



Equilibrium Clasificadora de Riesgo S.A.

PERÚ LNG S.R.L.

Lima, Perú

Informe de Clasificación

Sesión de Comité: 25 de mayo de 2017

Contacto:

(511) 616 0400

Maria Luisa Tejada

Analista Senior

mtejada@equilibrium.com.pe

Erika Salazar

Analista Asociado

esalazar@equilibrium.com.pe

*Para definición de categoría y clasificación anterior remitirse al Anexo I.

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.equilibrium.com.pe>) donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes. La información utilizada en este informe comprende los Estados Financieros Auditados al 31 de diciembre de 2013, 2014, 2015 y 2016 de Perú LNG S.R.L., así como Estados Financieros No Auditados al 31 de marzo de 2017. Equilibrium comunica al mercado que la información ha sido obtenida principalmente de la Entidad clasificada y de fuentes que se conocen confiables, por lo que no se han realizado actividades de auditoría sobre la misma. Equilibrium no garantiza su exactitud o integridad y no asume responsabilidad por cualquier error u omisión en ella. Las actualizaciones del informe de clasificación se realizan según la regulación vigente. Adicionalmente, la opinión contenida en el informe resulta de la aplicación rigurosa de la metodología vigente aprobada en Sesión de Directorio de fecha 20/01/17.

Fundamento: Luego de la evaluación efectuada, el Comité de Clasificación de Equilibrium decidió mantener la categoría A+.pe a las emisiones contempladas bajo el Primer Programa de Bonos Corporativos de PERU LNG S.R.L. (en adelante la Compañía o PLNG).

Las garantías, resguardos y mecanismos de protección incorporados en los diversos contratos que logran mitigar ciertos riesgos que enfrenta la Compañía en su etapa operativa. Asimismo, se pondera el respaldo que brindan los Promotores de la operación, los cuales ostentan clasificaciones de grado de inversión a excepción del principal sponsor con participación de 50%, *Hunt Oil Company* (HOC), cuya clasificación de largo plazo otorgada por *Moody's Investors Service* fue ajustada de Baa2 a Ba3 con perspectivas negativas el 18 de marzo de 2016 y posteriormente a B1 con perspectivas estables el 21 de abril de 2017. A pesar de lo anterior, tanto HOC como los demás promotores -*Shell Gas B.V.*, *SK Innovation Co. Ltd.* y *Marubeni Corporation*- suscribieron el 29 de abril de 2016 un *Written Consent* para modificar el presupuesto de dicho ejercicio e incorporar un aporte de capital por US\$60.0 millones, el mismo que fue efectuado en dos partes iguales de US\$30.0 millones en los meses de mayo y agosto. Cabe mencionar además que el aporte de capital realizado responde a una proyección de la Gerencia, la cual contemplaba un potencial déficit de efectivo, en línea con el contexto de precios bajos en los marcadores de gas natural, a pesar de mantener al cierre de 2015 un monto de US\$188.3 millones en las cuentas de reserva para servicio de deuda y US\$101.3 millones en caja de libre disponibilidad.

En ese sentido, el precio del marcador Henry Hub continuó ajustándose a lo largo del 2016 alcanzando en promedio US\$2.49/MMBtu, mientras que otros marcadores de LNG

Instrumento

Clasificación*

Bonos Corporativos

A+.pe

como el Japan Korea Marker (JKM) cotizó en promedio US\$6.89/MMbtu y el NBP en US\$4.56/MMbtu.

Resulta importante recordar que el contrato vigente de venta *Sales and Purchase Agreement* (SPA), firmado entre *Shell International Trading Middle East* (SITME) y la Compañía, establece que el precio del LNG se determina en base a los mercados de destino, siendo contractualmente el principal el Puerto de Manzanillo en México (marcador Henry Hub) al mantener SITME un contrato de venta de LNG con la Comisión Federal de Electricidad (CFE). Dicho contrato estipula un envío mínimo del 66% de la producción total de PLNG y se extiende hasta setiembre de 2022.

No obstante lo anterior, se destaca el mecanismo de compensación de precio mínimo existente en el SPA a través del cual SITME debe realizar un pago trimestral a PLNG (*Quarterly Payment*) siempre que el precio promedio ponderado de LNG en cualquier trimestre sea menor a US\$2.25 por millón de Btu. Asimismo, el mecanismo estipula que cuando el precio promedio del trimestre supere los US\$2.25 por millón de Btu, PLNG debe realizar la devolución del mismo, siendo dicho pago subordinado a todas las obligaciones de PLNG. Por otro lado, se destaca el incremento en la línea con SITME de US\$60.0 millones a US\$110.0 millones, el mismo que se hizo efectivo en los meses de mayo (US\$30.0 millones) y agosto (US\$20.0 millones) de 2016, en respuesta a los consistentes precios bajos en los principales marcadores de destino.

Es de mencionar que, si bien los precios promedio de los marcadores fueron menores en el 2016 que en el 2015, en el ejercicio bajo análisis hay una pérdida menor debido al mayor volumen embarcado de LNG. Lo anterior le permite a la Compañía exhibir mejoras en sus indicadores de efi-

ciencia, presentando al cierre de 2016 el mayor nivel desde que inició operaciones en el año 2010.

