

Fitch confirma 'BBB(arg)' a los VRD de Loma Blanca Serie I; Estable

20 de agosto de 2013

Fitch confirmó la calificación 'BBB(arg)' con perspectiva 'Estable' a los Valores Representativos de Deuda (VRDs) Clase A por VN \$ 128.308.803 y a los VRD Clase B por VN US\$ 73.110.000, emitidos el 29.12.2011 bajo el Fideicomiso Financiero Loma Blanca Serie I ('el Fideicomiso'). Factores relevantes de la calificación --MODERADO RIESGO OPERATIVO: Se cuenta con un contrato de operación y mantenimiento (O&M) a suma-alzada con Isolux Corsan Argentina, S.A. (ICASA) con vigencia de cinco años. Este contrato transfiere a ICASA el riesgo de aumento de costos, asegurando que se ejecute un mantenimiento programado y no programado para preservar los equipos con tecnología probada. La vigencia de este contrato no concuerda con el vencimiento de los VRDs, lo que aumenta el riesgo de calidad y costo asociado con el reemplazo de un nuevo operador. --RIESGO DE RECURSOS: El proyecto basa sus proyecciones en estimaciones razonables de recursos eólicos soportadas por una colección de evaluaciones realizadas en los últimos años por firmas calificadas de consultoría regionales, aunque dentro de un marco de tiempo limitado. Las proyecciones de recursos eólicos convergen con datos históricos de los últimos cuatro años y registros reales de viento en la región de Chubut. --ADECUADAS PROYECCIONES DE INGRESOS: Se cuenta con un contrato de compra de energía (PPA por sus siglas en inglés) con Energía Argentina, S.A. (ENARSA), quien adquirirá toda la energía producida a un precio determinado y vinculado al dólar, por un periodo de quince años o hasta que se adquieran 2,58 millones de megavatio-hora (MWh). El PPA cuenta con una alta prioridad de pago por parte de Compañía Administradora del Mercado Mayorista Eléctrico, S.A. (CAMMESA), está parcialmente protegido con un fondo federal y respaldado con una garantía parcial de la Corporación Andina de Fomento (CAF), calificada 'A+' con Perspectiva Estable por Fitch. --DEBILES CARACTERISTICAS ESTRUCTURALES: Los VRD seguirán un esquema de amortización 'pass-through' (turbo), en donde el pago de intereses es programado a tasa de interés variable y el flujo excedente se usa para amortizar la deuda. Existen disposiciones de incumplimiento cruzado, no así pruebas de distribución de dividendos. La estructura incluye una cuenta de reserva para el servicio de deuda para cubrir seis meses de interés únicamente. La deuda vence en 2026, dos años antes que el PPA. --ELEVADO ENDEUDAMIENTO: Se estima que el endeudamiento del proyecto es significativo, con una estructura capital compuesta en 81,5% por deuda. En el caso base de Fitch, la deuda se amortiza por completo en 2024, con una razón de cobertura de la vida de la deuda (LLCR) de 1.16 veces (x) en 2013. Bajo el escenario P(90), la deuda se amortiza en 2026 con un LLCR inicial de 1.08x, que aumenta gradualmente a través de los años. La calificación asignada es consistente con otros proyectos con estructuras de deuda y perfiles de cobertura similares. --RIESGO REGULATORIO: Los roles de ENARSA y CAMMESA como contrapartes del PPA y contrato de abastecimiento respectivamente, exponen al Proyecto al riesgo inherente al mercado eléctrico argentino, aunque es morigerado por la presencia de las garantías parciales y la prioridad de pago por parte de CAMMESA. Actualización del Proyecto De acuerdo al cronograma de construcción establecido por ENARSA, la fecha de operación comercial del proyecto fue extendida a septiembre 2013, con penalidades contempladas en el evento de incumplimiento. Asimismo, el cronograma de obras actualizado del patrocinador debió considerar un marco de tiempo más limitado, reflejado en la reducción de tamaño del proyecto a 50MW. En la opinión de Mercados Energeticos Consultores, el ingeniero independiente, los trabajos de construcción del parque eólico eran de baja complejidad y el periodo de construcción era considerado agresivo pero logable. ICERSA, en Junio 15 de 2013, notificó a Fitch que los trabajos de construcción del proyecto Loma Blanca habían finalizado. La construcción se completó cerca de dos meses antes de lo previsto, mientras las pruebas comenzaron a realizarse desde Mayo y concordando con la instalación gradual de los aerogeneradores. La empresa de transporte de energía eléctrica por

