

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

30 de agosto de 2012

Fitch Ratings-Buenos Aires- 30 de agosto de 2012: 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 --Patrocinador con experiencia y tecnología probada: La presencia de Isolux Energía Renovables (ICERSA) como patrocinador, y su subsidiaria Isolux Corsan Argentina S.A. (ICASA) como constructor y operador del parque eólico Loma Blanca IV (el Proyecto), es considerada un factor positivo en la calificación de los VRDs. ICERSA cuenta con vasta experiencia internacional en el desarrollo de proyectos similares, con tecnología conocida y probada. Asimismo, el hecho de que patrocinador y constructor estén vinculados accionariamente fortalece la alineación de intereses a fines de que el Proyecto se concrete exitosamente; --Estabilidad en flujos de caja: Mediante el contrato de suministro de energía (PPA por sus siglas en inglés) entre ENARSA como comprador e ICERSA como vendedor, el Proyecto cuenta con ingresos predecibles. Similarmente, ENARSA como vendedor y CAMMESA como comprador han acordado un contrato de abastecimiento reflejando los mismos términos estipulados en el PPA. Fitch considera la alta prioridad de pago por parte de CAMMESA hacia estas obligaciones, un aspecto positivo para la calificación; --Garantía financiera parcial: La Corporación Andina de Fomento (CAF), calificada en A+ por Fitch, ha otorgado una garantía financiera parcial de hasta VN US\$ 34 millones durante un periodo de 12 años; esta garantía asegura el pago de ENARSA frente a sus obligaciones con ICERSA; --Riesgo de construcción: El actual cronograma de construcción es agresivo pero considerado por el Ingeniero Independiente (II) como alcanzable. Fitch opina que parte de los riesgos vinculados con la etapa de construcción (aumento de costos y demora en la entrega de insumos) se encuentran mitigados por la experiencia del patrocinador, constructor y proveedor de los aerogeneradores. También se destaca naturaleza de los contratos involucrados: el contrato de construcción e ingeniería con ICASA e Isolux Ingeniería S.A. (ISISA) es "llave en mano" y a precio fijado, lo mismo que el contrato de provisión de los aerogeneradores con Alstom, reconocido proveedor a nivel mundial. --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. --Elevado endeudamiento: La estructura capital del Proyecto está compuesta por un 81,5% de deuda y el resto por aportes de capital de ICERSA. Asimismo, Fitch considera que las protecciones estructurales son débiles ya que no se contemplan pruebas de distribución y el fondo de reserva cubre únicamente el pago de intereses por seis meses. Sin embargo, en un escenario base y conservador de P50, los ratios de cobertura de los VRDs son adecuados, con un mínimo de 1,15 veces (x) y promedio de 2,11x. Actualización del Proyecto Conforme al cronograma de obra asumido en los contratos y aprobado por ENARSA, la entrega final del Proyecto está estipulada entre el 05.05.2013 y 05.09.2013, con penalidades contempladas en el caso de incumplimiento. De acuerdo a lo reportado por ICERSA al 31.07.2012, aún sin certificar por el II, el avance promedio de obra física realizada era de 20,5%, versus el 19,3% proyectado. Cabe mencionar que individualmente todos los ítems de obra mostraron un avance superior o igual al proyectado, entre ellos las tareas de suministro e instalación de los 17 aerogeneradores: 23% real versus 22% estimado. Fitch destaca el nivel de avance de obra de este ítem específico no sólo por su gran peso presupuestario (70% del total), sino también por su alto componente de insumos importados. Esto deja en manifiesto la habilidad y experiencia de ICERSA en este tipo de proyectos, lo que le permite proveerse de los insumos en tiempo y forma, aún en el complejo escenario actual de mayores restricciones gubernamentales a la importación de bienes y transferencia de divisas.

Según ICERSA, se espera en septiembre de este año el arribo y la colocación de los aros para el anclaje de las torres de los aerogeneradores, mientras que la provisión e instalación de las torres y palas se estiman para febrero de 2013. De cumplirse estas proyecciones, ICERSA proyecta la fecha de entrega de obra final para el 24.05.2013, es decir, dentro del límite inferior del plazo de entrega. En ese caso, si la habilitación comercial del Proyecto no se demorase significativamente, es muy probable que los VRDs comiencen a pagar sus servicios de deuda con anterioridad al 16 de diciembre de 2013. En cuanto a los permisos ambientales, gubernamentales y de servidumbre, quedan pendientes apenas dos, los cuales ICERSA estima concretarlos antes de la entrega de la obra terminada. Fitch mantiene la perspectiva de calificación en 'Estable' dados los buenos antecedentes inmediatos y que se espera que las obras continúen desarrollándose favorablemente hasta cumplir con los plazos previstos. Sin embargo, Fitch monitoreará de cerca los factores que pudieran comprometer el inicio de operaciones en las fechas estipuladas. Factores que podrían derivar en un cambio de calificación Atrasos significativos en el plazo de ejecución: que pudiesen impedir que las obras de construcción no se completen en el plazo establecido, poniendo en riesgo la concesión; Incrementos materiales en los costos: 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 16, 2012. 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 Emiliano Bravo Director +54 11 5235 8146 emiliano.bravo@fitchratings.com 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. Copyright © 2012 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, New York, New York 10004.