

Apoyo & Asociados Internacionales ratifica y retira la clasificación de AA(pe) del Primer Programa de Bonos Corporativos de Perú LNG

Lima, 28 de Marzo de 2018: Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (Apoyo & Asociados) ratifica y retira la clasificación de riesgo de AA(pe) con perspectiva negativa de los bonos emitidos bajo el Primer Programa de Bonos Corporativos, emitidos por Perú LNG (PLNG o la Empresa), luego de que la compañía prepagara el saldo vigente de la Tercera y Cuarta Emisión de bonos, el día de ayer.

El prepago de dichos bonos se debe al Plan de Refinanciación implementado por la Empresa, el cual permitió refinanciar la totalidad de su deuda financiera (US\$1,221 millones al cierre del 2017) mediante la emisión de bonos en el mercado internacional por US\$ 940 millones y el uso de los flujos provenientes de las cuentas de reserva (US\$ 281 millones). Cabe mencionar que el bono internacional otorga 6 años de gracia hasta el 2024, año que se empieza a amortizar semestralmente hasta el 2030. Lo anterior, le otorga una importante flexibilidad financiera al reducir fuertemente el servicio de deuda durante los siguientes años. De esta manera, se logró ampliar significativamente el *duration* de la deuda financiera.

PLNG es la única planta de licuefacción de gas natural para la exportación en Perú. La planta inició operaciones en junio del 2010, e implicó una inversión de US\$3,800 MM, los cuales se financiaron US\$2,250 MM con deuda (US\$200 MM corresponde a los bonos corporativos) y US\$1,583 MM con *equity*. La totalidad de su producción es vendida a SITME (218 TBTUs anuales), según contrato SPA con vencimiento en agosto 2028. Para su producción, se abastece de gas natural (GN) del Yacimiento Camisea.

Los bonos corporativos por US\$200 MM fueron colocados en nov.2009 en cuatro emisiones, siendo el saldo en circulación US\$120 MM a setiembre 2017, correspondiente a la Tercera y Cuarta Emisión, mientras que la Primera y Segunda Emisión fueron canceladas en el 2012 y 2014, respectivamente. Cabe señalar que la deuda senior, incluyendo los bonos, cuentan con las garantías propias de un Project Finance, las cuales serían compartidas a prorrata y pari passu entre los *senior lender*, según lo estipulado en el Bondholder Intercreditor Agreement. El saldo de la deuda financiera ascendió a US\$1,221 MM al cierre del 2017, mientras que los ratios Deuda Financiera / EBITDA y Deuda Financiera Neta / EBITDA fueron de 5.9x y 4.2x, respectivamente.

La clasificación otorgada se fundamentaba en los siguientes factores:

Respaldo financiero y operativo de los accionistas: La clasificación otorgada ha tomado en cuenta el soporte que brindan tanto los accionistas de PLNG como el *offtaker*, quienes además de poseer una vasta experiencia en el mercado de hidrocarburos, cuentan con una adecuada solvencia financiera, lo cual les permitió llevar a cabo medidas para inyectar fondos por US\$110 MM en el 2016. Es así que se realizó un aporte de capital por US\$60 MM y se adelantó efectivo mediante el incremento en US\$50 MM en la línea de Quarterly Payment; fondos suficientes para afrontar con holgura el contexto de precios a niveles mínimos históricos en la vida de PLNG. Cabe destacar que al cierre del 2016 no fue necesario emplear la totalidad de los fondos inyectados producto de la recuperación de los precios internacionales desde el segundo semestre del 2016.

Así, la variación anual de caja fue de US\$105 MM, cerrando el año con una caja de libre disponibilidad de US\$206 MM, por encima de lo registrado en el 2015 (US\$101.3 MM).

En el 2017, a pesar de registrarse mejores precios que los obtenidos en el 2016 (EBITDA LTM Set.17: US\$215.8 MM vs. 161.6 MM en el 2016), se esperaba una variación negativa de caja, debido a que ya no se contaría con inyección de fondos adicionales, además de afrontar mayores gastos por impuesto a la renta y capex. Así, la variación anual de caja del 2017 ascendería a – US\$56 MM, con lo cual la caja de libre disponibilidad se reduciría a US\$150 MM al finalizar el año (2016: US\$206 MM). Si adicionalmente consideramos los fondos restringidos de la Cuenta de Reserva, la Clasificadora consideraba que la caja total de US\$338 MM otorga un buffer de liquidez importante y la flexibilidad necesaria para que, en el 2018, la empresa concluya la renegociación del contrato de venta (SPA) con SITME, único *offtaker*, lo que le daría mayor estabilidad en la generación del flujo de caja. Cabe mencionar que con el reperfilamiento de la deuda, PLNG obtuvo una mayor flexibilidad financiera, al igual que un buffer de liquidez importante.

Es importante destacar que a pesar del entorno de precios bajos, la buena performance operativa, la adecuada estructura de costos (en su mayor parte variable), y el constante compromiso de los accionistas, permitieron que la empresa mantenga, en los últimos tres años, un stock de caja total promedio de US\$370 MM.

Cabe mencionar que la participación del 70.0% de los accionistas de PLNG en el Consorcio de Productores Camisea (42.8%), eleva el compromiso para con PLNG. La Clasificadora también destacaba la participación del *offtaker*, Shell, del 20% del accionariado de la empresa, lo cual garantiza una alineación de intereses.

Cambios en el contrato Sales and Purchase Agreement (SPA): El nuevo contexto de precios bajos y recuperación moderada en el largo plazo que se proyecta para el mercado de LNG, ponía en riesgo la solvencia financiera de la Empresa ya que tendría problemas para cubrir su servicio de deuda de manera recurrente, haciéndose inviable en el corto plazo motivo por el cual se mantuvo el Outlook negativo. Por ello, desde finales del 2015 se venía discutiendo los términos comerciales del SPA, con el fin de dar mayor estabilidad a la generación de flujo de caja. No obstante, el Plan de Refinanciación implementado por la Empresa le otorgó una mayor flexibilidad financiera.

