

Apoyo & Asociados rebaja la Clasificación de Riesgo de los Bonos Corporativos de PERU LNG de AA+(pe) a AA(pe) y modifica la Perspectiva de Estable a Negativa.

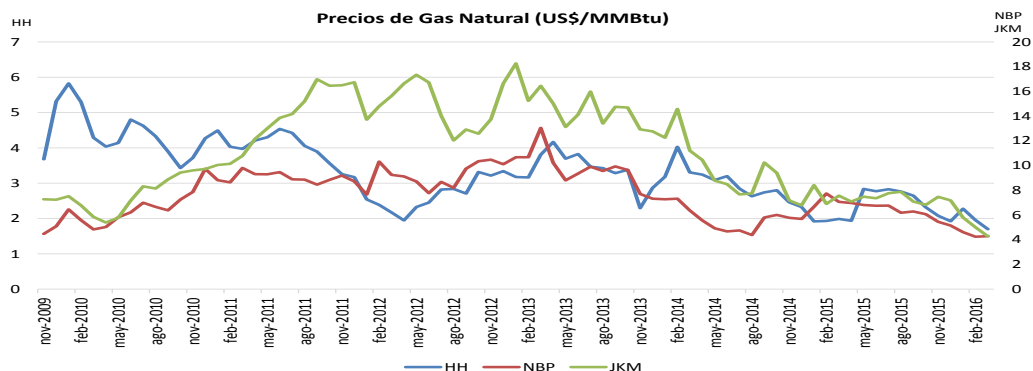
Rating Action Commentary

Apoyo & Asociados Internacionales (AAI) -Lima, 22 de Abril de 2016: El Comité de Clasificación, celebrado el día de hoy decidió rebajar el rating de AA+(pe) a AA(pe) y cambiar la Perspectiva de Estable a Negativa de los Bonos Corporativos emitidos por PERU LNG por US\$200MM, cuyo saldo, a diciembre 2015, fue de US\$144MM, los cuales forman parte de la deuda senior garantizada (tipo *Project Finance*) que financió la construcción de la planta de licuefacción de gas natural (LNG).

La rebaja en el *rating* se explica principalmente por:

- Caída drástica y prolongada de precios:** La capacidad de generación de PLNG está expuesta a la volatilidad de los marcadores de gas natural (GN) de los mercados a los que se destina su producción. Estos marcadores han mostrado una tendencia a la baja de manera sostenida. Especialmente en el caso del Henry Hub –HH- (70% de las ventas), éste se encuentra muy por debajo del precio previsto al momento del inicio del proyecto (1.7 Mar16 vs. 7.2 Abr06, US\$/MMBtu).

La cotización del HH se ha reducido fuertemente, de un promedio de US\$6.05/MMBtu entre el 2007 y 2010 a un promedio de US\$2.61/MMBtu y US\$1.98/MMBtu en el 2015 y primer trimestre del 2016, respectivamente. La drástica caída del HH se debe a múltiples factores, entre estos está el incremento en la oferta de gas asociada a la extracción de *shale* gas en USA, la cual es una opción de menor precio (US\$1.74/MMBTU precio promedio 2015). Asimismo, en marzo del presente año, se alcanzó un record histórico en el nivel de inventarios, llegando a emplearse casi la totalidad de la capacidad de almacenamiento, ya que el nivel de consumo de inventarios fue más suave, debido a un invierno cálido como consecuencia del Fenómeno del Niño.



Fuente: PLNG, Bloomberg

- Soporte de los Accionistas:** La clasificación otorgada ha tomado en cuenta el respaldo financiero y operativo que brindan los *Sponsors* a PLNG, quienes además de poseer una vasta experiencia en el mercado de hidrocarburos, cuentan con una adecuada solvencia financiera reflejada en sus *ratings* de largo plazo.

