses de reserva para el servicio de deuda (DSRA), la cual será fondeada completamente de los procedentes de la emisión, y para el pago de intereses solamente. El vencimiento de la deuda está proyectado para el año 2024, 5 años antes del vencimiento del contrato de suministro con ENARSA, bajo el Escenario Base de Fitch, el cual contempla un escenario P(50), y reducciones por concepto de disponibilidad, efecto estela, otras interrupciones técnicas, y reducciones adicionales asociadas a problemas de confiabilidad no vinculados a la garantía de disponibilidad asumida por Vestas. Estos descuentos son mayores a los propuestos por el Ingeniero Independiente en su informe técnico. Bajo el Escenario de Calificación de Fitch, el cual contempla un escenario P(90) y las mismas reducciones anteriores, la deuda se repaga en el año 2028 un año antes del vencimiento del contrato de suministro con ENARSA. Estos descuentos son mayores a los propuestos por el Ingeniero Independiente en su informe técnico; Endeudamiento significativo: El nivel de endeudamiento de PELB II, tomando en cuenta el tamaño del proyecto, es considerado alto, con 80% de deuda en su estructura capital. Bajo el Caso Base de Fitch, la deuda se estima sea completamente repagada en el año 2024 con una razón de cobertura de la vida de la deuda (LLCR) en 2015 de 1.15x veces y promedio de 1,67x veces, y creciente a lo largo del tiempo en el tiempo. Bajo el Caso de Calificación de Fitch, la deuda es repagada en el período de madurez legal (2028), obteniendo un LLCR de 1,01x en el 2015, y promedio de 1,12x, y creciente a lo largo del tiempo. La calificación es consistente con proyectos que emplean estructuras de deuda y coberturas de deuda similares. Los Escenarios Base y de Calificación de Fitch, incluyen descuentos mayores a los propuestos por el Ingeniero Independiente en su informe técnico. Sensibilidades de la calificación Atrasos en la etapa de construcción que rebasen 3 meses la fecha establecida por ENARSA podrían agotar las provisiones de liquidez poniendo en riesgo la generación de ingresos del proyecto bajo los términos del contrato de suministro de energía; Controles de cambio más estrictos en Argentina que puedan desacelerar la importación de equipos críticos, y atrasen por más de dos meses el plazo de construcción; Producción de Energía consistentemente debajo de la generación estimada bajo el escenario P(90), que resulte en un LLCR menor a 1.10x. Resumen de la Transacción Las calificaciones asignadas a los VRD se sustentan por el flujo de fondos proveniente de las Obligaciones Negociables Garantizadas (ONG) emitidas por Parque Eólico Loma Blanca II (PELB II) cuyo repago recae en el flujo de fondos a generar por el proyecto. La probabilidad de incumplimiento de los VRD se basa en la existencia de un patrocinador con experiencia, el uso de tecnología probada en la industria, la existencia de un contrato de compra de energía, la existencia de una garantía parcial de la CAF respecto a las obligaciones de pago de ENARSA, un cronograma de ejecución de obra moderado, elevado nivel de endeudamiento y ratios de cobertura conmensurados con la categoría de la calificación. Las ONG se encuentran garantizadas por: i) los Derechos bajo el Contrato de Abastecimiento (previamente cedidos por ENARSA a PELB II); ii) los Derechos bajo el Contrato de Suministro de energía eléctrica del parque

eolico LOMA BLANCA II; iii) la posición de PELB II como beneficiario del Fideicomiso en Garantía "Energías Renovables"; y iv) la garantía parcial de la CAF sobre las obligaciones de ENARSA para con PELB II. Adicionalmente, los compromisos de CAMMESA y de ENARSA bajo la licitación de los proyectos de energías renovables -en los que se incluye el proyecto - están garantizados por un fideicomiso de garantía, donde estas compañías actúan como fiduciarios y el Banco de Inversión y Comercio Exterior S.A. (BICE) actuando como el fiduciario. El proyecto Loma Blanca comprende la construcción en etapas de un parque eólico en Trelew, Provincia de Chubut, Argentina, comenzando por la construcción y puesta en marcha del parque eólico Loma Blanca II compuesto de 17 aerogeneradores de 3.0 MW cada uno (51 MW en total), cuyo financiamiento parcial será obtenido a través de la emisión de los VRD sujetos de la presente calificación. El informe completo podrá ser consultado en nuestra página web: www.fitchratings.com.ar. Informes Relacionados: ? Manual de procedimientos de Calificación de Finanzas estructuradas" registrado ante Comisión Nacional de Valores. ? "Future Flow Securitization Rating Criteria" (Criterio de Calificación de Securitizaciones de Flujos Futuros), Junio 19, 2012. ? "Rating Criteria for Onshore Wind Farms Debt Instruments" (Metodología de Calificación de Parques Eólicos). Abril 11, 2013. ? "Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance" (Metodología de Calificación para Infraestructura y Proyectos de Inversión) de Julio 12, 2012. Nota: Dado que no se ha producido aún la emisión, la calificación otorgada se basa en la documentación e información presentada por el emisor y sus asesores, y queda sujeta a la recepción de la documentación definitiva al cierre de la operación. Contactos: Analista Principal Ivan Garcia Director +56 2 24993329 ivan.garcia@fitchratings.com Analista Secundario Eduardo D'orazio Senior Director +54 11 5235 8145 eduardo.dorazio@fitchratings.com