Fitch confirmó A-(arg) a VRDA del FF Nasa Serie II; Estable

21 de agosto de 2012

Fitch confirmó la calificación A-(arg) con perspectiva Estable a los Valores Representativos de Deuda Serie A (VRDA) por VN US$ 189.379.000 emitidos el 8 de agosto de 2012 bajo el Fideicomiso Financiero (FF) NASA Serie II. El producido de la emisión fue destinado al fideicomiso para el desarrollo del proyecto de Extensión de Vida Central Nuclear Embalse ("el Proyecto"). La calificación se fundamenta en la naturaleza de Contrato de Abastecimiento de energía, que habilita a CAMMESA a pagar a NASA, un Precio Monómico que cubre los servicios de deuda bajo los VRDA, independientemente de la disponibilidad y despacho de energía de las centrales nucleares contratadas (Atucha I, Embalse y Atucha II). De esta manera, eventuales demoras en el cronograma de obra del Proyecto o de la puesta en marcha de Atucha II, debido a aumento de costos o falta de financiamiento, no afectan el riesgo crediticio de los VRDA. El Contrato de Abastecimiento y su respectivo Precio Monómico están vigentes desde marzo de 2011, cubriendo correctamente desde entonces los servicios de deuda bajo el FF NASA o "Serie I". En este aspecto, cabe destacar que el presente FF Nasa Serie II respecto a los Series I y III, tendrá igual orden de prelación de pago (estructura pari passu) dentro de los conceptos abonados bajo el Precio Monómico. El Precio Monómico es pagado bajo el Inciso E del artículo 4º de la Resolución de Secretaría de Energía N° 406 /2003, al que CAMMESA da máxima prioridad dentro de los conceptos que habitualmente afronta. Esto es ponderado positivamente por Fitch a la luz de que CAMMESA opera con déficit y que la transacción se encuentra sujeta a todos los riesgos inherentes al mercado eléctrico argentino. Asimismo, CAMMESA rendirá directamente a la cuenta fiduciaria, aquellos conceptos bajo el Precio Monómico correspondientes al presente fideicomiso financiero. Por último, sus términos y condiciones asimilan al Contrato de Abastecimiento a una garantía de pago por parte de CAMMESA, cuya calidad crediticia depende de la del Estado Nacional. Sin embargo, la fortaleza legal de dicho contrato es menor a la de una garantía explícita, por no ser una obligación directa del Estado. La menor fortaleza legal del Contrato de Abastecimiento también deriva de posibles impugnaciones por parte de otros participantes del mercado eléctrico. Estas podrían ocurrir en el escenario en que CAMMESA deba abonar el Precio Monómico equivalente a los servicios de deuda aún cuando la disponibilidad de las centrales nucleares contratadas sea nula. Sin embargo, Fitch considera poco probable la ocurrencia de este escenario, considerando los altos niveles de disponibilidad histórica de Atucha I y Embalse, y el importante grado de avance de obra la central Atucha II (NASA estima su habilitación comercial para el segundo semestre de 2012). En este sentido, Fitch estima que entrada en operación Atucha II, este riesgo legal prácticamente desaparecería, pudiendo impactar positivamente en la calidad crediticia de los valores fiduciarios. Antecedentes: Nucleoeléctrica Argentina S.A. (NASA), el Fiduciante, cedió a Nación Fideicomisos S.A., el Fiduciario Financiero, derechos creditorios derivados del Contrato de Abastecimiento firmado entre el primero y CAMMESA, a fines de que actúen como activo subyacente de los VRDA emitidos bajo el presente fideicomiso financiero. El monto global de emisión es de hasta US$ 1.225,9 millones, cuyo primer tramo se colocó mediante los VRDA. El destino de los fondos es el desarrollo del proyecto de Extensión de Vida Central Nuclear Embalse. Los VRDA devengarán una tasa de interés variable equivalente a LIBOR más 5%, y tendrán un período de gracia de capital e interés hasta marzo de 2014 inclusive. Superado esta gracia, los VRDA pagarán sus servicios de deuda en 120 cuotas mensuales con vencimiento estimado para marzo de 2024, igual fecha de vencimiento del Contrato de Abastecimiento (aunque habilita a extenderlo a un año más en caso de ser necesario). Las próximas series bajo el presente fideicomiso podrán ser ofrecidas en lo que resta del año 2012, en el 2013 y 2014, por lo cual el análisis de Fitch se lo realizó contemplando la eventual emisión de series adicionales bajo una estructura de pago pari-passu. CAMMESA, es la administradora del mercado eléctrico mayorista, y NASA es la

administradora de las centrales nucleares Atucha I, Embalse y Atucha II. Atucha I y Embalse están actualmente en funcionamiento mientras que Atucha II se encuentra en construcción con fecha estimada de inicio de operación comercial en el segundo semestre de 2012. El Proyecto: NASA ha estimado el fin de la vida útil de la Central Nuclear Embalse aproximadamente para fines de 2013 y ha decidido extenderla mediante la mejora de determinados sistemas, equipos y componentes. Se prevé que la parada de reacondicionamiento se inicie en noviembre de 2013 e insuma 20,5 meses. La vasta experiencia que existe para este tipo de tareas en centrales como Embalse le resta complejidad técnica al Proyecto. La inversión total estimada es US$ 1.366 millones, para lo que NASA dispuso la estructuración del presente fideicomiso financiero. El Contrato de Abastecimiento habilita a una emisión por hasta US$ 442,1 millones durante el año 2012, aunque el ofrecimiento inicial se ajustó a US$ 300 millones bajo los VRDA, de los cuales finalmente se colocaron US$ 189,3 millones. Según NASA, este el menor monto de emisión al esperado no afecta por el momento el presupuesto ni el cronograma del proyecto en la medida en que los aportes del Tesoro Nacional sigan complementando el financiamiento de la obra. Los US$ 252,8 millones faltantes en caso de ser necesario, deberán ser emitidos bajo el fideicomiso financiero durante el resto del año 2012 ya que el Contrato de Abastecimiento no los contempla en las posibles emisiones de 2013 y 2014. Durante el tiempo fuera de funcionamiento de la central Embalse, el Sistema Interconectado Nacional se podría ver fuertemente afectado ya que la salida de Embalse implicará no disponer de 600 MWe en el sistema que debería ser compensado con energía térmica a un costo muy superior. Es más, de retrasarse la entrada en operaciones Atucha II, este déficit sería aún mayor. Fitch entiende que esto es un fuerte incentivo para que se priorice la finalización del Proyecto. Nota: el informe completo podrá ser consultado en nuestra página web: www.fitchratings.com.ar. Criterios metodológicos: “Future Flow Securitization Rating Methodology” (Metodología de Calificación de Securitización de Flujos Futuros). Junio 19, 2012. “Rating Criteria for Infrastructure and Project Finance” (Metodología de Calificación para Infraestructura y Proyectos de Inversión). Julio 11, 2012. Disponibles en nuestra página web: www.fitchratings.com.ar Analista Principal: Emiliano Bravo Director +54 11 52358146 emiliano.bravo@fitchratings.com Fitch Argentina Calificadora de Riesgo S.A. Sarmiento 663 – 7° Piso – C1041AAM – Buenos Aires. Analista Secundario: Cecilia Minguillón Senior Director +54 11 52358123 cecilia.minguillon@fitchratings.com Relación con los medios: Laura Villegas – Buenos Aires - +54 11 52358139 – laura.villegas@fitchratings.com Copyright © 2012 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, New York, New York 10004.