	Hunt	Shell	SK	Marubeni
Participación	50%	20%	20%	10%
Rating	BB+ (S&P)	AA -(Fitch)	BBB (Fitch)	BBB (S&P)

Cabe señalar que desde el inicio de operaciones, junio 2010, hasta el 2014, PLNG ha generado una caja positiva luego de pagar su servicio de deuda, con un *Debt Service Coverage Ratio - DSCR* promedio de 1.6x. En el 2015, la caída de precios y los menores volúmenes de venta (187.8 vs. 214.4 millones MMBtu) por la parada programada por Mantenimiento Mayor (25 días) y la ruptura del gasoducto de TGP por problemas climatológicos (12 días), incidieron en una drástica reducción en la generación de caja de la empresa, con un flujo de caja disponible para el servicio de deuda (SD) de US\$174 MM y un DSCR de 0.76x (US\$322 MM y 1.41x, respectivamente en el 2014). La caja acumulada disponible de US\$151.7MM adicionales a los

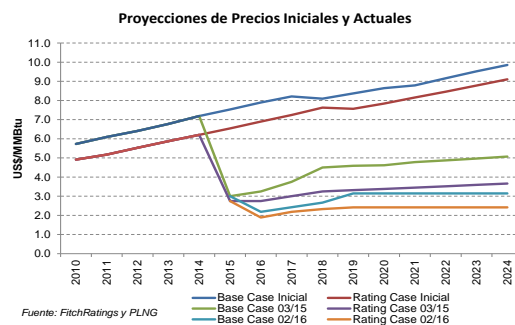
fondos restringidos de cuentas de reserva por US\$186.5MM permitieron cubrir el déficit de caja generado (US\$50.0 MM) en el 2015, por ello, el saldo de caja disponible al cierre del 2015 ascendió a US\$101 MM y la caja en los fondos restringidos fue de US\$188.2 MM.

Para el 2016, el panorama es más complicado. A pesar de la recuperación en los volúmenes de venta, se proyecta que ante la mayor caída de los precios se produciría una drástica reducción en la generación anual de caja estimada en US\$8MM vs. US\$174MM generados en el 2015. Así, con un SD anual de US\$228MM se espera un déficit de caja de US\$204MM, los cuales ya no podrían ser cubiertos con el saldo de caja de libre disponibilidad de US\$101MM. Así, la empresa necesitaría de aportes de los accionistas para cubrir dicho déficit sin tener que recurrir a los fondos de las cuentas de reserva.

La Clasificadora ha considerado en su análisis la voluntad y capacidad financiera de los accionistas para cubrir el déficit de fondos estimados. Así, Apoyo & Asociados, esperaría que en los próximos meses los accionistas realicen aportes de capital y/o inyección de fondos para cubrir el déficit estimado. Cabe señalar, que el déficit de caja estimado considera el mecanismo de compensación de precio mínimo brindado por el *offtaker* Shell, hasta por UUS\$60MM (US\$45 MM en 2015 y US\$15MM desembolsados en el primer trimestre del 2016).

Cabe destacar que casi todos los accionistas de PLNG tienen rating categoría de BBB o mejor, salvo Hunt, principal accionista, cuyo rating se redujo recientemente a BB+ por S&P y a Ba3 por Moodys el pasado 18 marzo de 2016, debido al persistente contexto de precios bajos de los hidrocarburos, los cuales han deteriorado la capacidad de generación de Hunt así como sus métricas de crédito. Asimismo, la empresa ha tenido dificultades para exportar LNG de uno de sus principales proyectos de gas natural licuado, localizado en Yemen. Sin embargo, la Clasificadora espera que el respaldo hacia PLNG mediante aporte de capital se haga efectivo dado el nivel de liquidez que este *Sponsor* mantiene a la fecha y su compromiso con el proyecto dada su importancia estratégica para el Grupo.

3. **Viabilidad en el largo plazo:** El nuevo contexto de precios bajos esperado pone en riesgo la solvencia financiera de PLNG. Por ello, desde finales del 2015 se vienen discutiendo alternativas con el *offtaker*, Shell, para revisar los términos comerciales del *Sales and Purchase Agreement* – SPA.



