

CALIFICACIÓN:

Titularización de flujos	AAA
Tendencia	-
Acción de calificación	Calificación Inicial
Metodología	Calificación de Titularización Independiente

DEFINICIÓN DE CATEGORÍA:

Corresponde al patrimonio autónomo que tiene excelente capacidad de generar los flujos de fondos esperados o proyectados y de responder por las obligaciones establecidas en los contratos de emisión.

El signo más (+) indicará que la calificación podrá subir hacia su inmediato superior, mientras que el signo menos (-) advertirá descenso en la categoría inmediata inferior.

Las categorías de calificación para los valores representativos de deuda están definidas de acuerdo con lo establecido en la normativa ecuatoriana.

Conforme el Artículo 3, Sección I, Capítulo II, Título XVI, Libro II de la Codificación de Resoluciones Monetarias, Financieras, de Valores y Seguros Expedida por la Junta de Política y Regulación Monetaria y Financiera, la calificación de un instrumento o de un emisor no implica recomendación para comprar, vender o mantener un valor; ni una garantía de pago del mismo, ni la estabilidad de su precio sino una evaluación sobre el riesgo involucrado en éste. Es por lo tanto evidente que la calificación de riesgos es una opinión sobre la solvencia del emisor para cumplir oportunamente con el pago de capital, de intereses y demás compromisos adquiridos por la empresa de acuerdo con los términos y condiciones del Prospecto de Oferta Pública, de la respectiva Escritura Pública de Emisión y de más documentos habilitantes.

CONTACTO

Mariana Ávila
Gerente de Análisis
mavila@globalratings.com.ec

Hernán López
Gerente General
hlopez@globalratings.com.ec

GLOBALRATINGS CALIFICADORA DE RIESGOS S.A. otorgó la calificación de AAA (-) para el FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN PHS en comité No. 293-2020, llevado a cabo en la ciudad de Quito D.M., el día 21 de octubre de 2020; con base a la estructuración financiera del proyecto, proyecciones financieras y otra información relevante con fecha octubre de 2020.

FUNDAMENTOS DE CALIFICACIÓN

- El sector eléctrico ha presentado gran desarrollo en la última década, a través de la construcción y puesta en marcha de varios proyectos para la generación de energía lo que ha incrementado la capacidad instalada a nivel nacional. El incremento de la potencias nominal y efectiva en el periodo de análisis fue del 83,09 % (2009-2018), alcanzando al 2018 los 8.661,90 MW de potencia nominal y 8.048,11 MW de potencia efectiva, la construcción de centrales de fuentes renovables contribuyeron mayoritariamente a este incremento y se prevé en el mediano plazo un crecimiento sostenido.
- El FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN PHS se encuentra constituido por HIDRELGEN S.A., empresa que fue creada exclusivamente para la construcción, equipamiento y puesta en marcha del Proyecto Hidroeléctrico Sabanilla. Además, cuenta con la experiencia técnica de la constructora Villacreces Andrade S.A., entidad con amplia trayectoria en el desarrollo de proyectos hidroeléctricos de gran complejidad, el contrato que ampara esta relación minimiza el impacto de costos adicionales al Fideicomiso.
- El estudio de factibilidad del proyecto demuestra que su ejecución es viable basado en el análisis de varios aspectos como: ubicación estratégica, le permite estar cerca del Sistema Nacional de Interconexión en la frontera sur del país; proximidades de una zona minera de alto potencial de explotación en el corto plazo; la cuenca hidrográfica del Río Sabanilla cuenta con un caudal adecuado para el proyecto que será aprovechado por dos turbinas para la generación de 30 MW; entre otras cosas que aseguran su viabilidad.
- La titularización se encuentra adecuadamente estructurada, se sustenta en proyecciones conservadoras, que evidencian que el proyecto cuenta con recursos suficientes para cumplir con sus obligaciones, cuenta con mecanismos de garantía para asegurar el cumplimiento de las obligaciones si el proyecto no generará flujos futuros suficientes.
- Los riesgos del proyecto, del entorno económico, de la construcción en sí, de la dependencia en los primeros años de los pagos del estado, de la demanda de energía, de los precios posteriores a la vigencia del convenio estatal, legales y en general de los flujos de fondos requeridos para cumplir con las obligaciones derivadas de la presente titularización y de otras fuentes de financiamiento, se encuentran adecuadamente cubiertos en todos los aspectos considerados bajo un escenario de estrés. Por tratarse de un proyecto que requiere de caudales suficientes para generar energía, elementos tales como sequías o reducciones en los caudales del Río Sabanilla son riesgos que el proyecto no puede controlar.