Por otro lado, se observan ciertas mejoras en el desempeño de la Compañía al primer trimestre de 2017 asociado no solo a los mejores precios en los marcadores, sino a la normalización en la operación, la cual presentó paradas programadas y no programadas a lo largo del 2015 y 2016. A lo anterior suma el hecho que SITME ha dirigido sus ventas hacia destinos con marcadores más rentables entre octubre de 2016 y marzo de 2017, lo que ha resultado en el incumplimiento del mínimo establecido en su contrato con la CFE y el pago de penalidades.

Finalmente, Equilibrium considera positivas las medidas adoptadas en el corto plazo para restablecer el equilibrio económico-financiero de PLNG plasmado tanto a través del aporte de capital realizado por los Promotores como

por el incremento de la línea que mantiene con SITME, además de la renovación en junio de 2016 por dos años adicionales del *Working Capital Facility* con el Banco de Crédito del Perú por un monto total de US\$37.5 millones, el cual no ha sido utilizado al cierre del periodo 2016. Del mismo modo, se pondera positivamente las negociaciones de largo plazo que se vienen dando entre todas las partes involucradas, para llegar a un acuerdo que permita modificar el SPA y eliminar el riesgo precio para la Compañía.

No obstante, para mejorar su perfil de riesgo es indispensable que la Compañía logre concretar medidas que liberen de las fluctuaciones en el precio del *commodity*, hecho que resulta más relevante en una coyuntura de precios bajos. Equilibrium continuará monitoreando las operaciones de la Compañía comunicando oportunamente al mercado cualquier cambio en la percepción de riesgo de la misma.

Factores críticos que podrían llevar a un aumento en la clasificación:

- Modificaciones al contrato SPA que deriven en una menor exposición a las fluctuaciones de los precios de los principales marcadores de gas natural.
- Mejoras en la calidad crediticia de los Sponsors.
- Incrementos en las coberturas del servicio de deuda y de los gastos financieros.
- Mejora sostenida en los precios de los principales marcadores de gas natural.

Factores críticos que podrían llevar a una disminución en la clasificación:

- Contextos de precios más bajos que los presentados hasta la fecha en los marcadores de gas natural.
- Adendas a los contratos y/o garantías que puedan afectar la capacidad de pago de la deuda senior.
- Pérdida de respaldo patrimonial que restrinja el acceso al crédito de la Compañía.
- Cambios regulatorios que impacten negativamente al resultado.

Limitaciones encontradas durante el proceso de evaluación:

- Ninguna.

PERFIL DE LA COMPAÑÍA

Generalidades y Hechos de Importancia

Perú LNG se constituye el 24 de marzo de 2003 para desarrollar el proyecto de construcción, operación y mantenimiento de una planta de líquidos de gas natural (LNG). La construcción de la planta, así como del gasoducto y las instalaciones marítimas que permiten el embarque de LNG fueron concluidas el 31 de diciembre de 2011, fecha en la que se obtuvo el certificado de *Project Completion*.

Composición Accionaria, Promotores y Plana Gerencial

El detalle del accionariado, los Promotores y la Plana Gerencial se detallan en el Anexo I. En ese sentido, resulta importante destacar que los accionistas de la Compañía se regulan a través de contratos de tipo *Limited Liability Company Agreement*, los que establecen las obligaciones y derechos de sus integrantes. La administración se lleva a cabo mediante un Comité de Gerencia en el que cada miembro tiene derecho de voto conforme a su participación buscando un equilibrio en las decisiones.

La estructura del proyecto contempla diversas garantías otorgadas por parte de los Promotores, motivo por el cual la solvencia de cada uno impacta en la Compañía. En ese sentido, se debe recordar que *Hunt Oil Company (HOC)*, principal promotor con participación de 50%, inició el proyecto con una clasificación de largo plazo de Baa2/estable otorgada por *Moody's Investors Service*, la misma que ha sido recortada dos veces en los últimos 12 meses. En este sentido, el 18 de marzo de 2016, la clasificación asignada se ajustó de Baa2 a Ba3 con perspectivas negativas dada las débiles métricas crediticias esperadas para el 2017 asociada a la paralización de las operaciones de HOC en Yemen. Asimismo, basado en sus expectativas de precios para gas natural y petróleo, así como por la no reactivación de las operaciones en Yemen, *Moody's* modificó el rating de HOC nuevamente el 21 de abril de 2017 a B1 con perspectivas estables.

Los demás promotores mantienen clasificaciones internacionales de grado de inversión: Royal Dutch Shell Plc. de Aa2/negativo, SK Innovation Co. Ltd. de Baa1/estable y Marubeni Corporation de Baa2/negativo.

Operaciones

La planta de LNG se ubica entre las ciudades de Cañete y Chíncha, a 170 km. al sur de Lima (denominado Pampa Melchorita). La planta tiene una capacidad de procesamiento de 4.45 millones de toneladas métricas por año (mmtpa) y procesa aproximadamente 626 millones de pies cúbicos por día (mmcfd), capacidad que cubre los 4.2 mmtpa de GNL establecidos en el contrato anual (*Annual Contract Quantity*). Para la producción de LNG, el gas natural seco es sometido a un proceso de purificación y enfriamiento a -163° Celsius (-261° Fahrenheit). Dicho proceso transforma el gas natural reduciendo su volumen 600 veces y convirtiéndolo en líquido, lo cual facilita el almacenamiento y transporte por barco. La planta de LNG es autosuficiente en lo que se refiere a generación de energía eléctrica y otros servicios.