distribución troncal confirmo mediante un certificado, el 13 de Junio de 2013, que las instalaciones, incluyendo el transformador de potencia y el reactor neutro se encontraban en condiciones para ser energizadas. Después de que las pruebas requeridas por CAMMESA fueron finalizadas, ENARSA otorgo el Acta de Habilitación Comercial a Loma Blanca el Julio 16, 2013. La generación de energía de Loma Blanca, después de 28 días, se registró en 3,500 MWh. Mercado Energeticos Consultores realizo un estudio detallado sobre las pruebas realizadas, constatando que los ejercicios se realizaron en función de los lineamientos exigidos por CAMMESA. El proyecto actualmente cuenta con todos los permisos ambientales, gubernamentales y de servidumbre, para la operación del proyecto y la comercialización de energía. Fitch mantiene la perspectiva de calificación en 'Estable' dada la finalización de las obras de construcción y la puesta en marcha dentro de los plazos establecidos. Fitch monitoreará de cerca los niveles de generación de energía y los factores que pudieran derivar en costos operativos mayores a los inicialmente proyectados. Sensibilidades de la calificación Generacion de energía: frecuente producción de energía por debajo de las estimaciones P(90), que resulten en razones de cobertura de la vida de la deuda (LLCR) menores a 1.10x. Gastos operativos: aumentos considerables en los gastos operativos, o costos significativos asociados al posible reemplazo del operador que pudiesen reducir notablemente la flexibilidad financiera del Proyecto a niveles inferiores a los estimados en nuestro caso base. Antecedentes ICISA e ICASA, como Fiduciantes, cedieron a Nación Fideicomisos S.A., como Fiduciario Financiero, las Obligaciones Negociables Garantizadas (ONGs) Clases A y B emitidas por ICERSA. En contraprestación, el 29.12.2011 el Fiduciario Financiero emitió VRDs Clases A y B. El objetivo de la emisión es la construcción y habilitación comercial del parque eólico Loma Blanca IV. Las ONGs y los VRDs en sus respectivas clases tienen los mismos términos y condiciones respecto a tasa de interés, periodicidad de pago y aplicación de fondos. La primera fecha de pago de servicio de deuda (capital e interés) de los VRDs será el día que transcurra primero entre: i) el 16 de diciembre de 2013 y ii) el día 16 del quinto mes calendario posterior al mes en que hubiera tenido lugar la efectiva habilitación comercial del Proyecto. Por su parte, el vencimiento legal de los VRD está estipulado en diciembre de 2026, aunque en el escenario base de Fitch, los Clase A amortizarían para fines del 2019 y los Clase B para el 2023. Los gastos e impuestos del Fideicomiso Financiero son cubiertos por ICERSA como deudor de las ONG, aunque la estructura cuenta con los siguientes fondos líquidos: i) de gastos; y ii) de reserva. Nota: El informe completo podrá ser consultado en nuestra página web: www.fitchratings.com.ar. Criterios Metodológicos: - "Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance" (Metodología de Calificación para Infraestructura y Proyectos de Inversión) de Julio 12, 2012. - "Rating Criteria for Onshore Wind Farm Projects" (Metodología de Calificación para Parques Eólicos Terrestres). Abril 12, 2013. Disponibles en nuestra página web: www.fitchratings.com Contactos: Analista Principal Omar Valdez Associate Director +1 212 908-0713 Fitch Inc. One State Street Plaza New York NY 10004 omar.valdez@fitchratings.com Analista Secundario Astra Castillo Director +52 55 5202-7302 astra.castillo@fitchratings.com Presidente del Comité Alberto Santos Senior Director +1 212 908-0714 Relación con los medios: Laura Villegas – Buenos Aires - +54 11 52358139 – laura.villegas@fitchratings.com. Las calificaciones antes 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.