EXPECTATIVAS PARA PERIODOS FUTUROS

Las proyecciones de ingresos provenientes de las ventas de energía se basan en un análisis de los registros históricos del caudal del Río Sabanilla por un lapso de 31 años, determinando que no existen variaciones cíclicas en el nivel del caudal, situación que se ve reflejada en los niveles máximo y mínimo de la serie de datos analizada, por ende se estima que para la central hidroeléctrica, diseñada para un caudal medio de 10,00 metros cúbicos por segundo, se requiere una utilización de un caudal medio de 7,41 metros cúbicos por segundo, lo que permite generar una media de 194,07 gigavatios hora por año, capacidad suficiente para generar ingresos por USD 13,35 millones anuales entre los años 2022 y 2026 y de USD 12,61 millones anuales entre los años 2027 y 2033.

FACTORES ADICIONALES

La emergencia sanitaria que atraviesa el mundo ha hecho que el corto plazo sea altamente incierto dado que aún no se vislumbra un final y que las consecuencias económicas sean difíciles de proyectar. Pensar en el largo plazo es más complejo aun dado que el escenario económico post pandemia es casi imposible de predecir. Sin embargo, de lo anterior, es de suponer que el país volverá a una “nueva normalidad” en los próximos meses. En este sentido y considerando lo anormal de la situación actual, es posible que los títulos valores provenientes de la titularización bajo análisis tarden más de lo presupuestado en colocarse. Más allá de ello, las características del proyecto presentado permiten estimar que dichos títulos tendrán una buena colocación en el futuro cercano.

FACTORES DE RIESGO

Global Ratings Calificadora de Riesgos S.A. identifica como riesgos previsibles en el futuro, tales como máxima pérdida posible en escenarios económicos y legales desfavorables, los siguientes:

- Riesgo general del entorno económico, que afecta a todo el entorno, y que se puede materializar cuando, sea cual fuere el origen del fallo que afecte a la economía, el incumplimiento de las obligaciones por parte de una entidad participante provoca que otras, a su vez, no puedan cumplir con las suyas, generando una cadena de fallos que puede terminar colapsando todo el funcionamiento del mecanismo, por lo que ante el incumplimiento de pagos podrían verse afectados los flujos del proyecto. Un escenario de esta naturaleza podría retrasar los pagos por energía que las empresas realicen e incluso puede demorar la colocación de esa energía en el mercado. Un factor para considerar es que en este momento se vive una situación de entorno económico anormal y difícil, y que las consecuencias de la emergencia sanitaria pondrán a la economía del país en un escenario más difícil que el ya complicado escenario actual. El riesgo se mitiga porque el proyecto tardará en construirse y en ese lapso las cosas deben tender a normalizarse, aun cuando esa normalización sea diferente a la que se vivió hasta antes de la pandemia. Por otra parte, el país debe retomar una senda de crecimiento que le permita hacer frente a las dificultades derivadas del presente y en ese entorno la disponibilidad de energía es fundamental para conseguir los objetivos de largo plazo que se buscan.
- Riesgo de errores o alteraciones de precios en la construcción de la obra frente a los costos presupuestados. En este caso puede producirse un incremento en el costo de las obras y producirse dificultades de financiamiento. El riesgo se mitiga con el contrato suscrito con la constructora Villacreces Andrade S.A., en cuyas cláusulas el constructor se hace responsable y asume cualquier incremento en costos.
- Riesgo geológico relacionado a la posible existencia de fallas geológicas que pueden poner en peligro la estabilidad de las instalaciones de generación, lo que podría implicar importantes costos adicionales para desarrollar el proyecto. El riesgo se mitiga con la contratación de una constructora con probada experiencia en la construcción de obras de esta envergadura.
- Riesgo de construcción en lo relacionado al diseño y construcción de variadas y complejas obras civiles. Pueden existir factores exógenos que aun considerando las habilidades y capacidades del constructor demoren el tiempo de entrega de la obra con el consiguiente perjuicio financiero. Los riesgos de la construcción son asumidos por el constructor, lo que lo responsabiliza de la terminación de la construcción dentro del plazo establecido.
- Riesgo comercial, derivado del hecho de que la venta de energía está sujeta a un contrato con el estado hasta octubre de 2026. La situación económica del Ecuador, de por sí difícil, se ha agravado con motivo de la pandemia lo que, aunque no provocaría cesación de pagos si puede motivar atrasos en los pagos por parte del gobierno, lo que obviamente perjudicaría los flujos a recibir en el proyecto. El riesgo se mitiga porque las generadoras hidroeléctricas privadas históricamente han cobrado en forma cumplida las facturas presentadas a las empresas públicas de distribución eléctrica ya que existe normativa incluida en el Artículo 98 del Código Orgánico de la Producción, Comercio e Inversiones, promulgado el 16 de diciembre de 2010 que establece que los proyectos nuevos de las empresas nacionales privadas de generación eléctrica, gozarán de igual tratamiento, mecanismo y condición de garantía y / o pago en la compra de energía, que el aplicado para las transacciones internacionales de electricidad.