En tanto, las instalaciones marítimas comprenden un muelle y plataforma de 1.4 km. de extensión, un canal de navegación dragado para el ingreso y salida de los buques;

remolcadores y un rompeolas de 800 metros de largo alineado en paralelo a la línea costera.

Por su parte, el ducto de PLNG tiene una longitud de 408 km. y 34 pulgadas de diámetro, conectando la planta de LNG con el gasoducto de propiedad de TgP. Este último empieza en la planta de separación de Malvinas cerca de los campos de Camisea y llega hasta Lima, donde se ubica el City Gate. De este modo, el gas natural proveniente del Lote 56 es transportado primero a través de un tramo del gasoducto de TgP -que va desde Malvinas hasta la progresiva KP 211 del referido sistema de transporte, en la localidad de Chiquintirca- y luego a través del gasoducto de PLNG hasta la planta.

ESTRUCTURA Y GARANTÍAS DEL PROYECTO PERÚ LNG

El costo total de la construcción del proyecto ascendió a US\$3,832.6 millones y fue financiado a través de la emisión de bonos corporativos, organismos multilaterales y recursos propios de los accionistas. La principal fuente de financiamiento se obtuvo a través de los organismos multilaterales y agencias de exportación bajo los lineamientos del Acuerdo de Términos Comunes (*Common Terms Agreement – CTA*).

Principales Contratos del Proyecto

La estructuración del proyecto contempla un paquete de garantías y seguridades, delineados en diferentes contratos, siendo los principales los siguientes:

Investment Agreement

Contrato suscrito el 12 de enero del 2006 entre PLNG y el Estado Peruano. En virtud de las disposiciones contenidas en la Ley de Promoción de Inversión en Plantas de Procesamiento de Gas Natural y su reglamento, el Estado Peruano celebró con PLNG un Convenio de Inversión por 40 años con rango de Contrato Ley que prohíbe al Gobierno Peruano modificar o enmendar los términos del mismo de manera unilateral.

En dicho convenio PLNG se compromete a instalar, operar y mantener una planta de licuefacción de gas natural, incluyendo un gasoducto, y poseer y exportar los productos de LNG; además, el convenio otorga a los *Shareholders* ciertas garantías de estabilidad tributaria, la libre disposición de las divisas generadas por las exportaciones a lo largo de la vigencia del convenio, entre otros.

El referido convenio fue modificado en el 2010 para incluir como parte del mismo el Acuerdo para el Incremento y Uso de la Capacidad de Transporte del Ducto Principal, suscrito entre PLNG y Transportadora de Gas del Perú.

LNG Sale and Purchase Agreement (SPA)

Suscrito el 29 de julio de 2005 inicialmente entre Repsol Comercializadora de Gas S.A. (Repsol CG) y PLNG, y posteriormente por Shell International Trading Middle East Limited (SITME), mediante el cual SITME se obliga a adquirir bajo la modalidad *take or pay* 4.2 mmtpa de LNG a ser producido en la planta hasta el 2023, con posibilidad de extender tres años adicionales.

Cabe indicar que el 01 de abril de 2011, PLNG suscribió una adenda permanente al SPA en el cual el precio de venta de LNG y el precio de compra de gas natural se indexaban al mismo marcador según el destino al cual sea enviado el LNG. No obstante, la continua tendencia a la baja de los precios de los marcadores de gas natural (principalmente Henry Hub), presiona los márgenes de la Compañía por lo que actualmente el SPA se encuentra en negociaciones para ser nuevamente modificado.

El Contrato SPA establece además un mecanismo de precio mínimo a través del cual el *off-taker* debe realizar un pago trimestral (*Quarterly Payment*) a PLNG siempre que el precio promedio ponderado de LNG en cualquier trimestre sea menor a US\$2.25 por millón de BTU. Asimismo, el mecanismo estipula que cuando el precio promedio del trimestre supere los US\$2.25 por millón de Btu, PLNG debe realizar la devolución del mismo, siendo dicho pago subordinado a todas las obligaciones de PLNG. Cabe mencionar que a lo largo del 2016 se mantuvieron a la baja los precios de Henry Hub (principal destino de venta del LNG) por lo que SITME incrementó la línea del *Quarterly Payment* de US\$60.0 millones hasta US\$110.0 millones.

Block 56 Gas Supply Agreement (Block 56 GSA)

PLNG, suscribió un contrato de suministro con las empresas titulares del Lote 56 mediante el cual se le proveería el gas natural del Lote 56 bajo la modalidad de *take or pay* por una cantidad anual de 620 mmcf, sujeto a reajuste. El contrato regula entre otros aspectos, los precios, puntos de entrega, eventos de fuerza mayor y un mecanismo para la solución de conflictos sujeto a las reglas de arbitraje de la Cámara Internacional de Comercio ICC. El contrato es por un plazo de 18 años. El 06 de agosto de 2014, el contrato Block 56 GSA fue modificado y reformulado con el propósito de incorporar el suministro de gas adquirido por los titulares del Lote 57 a las obligaciones de entrega firme de los titulares del Lote 56 frente a PLNG.