Para Shell, su participación en PLNG constituye un activo valioso, lo cual se ve reflejado en el precio pagado a Repsol de US\$4,100 millones por sus activos de *Liquified Natural Gas* - LNG que incluye a PERU LNG. Por lo anterior, es de vital importancia para Shell que PERU LNG le siga proveyendo de LNG. Las conversaciones que se vienen llevando a cabo con el *offtaker* podrían implicar la eliminación del riesgo de volatilidad de precios al que actualmente se encuentra expuesto PLNG, convirtiendo así el proyecto de Perú LNG en un *availability Project*, lo cual implicaría que el *rating* de los bonos tenga un *link* directo con el *rating* de Shell (AA- en escala internacional).

¿Qué podría gatillar la clasificación de riesgo de PLNG?

Positivo:

- Cambios en el SPA que impliquen la eliminación del riesgo precio
- Coberturas proyectadas mínimas de 1.1x el SD, bajo el supuesto que se elimina el riesgo precio
- Incremento sustancial de los precios, los cuales se mantendrían por un largo periodo

Negativo:

- Imposibilidad de lograr cambios en el contrato de SPA según lo esperado y mantener la exposición de PLNG a la volatilidad de precios, en el contexto actual de bajos precios
- Fuerte deterioro en el rating crediticio de los *Sponsor* y del *Off Taker*
- Deterioro en los niveles de eficiencia de la planta que reduzca la cantidad de *delivery* contractual
- Reducción significativa de la liquidez de la compañía.

PERU LNG

PERU LNG es la única planta de licuefacción de gas natural (GN) para la exportación en Perú. Cuenta con un tren de una capacidad de 4.45 mmtpa. La producción anual de 4.2 mmtpa (218'000,000 MMBtu) es adquirida en su totalidad por SITME, hasta agosto 2028 (18 años) a precios que están en función de los marcadores del GN del mercado de destino según el *Sales Price Agreement* (SPA). El GN es abastecido, según Gas Sale Agreement (GSA) por los yacimientos de Camisea Lotes 56 y 88, y a partir de agosto 2014 también por el Lote 57, a través del Lote 56. El proyecto inició operaciones en Junio del 2010 después de cuatro años de construcción y obtuvo el *Project Completion* en Diciembre de 2011.

La inversión del proyecto ascendió a US\$3,883 millones, financiados 41.3% con *equity* y 58.7% con deuda, cuyo saldo a Diciembre 2015 ascendió a 1,544 MM. Actualmente, los *senior lenders* cuentan con un paquete de garantías compuesto por: una cuenta reserva para el servicio de la deuda de seis meses, una cuenta de reserva que acumula mensualmente un sexto del siguiente pago de servicio de deuda; una hipoteca sobre el total de los activos y un fideicomiso por el 100% de los flujos de la compañía, entre otras. Asimismo, la empresa se encuentra prohibida de repartir dividendos en caso el DSCR sea menor a 1.3x.

Año	Ventas LNG MMBtu	Precio LNG US\$/MMBtu	% Vtas HH	% Vtas No HH	Eficiencia 1/
2011	209,146,886	6.14	21.0%	79.0%	91.3%
2012	203,644,133	6.53	23.0%	77.0%	91.6%
2013	222,374,848	6.16	44.0%	56.0%	92.1%
2014	214,390,805	3.67	73.0%	27.0%	92.0%
2015	187,845,040	2.39	65.9%	34.1%	91.9%

1/ Eficiencia: LNG / GN

Fuente: PLNG

Contactos:
(511) 444-5588

Johanna Izquierdo
Chris Tupac

johannaizquierdo@aai.com.pe
christupac@aai.com.pe

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales (AAI) Clasificadora de Riesgo constituyen una opinión profesional independiente y en ningún momento implican una recomendación para comprar, vender o mantener un valor, ni constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que AAI considera confiables. AAI no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla, ni verificarla, como tampoco llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y AAI no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las Clasificadoras.

Limitaciones- En su análisis crediticio, AAI se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como AAI siempre ha dejado claro, AAI no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de AAI, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de AAI. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.