La determinación de los nuevos términos del contrato, implica la intervención de los agentes involucrados a lo largo de la cadena productiva del LNG (Consorcio de Productores, Gobierno, Shell, PLNG). La modificación se encaminaría a establecer una valorización del gas natural que garantice un margen mínimo fijo para cubrir sus gastos operativos y servicio de deuda, sin mayor variabilidad en la generación de la Empresa, lo que convertiría a la estructura del proyecto en un Availability Project.

Cabe señalar que actualmente, si bien PLNG no cuenta con riesgo volumen pero sí de precio; este último es parcialmente mitigado por la garantía que ofrece SITME de un precio mínimo de venta de US\$2.25/MMBtu (equivalente a un valor de referencia de US\$3.56/MMBtu). No obstante, esta garantía tiene un cap de US\$110 MM, pagaderos en cada trimestre (Antiguo Quarterly Payment: US\$60 MM). Asimismo, esta facilidad crediticia debe ser devuelta a SITME una vez que los precios se recuperen.

Cabe destacar que el *offtaker*, Shell International Trading Middle East (SITME), posee una alta calidad crediticia reflejada en su importancia y soporte de su Matriz, el grupo Royal Dutch Shell (RDS; Rating: AA-). RDS es la compañía petrolera integrada más grande de Europa, con amplia experiencia y una sólida posición en el mercado mundial de LNG.

Buen desempeño operativo: En los siete años de operación, la planta de PLNG ha reportado un adecuado ratio de eficiencia, por encima de lo garantizado por el constructor (91.8% en promedio vs. 90.5%), nivel en que se basaron las proyecciones iniciales. Cabe señalar que la eficiencia durante el año móvil a setiembre 2017 fue afectada ligeramente por efectos climatológicos y mantenimientos menores.

Para el 2018 se espera realizar un mayor nivel de capex por el mantenimiento mayor previsto, el cual se suele realizar cada tres años. Este mayor capex sería financiado con la acumulación de la Cuenta Reserva de Mantenimientos Mayores (US\$27 MM). Durante la última ejecución del mantenimiento mayor en el 2015, éstos contribuyeron a que el siguiente año (2016) se registren niveles récord de producción, eficiencia y utilización de 224.3 TBtu, 92.1% y 91.1%, respectivamente (219.5 TBtu, 91.5% y 84.9%, respectivamente, durante el año móvil a setiembre 2017). Cabe señalar que la mayor producción también se debió al incremento de la capacidad del sistema de transporte de gas que opera Transportadora de Gas del Perú (TGP), lo cual le permitió a PLNG acceder a volúmenes adicionales de gas interrumpible e incrementar su capacidad de procesamiento de 620 a 700 MMPCD. No obstante, debido al incidente de la rotura del ducto de líquidos de gas natural durante el mes de febrero del 2018 de TGP, se restringió el abastecimiento de gas natural a PLNG. A pesar de lo anterior, la Empresa espera recuperar el menor nivel de producción durante los próximos trimestres del año, gracias a la flexibilidad que presenta de envíos de embarques. Así, los niveles estimados de producción para el presente año se encuentran por encima de lo proyectado de acuerdo al Presupuesto 2018 (218MMBtu). Cabe mencionar que durante el año móvil a setiembre 2017 se registró un nivel de producción de 219.5MMBtu.

Estructura de Garantías: La deuda senior, incluyendo los bonos, cuentan con las garantías propias de un Project Finance, las cuales eran compartidas a prorrata y *pari passu* entre ellas, según lo estipulado en el Bondholder Intercreditor Agreement. Así, los acreedores garantizados cuentan con la garantía mobiliaria de la totalidad de los activos de PLNG. Cabe señalar que el costo del proyecto ascendió a US\$3.8 billones, siendo el saldo de la deuda financiera senior garantizada de US\$943 MM neto de caja.

Importancia estratégica de PLNG para el país: PLNG constituye un activo estratégico para la matriz energética del país. Cerca del 43.3% de la generación de energía del Perú se produce con el GN de Camisea, transportado en parte a través del ducto de PLNG según el Acuerdo de Uso de Capacidad" con TGP por aproximadamente 550 MMPCD. Asimismo, PLNG es el principal cliente de Camisea consumiendo cerca del 57% de su producción de GN, lo que indirectamente mejora la balanza de hidrocarburos del país, debido a que contribuye con la monetización de los líquidos de gas natural del yacimiento (Camisea genera el 81.5% del total de las regalías del sector de hidrocarburos).

Asimismo, se espera que el valor e importancia de PLNG, tanto para el *offtaker*, accionistas, como para el país en general (su matriz energética), se mantengan aún después de la fecha de fin de sus contratos (2028). Ello, porque la empresa, así como expertos, estiman que existe un mayor

potencial de reservas, por lo que es posible que en el futuro se incrementen las mismas, y así, se extiendan los contratos de suministro de gas, de transporte y venta de LNG.

Asimismo, PLNG culminó el cargadero de LNG (conocido también como el proyecto del gasoducto virtual), por el cual, se suministrará de LNG a ciudades del sur y norte del país. Este proyecto beneficiará e incrementará el consumo doméstico de gas natural.

Analistas

Johanna Izquierdo
(511) 444 5588
johanna.izquierdo@aai.com.pe

Fiorella Torres
(511) 444 5588
fiorella.torres@aai.com.pe

(*) La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no 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 A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de 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 A&A 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.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.0% de sus ingresos totales.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A 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 A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. 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.