Block 88 Gas Supply Agreement (Block 88 GSA)

Es un contrato de suministro de gas natural proveniente del Lote 88 suscrito entre PLNG y las empresas titulares de dicho lote. El contrato Block 88 GSA pone a la venta bajo la modalidad de *take or pay* una cantidad adicional de gas natural al acordado bajo el contrato Block 56 GSA, a efectos de asegurar el suministro de gas de la planta de LNG. La cantidad contractual anual es de 620 mmcf menos la cantidad establecida en el Block 56 GSA una vez que sea satisfecha la demanda local de gas de acuerdo a lo establecido en el Contrato de Licencia del Lote 88. Cabe mencionar que el 06 de agosto de 2014, el contrato Block 88 GSA fue modificado y reformulado de forma tal que los titulares del Lote 88 se comprometan a entregar volúmenes de gas natural a PLNG únicamente cuando se utilice o consuma en el proceso de producción de la Planta.

Tolling Agreement

Con fecha 15 de octubre de 2015, la Compañía firmó con Shell GNL Perú S.A.C. el Contrato de Procesamiento de Gas Natural o *Tolling Agreement* por un periodo de 13 años. A través de este contrato, PLNG recibirá gas natural de Shell, lo procesará y le entregará Gas Natural Licuado para que luego se distribuya al mercado local peruano a través de camiones. De acuerdo al contrato, PLNG deberá recibir gas natural para poder cumplir con la producción y

entrega de hasta 19.2 millones de pies cúbicos diarios, Asimismo, con fecha 23 de octubre de 2015, la Compañía firmó con Cobra Perú S.A. un contrato para la ingeniería, diseño, adquisición, fabricación, construcción, entre otros, de la Estación de Carga de GNL, en la cual se llevará a cabo la producción del Gas Natural Licuado que se entregará a Shell como parte del contrato antes mencionado.

Garantías del Proyecto

La etapa de construcción del proyecto concluyó el 31 de diciembre de 2011, fecha en la que se emitió el certificado de *Project Completion* y se incorporaron nuevas garantías que otorgan mayor seguridad a la estructura en la etapa operativa. Las garantías se detallan a continuación:

Garantía de Precios (Sponsor Pricing Guarantee)

Garantía incorporada con la finalidad de cubrir el servicio de deuda de PLNG, así como los gastos operativos en el caso que la Compañía no cumpla con el pago o se vea impedida de pagarlos debido a una desigualdad de precios entre el valor de referencia aplicable al gas natural a ser vendido a PLNG bajo los contratos de suministro de gas y el índice de precios.

En el 2011 se modificó el SPGA para garantizar el monto menor entre: (i) el Servicio de Deuda cuando el flujo real del proyecto es menor a un flujo hipotético considerando 100% Henry Hub, y (ii) la reducción de flujo derivada de la comparación entre el flujo real y el flujo hipotético Henry Hub.

Garantía para el Off-Taker (Delivery or Pay)

Los Sponsors pagarán a prorrata la falta de liquidez en caso de que la Compañía incumpla con vender la cantidad mínima requerida de acuerdo con el SPA y no cuente con suficiente liquidez para cumplir sus obligaciones derivadas del *Delivery or Pay*, Opex y/o Servicio de Deuda. El monto límite de esta garantía es de US\$18.0 millones por año, la cual podría reducirse a US\$12.0 millones si cumple con ciertas condiciones.

Garantía sobre activos

Entre las principales garantías otorgadas desde el inicio del proyecto por PLNG a favor de los Acreedores Preferentes se encuentran las siguientes:

- *Security and Depositary Agreement* (gravamen sobre todos los activos y propiedades vinculados al proyecto).
- Garantía mobiliaria sobre la unidad de producción (incluye la planta, ducto e instalaciones marítimas).
- Garantía mobiliaria sobre activos, inventario y ducto.
- Cesión condicionada de derechos y *Direct Agreements*.
- *Security and Depositary Agreement*.
- Garantía mobiliaria sobre saldos en cuenta.
- Garantía mobiliaria sobre las participaciones de PLNG.

Precio del Gas Natural

La cotización promedio de Henry Hub presentó una tendencia a la baja a lo largo del ejercicio 2015, alcanzando en promedio US\$2.61/MMBtu, siendo el precio más bajo registrado desde 1999. Lo anterior respondió a una menor demanda del *commodity* aunado a una mayor oferta derivada de la mayor producción de gas de esquisto (*shale gas*). En el 2016, el precio continuó ajustándose hasta lle-

gar en promedio a US\$2.49/MMBtu por factores climatológicos desfavorables, los que a su vez conllevaron a incrementos en los niveles de almacenamiento del gas natural. No obstante, la recuperación de la economía norteamericana, así como la llegada del invierno en dicho país, impulsó el precio Henry Hub a US\$3.59/MMBtu en diciembre de 2016, llegando a US\$2.88/MMBtu en marzo de 2017.