- Riesgo de demanda de la energía producida. Existe el riesgo de que luego de la finalización del periodo garantizado (2026) se produzca una falta de demanda para lo producido o que algunos compradores tengan problemas internos que les impidan continuar con la compra. El riesgo se mitiga considerando la previsión de aumento de la demanda sin que exista un aumento previsto en la generación que la cubra. Por otra parte, existe poca oferta de energía privada que es de mucho interés por parte de las industrias locales.
- El ingreso de fondos del proyecto, más que en función de las variaciones hidrológicas en la cuenca del Río Sabanilla, está en función de la venta de energía, por lo que los ingresos no son tan variables como en otros proyectos hidroeléctricos, excepto en el periodo posterior a la terminación del contrato de servicio en octubre de 2026. De no lograrse los ingresos proyectados por mermas en la tarifa prevista para el periodo posterior al año 2026, podría darse la posibilidad de no poder cubrir el pago de deuda, sin embargo, el fideicomiso cuenta desde el inicio de la operación de la central hidroeléctrica con la conformación de una Reserva Facultativa a partir de los beneficios netos que se obtengan de la generación y venta de energía. Esta reserva prevé un índice promedio de cobertura de la deuda de 1,87 suficiente para cubrir las obligaciones emanadas del presente proceso de titularización.
- Riesgos Legales. Producto de la paralización del proyecto en el año 2014 se generaron varios procesos judiciales en contra de Hidrelgen S.A./FMER, que podrían representar un contingente a ser considerado, entre ellos un Laudo Arbitral en contra del Fideicomiso y procesos de cobro de facturas y laborales contra Hidrelgen S.A. El riesgo se mitiga a través de un crédito establecido mediante un Acuerdo de Accionistas de FMER (Fideicomiso Magisterio Energía Renovable) y ELITCORP (Elitebusiness comercio y Servicios S.A.), destinado a cubrir pasivos del proyecto mediante débito a la cuenta de utilidades a distribuirse entre los accionistas. Estos valores no se consideran ni son parte del costo de la obra.

INSTRUMENTO

TITULARIZACION DE PROYECTO CON CAPACIDAD DE GENERAR FLUJOS FUTUROS CENTRAL HIDROELECTRICA SABANILLA						
Monto de emisión	USD 35.000.000					
Características	SERIE	MONTO	PLAZO	TASA FIJA ANUAL	PAGO DE CAPITAL	PAGO DE INTERESES
	A	20.000.000	3.600 días	8,95%	Semestral con 720 días de periodo de gracia	Semestral
	B	15.000.000	3.600 días	8,95%	Semestral con 720 días de periodo de gracia	Semestral
Segmento de renta variable aplicable a ambas series	En el caso de aplicar, equivaldrá al 0,29% de la utilidad neta obtenida por el Fideicomiso, distribuido entre los inversionistas de las dos series de la titularización y el constructor EPC, a prorrata de su respectiva acreencia, pagadero con periodicidad anual, luego del cierre del período fiscal inmediato anterior.					
Tipo de emisión	Títulos desmaterializados.					
Colocación de valores	Serie A	Se colocará los valores, posterior a la aprobación del proceso de titularización por parte del ente de control.				
	Serie B	Los valores serán colocados una vez que se encuentren comprometidos el 90% de los recursos provenientes de la Serie A.				
Destino de los recursos	El 100% de los recursos se destinarán a la construcción, equipamiento, puesta en marcha; y, sostenimiento de las actividades administrativas y financieras de la empresa generadora durante el periodo preoperacional.					
Estructurador financiero y agente colocador	MetroValores Casa de Valores S.A.					
Agente pagador	Depósito Centralizado de Compensación y Liquidación de Valores DECEVALE S.A..					
Agente de manejo	HEIMDALTRUST Administradora de Fondos y Fideicomisos S.A.					
Mecanismos de garantía	■	Garantía específica para cobertura de flujos - fondo de reserva				
	■	Compromiso de asumir costos incrementales de construcción y equipamiento.				
	■	Mecanismo de Fortalecimiento / Reserva Facultativa.				

Tabla 1: Resumen instrumento.

Fuente: Estructuración Financiera; **Elaboración:** GlobalRatings

El resumen precedente es un extracto del Informe de la Calificación Inicial del FIDEICOMISO TITULARIZACIÓN PHS, realizado con base en la información entregada por el estructurador y a partir de la información pública disponible.

Atentamente,



Ing. Hernán Enrique López Aguirre PhD(c)
Gerente General