En cuanto al precio comparado con otros marcadores de LNG, se observa que en el 2016 el Japan Korea Marker (JKM) cotizó en promedio US\$6.89/MMBtu, mientras que el NBP tuvo una cotización promedio de US\$4.56/MMBtu. Si bien dichos marcadores se encuentran por encima de lo que registra en promedio Henry Hub, ambos han disminuido la brecha, tal como se presenta en el gráfico a continuación:



Fuente: EIA, World Bank / Elaboración: Equilibrium

Es de mencionar que la exposición de la Compañía a fluctuaciones en el marcador Henry Hub resulta de los contratos SPA y GSA, donde se estipula que el precio de compra de gas natural se indexará al marcador del destino al cual sea enviado el LNG. Hay que precisar que SITME mantiene un contrato de venta de LNG con la Comisión Federal de Electricidad (CFE) hasta setiembre de 2022 a través del cual se obliga a enviar al menos el 66% de la producción de LNG hasta el Puerto de Manzanillo en México, que cotiza con el marcador Henry Hub.

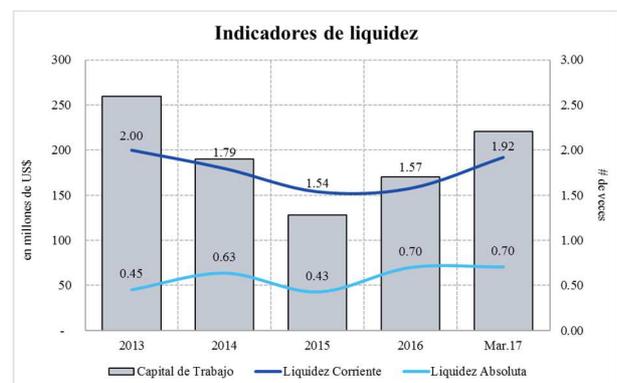
ANÁLISIS FINANCIERO PERÚ LNG

Activos y Liquidez

Al 31 de diciembre de 2016, los activos de la Compañía alcanzaron US\$2,995.8 millones, presentando una disminución de 0.39% respecto a lo registrado en el ejercicio previo, asociado principalmente a la depreciación acumulada de los activos fijos. Es de mencionar que el principal activo de PLNG son las propiedades, planta y equipo, neto compuesto de la planta de licuefacción de LNG, el ducto y las instalaciones marinas (83.30% y 83.22% del total de activos al 2016 y a marzo de 2017, respectivamente). Asimismo, se observa que, al primer trimestre de 2017, los activos retroceden hasta US\$2,955.8 millones (1.33% menos que en el 2016) producto de menores cuentas por cobrar a relacionadas.

En cuanto al efectivo y equivalentes, se aprecia un incremento en el mismo de US\$101.3 millones en el 2015 a US\$206.2 millones en el 2016, asociado al incremento de capital por US\$60.0 millones y a las cobranzas realizadas a SITME por la venta de gas natural licuado. A marzo del presente ejercicio, dicha partida retrocede en 17.97% respecto a lo registrado al cierre de 2016. En tanto, los otros activos financieros que recogen los fondos de las cuentas de reserva retroceden en US\$12.9 millones entre ejercicios alcanzando US\$253.1 millones al primer trimestre de 2017.

En línea con lo antes mencionado, el activo corriente se incrementa en 27.49% entre ejercicios, mientras que el pasivo corriente lo hace en 24.44% conllevando a que los indicadores de liquidez mejoren. En tal sentido, la liquidez corriente pasa de 1.54 a 1.57 veces entre el 2015 y 2016, y la liquidez absoluta de 0.43 a 0.70 veces. La tendencia antes señalada se mantiene al 31 de marzo de 2017 dado que el pasivo corriente retrocede en 18.72%, tal como se presenta en el gráfico siguiente:

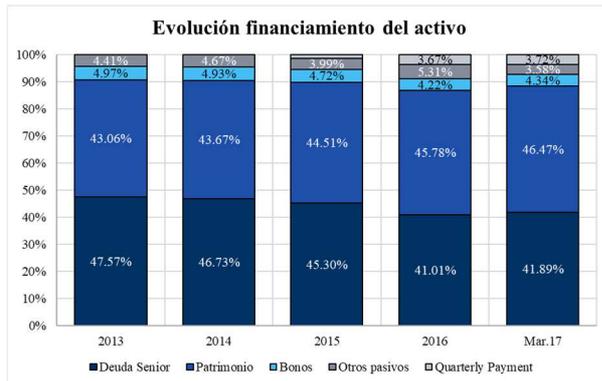


Fuente: Perú LNG / Elaboración: Equilibrium

Estructura Financiera y Solvencia

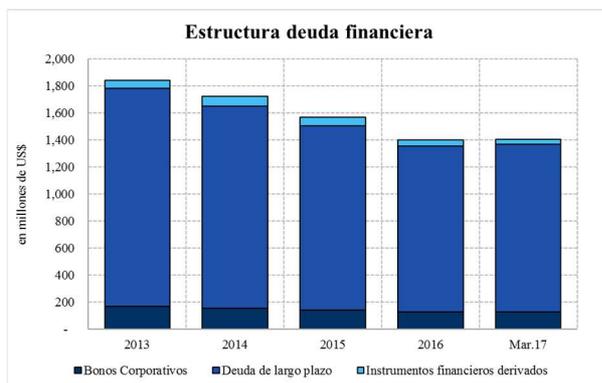
Los pasivos totales de PLNG ascendieron a US\$1,642.2 millones al cierre del ejercicio 2016, exhibiendo un retroceso de 2.68% respecto a lo registrado en el periodo previo. La principal variación viene de la amortización de las obligaciones financieras (-US\$168.3 millones), la cual logra contrarrestar las mayores cuentas por pagar a relacionadas (*Quarterly Payment*) que pasa de US\$44.7 millones a US\$110.0 millones entre ejercicios. Similar tendencia se observa a marzo de 2017, toda vez que el pasivo retrocede en 2.58% en los primeros tres meses del año hasta US\$1,582.4 millones. Lo anterior responde al pago de facturas no emitidas al cierre de 2016 así como al pago de tributos.

Para los periodos analizados, se observa que el patrimonio como fuente de financiamiento del activo se incrementa de 44.51% a 45.78% entre ejercicios, alcanzando 46.47% en marzo de 2017. En contrapartida, las obligaciones financieras de la Compañía retroceden de 55.49% en el 2015 a 53.53% en marzo de 2016 (54.22% al 2016).



Fuente: Perú LNG / Elaboración: Equilibrium

Es de recordar que el proyecto representó una inversión de US\$3,874.6 millones, financiado en US\$1,571.4 millones por los promotores, US\$2,050.0 millones por organismos multilaterales y US\$200.0 millones en bonos corporativos colocados en el mercado local. A la fecha de corte, el saldo de las obligaciones financieras alcanza US\$1,406.4 millones, de los cuales US\$1,238.3 millones corresponden a la deuda senior y US\$128.4 millones a la tercera y cuarta emisión del Primer Programa de Bonos Corporativos de PERU LNG¹.



Fuente: Perú LNG / Elaboración: Equilibrium

Al 31 de diciembre de 2016, el patrimonio neto de la Compañía alcanza US\$1,371.6 millones, superando en 2.47% lo registrado 12 meses atrás. El incremento responde al aporte de capital realizado por los promotores en mayo y agosto por un total de US\$60.0 millones. Al primer trimestre de 2017, el patrimonio neto no presenta mayores variaciones al incrementarse en 0.13% en los tres primeros meses del año.

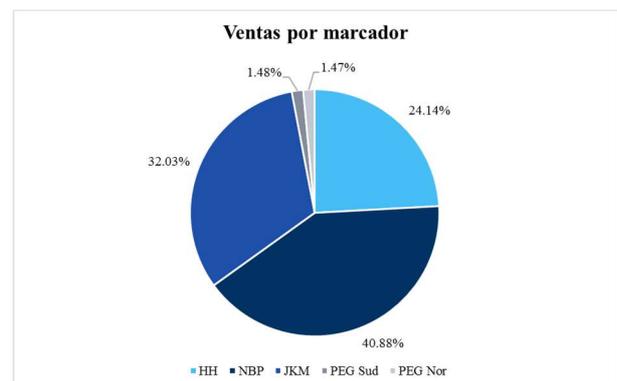
El incremento patrimonial antes mencionado, así como el retroceso en los pasivos, conlleva a que los indicadores de apalancamiento contable de la Compañía mejoren entre ejercicios de 1.25 a 1.18 veces, alcanzando 1.15 veces a marzo de 2017. Asimismo, la palanca financiera (medida como deuda financiera respecto al EBITDA anualizado) retrocede de 11.50 a 8.65 veces entre el 2015 y 2016 (6.66 veces al 31 de marzo de 2017).



Fuente: Perú LNG / Elaboración: Equilibrium

Generación, Eficiencia y Rentabilidad

Los ingresos de PLNG derivados de las ventas a SITME alcanzaron US\$501.0 millones al cierre del ejercicio 2016, 2.89% por debajo de lo registrado en el ejercicio previo. Los menores ingresos responden a menores precios en los marcadores de gas natural, toda vez que, en promedio, el marcador NBP retrocede entre ejercicios de US\$6.51 a US\$4.65 por millón de Btu, JKM de US\$7.44 a US\$5.72, y Henry Hub de US\$2.61 a US\$2.50. Los menores precios registrados en el 2016 logran contrarrestar el mayor número de embarcaciones enviadas (de 56 a 70), así como el mayor volumen de venta (de 188,055,245 a 225,350,373 millones de Btu).



Fuente: Perú LNG / Elaboración: Equilibrium

En cuanto a lo suscitado en el primer trimestre de 2017, las ventas alcanzan US\$185.0 millones, superando los US\$66.4 millones registrados en similar periodo del ejercicio previo. Dicho incremento responde, en parte, a la recuperación en los precios de los marcadores, así como al mayor envío de embarcaciones y volúmenes, además de que en los primeros meses del 2016 la planta presentó paradas no programadas por eventos de fuerza mayor.

Es importante destacar que, en el año 2016, la eficiencia de la planta alcanzó 92.07%, el porcentaje más alto desde que inició operaciones, y que al cierre del primer trimestre del 2017 se continúan mostrando altos índices de eficiencia y producción de la planta.

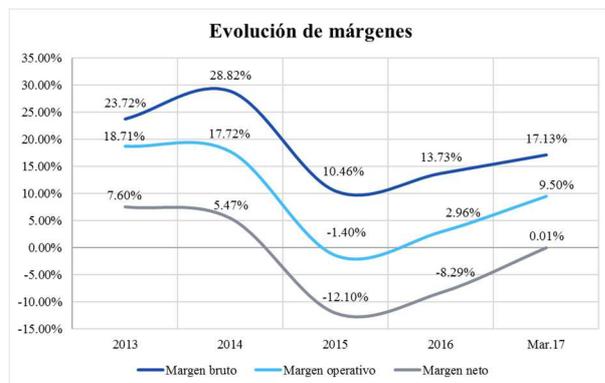
En cuanto a los costos de ventas, los mismos retroceden 6.44% entre el 2015 y 2016 (US\$432.2 millones), en línea con los menores precios de gas natural antes mencionados, así como por otros costos indirectos por mantenimiento operativo realizados en el 2015, que alcanzaron US\$65.6 millones. Por su parte, los costos de ventas al cierre de marzo de 2017 ascienden a US\$153.3 millones, US\$69.0

¹ El detalle de los instrumentos clasificados se presenta en el Anexo III.

millones más que en marzo de 2016, en línea con la compra de gas natural utilizado para el proceso productivo y cuyo precio se encuentra asociado al destino de venta.

Producto de lo anterior, PLNG registra una utilidad bruta de US\$68.8 millones al cierre de 2016 (+27.54% respecto al 2015) y de US\$31.7 millones marzo de 2017 (pérdida bruta de US\$17.9 millones en similar periodo del ejercicio previo).

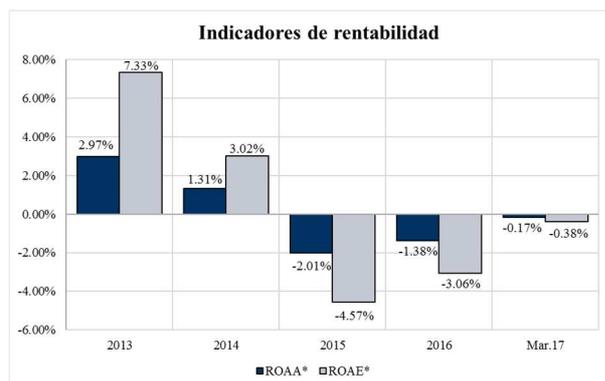
En tanto, los gastos operativos de la Compañía presentaron un incremento importante en el año 2015 asociado a la resolución del contrato que mantenían con su entonces contratista Wood Group, situación que no se repite en el 2016 y que finalmente conlleva a que la utilidad operativa alcance US\$14.8 millones, tras haber registrado pérdidas en el ejercicio previo. A marzo de 2017, también se observan mejores indicadores de eficiencia al retroceder interanualmente los gastos de venta y distribución en 4.06%, tal como se presenta en el gráfico a continuación:



Fuente: Perú LNG / Elaboración: Equilibrium

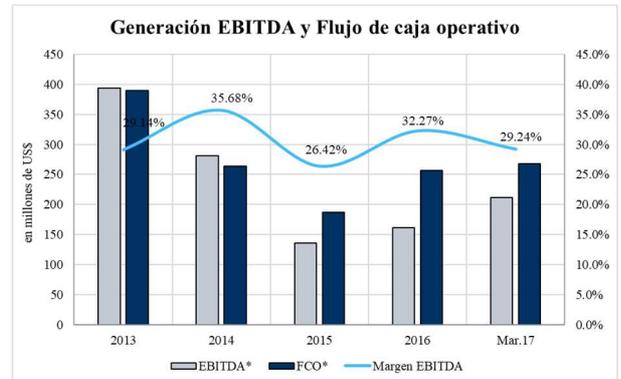
En línea con el mayor saldo en caja registrado en el 2016, los ingresos financieros alcanzan US\$1.6 millones, mientras que los gastos financieros totalizan US\$71.6 millones. Es de mencionar que, al ser las obligaciones financieras amortizables, el gasto financiero mantiene una tendencia decreciente. Tal es así que, a marzo de 2017, el gasto financiero retrocede en 8.68% respecto a lo registrado en similar periodo del ejercicio previo.

Luego de considerar el impuesto a la renta, PLNG registra pérdidas de US\$41.5 millones en el 2016 y una ganancia de US\$20 mil al primer trimestre de 2017. Dichos resultados conllevan a que la Compañía continúe registrando rendimientos promedio anualizados negativos sobre el activo y para sus accionistas.



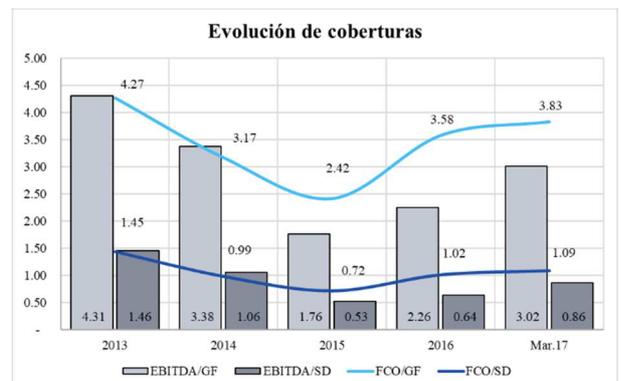
Fuente: Perú LNG / Elaboración: Equilibrium

La generación de la Compañía medida a través del EBITDA presenta una recuperación entre los ejercicios 2015 y 2016, al pasar de US\$136.3 millones a US\$161.7 millones, en línea con el mejor performance operativo detallado en párrafos anteriores, y pasando el margen EBITDA de 26.42% a 32.27%. Asimismo, el EBITDA anualizado de PLNG a marzo de 2017 totaliza US\$211.3 millones, con un margen de 29.24%.



Fuente: Perú LNG / Elaboración: Equilibrium

Del mismo modo, se observa una recuperación en los niveles de flujo de caja operativo, pasando el mismo de US\$186.9 millones en el 2015 a US\$256.2 millones en el 2016, mientras que en términos anualizados el mismo alcanza US\$268 millones al primer trimestre de 2017. De acuerdo a lo presentado en el siguiente gráfico, el EBITDA no es aún suficiente para cubrir el servicio de deuda en los últimos periodos analizados; sin embargo, el flujo de caja operativo resulta suficiente, al considerar el ingreso del *Quarterly Payment*.



Fuente: Perú LNG / Elaboración: Equilibrium

PERÚ LNG S.R.L.**ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA**

En Miles de Dólares

ACTIVOS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Efectivo y equivalentes de efectivo	116,890	151,774	101,300	57,594	206,159	169,103
Otros activos financieros	286,943	186,585	188,334	245,375	175,451	253,138
Cuentas por cobrar comerciales, neto	492	331	-	-	-	-
Cuentas por cobrar comerciales a relacionadas	62,588	55,221	27,052	22,935	40,885	599
Otras cuentas por cobrar, neto	27,907	18,308	24,332	23,783	16,468	9,877
Inventarios	22,492	13,353	14,789	15,792	16,095	16,128
Gastos pagados por adelantado	2,025	4,216	10,023	14,941	11,343	12,867
Total Activo Corriente	519,337	429,788	365,830	380,420	466,401	461,712
Propiedades, planta y equipo, neto	2,863,916	2,755,832	2,636,573	2,599,917	2,495,605	2,459,973
Activo por impuestos diferidos	-	-	408	21,094	25,868	25,141
Otros activos no financieros no corrientes	11,187	4,758	4,751	6,853	7,951	9,012
Total Activo No Corriente	2,875,103	2,760,590	2,641,732	2,627,864	2,529,424	2,494,126
TOTAL ACTIVOS	3,394,440	3,190,378	3,007,562	3,008,284	2,995,825	2,955,838

PASIVOS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Obligaciones Financieras	-	-	-	-	-	-
Parte Corriente Deuda de Largo Plazo	178,178	183,209	181,381	174,950	179,746	174,918
Cuentas por Pagar Comerciales	75,413	50,240	42,931	44,950	89,507	50,578
Otras Cuentas por Pagar	6,584	6,046	5,949	12,316	20,132	11,423
Cuentas por pagar a relacionadas	-	134	7,908	4,895	6,982	3,960
Total Pasivo Corriente	260,175	239,629	238,169	237,111	296,367	240,879
Obligaciones Financieras	1,662,822	1,539,106	1,386,131	1,422,537	1,217,840	1,231,490
Cuentas por pagar a relacionadas	-	-	44,660	60,000	110,000	110,000
Pasivos por impuestos diferidos	9,816	18,363	-	-	-	-
Total Pasivo No Corriente	1,672,638	1,557,469	1,430,791	1,482,537	1,327,840	1,341,490
TOTAL PASIVO	1,932,813	1,797,098	1,668,960	1,719,648	1,624,207	1,582,369
Capital social	1,501,435	1,401,435	1,401,435	1,401,435	1,461,435	1,461,435
Otras reservas de patrimonio	(40,402)	(51,928)	(44,205)	(57,765)	(29,668)	(27,837)
Resultados acumulados	(102,035)	594	43,773	(18,628)	(18,628)	(60,149)
Resultado del ejercicio	102,629	43,179	(62,401)	(36,406)	(41,521)	20
TOTAL PATRIMONIO NETO	1,461,627	1,393,280	1,338,602	1,288,636	1,371,618	1,373,469
TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO	3,394,440	3,190,378	3,007,562	3,008,284	2,995,825	2,955,838

ESTADO DE RESULTADOS INTEGRALES

En Miles de Dólares

	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
Total ingresos actividades ordinarias	1,350,381	788,866	515,855	66,413	500,962	185,027
Costo de servicios	(1,030,129)	(561,543)	(461,921)	(84,346)	(432,172)	(153,341)
RESULTADO BRUTO	320,252	227,323	53,934	(17,933)	68,790	31,686
Gastos de venta y distribución	(31,391)	(55,315)	(25,390)	(8,324)	(25,221)	(7,986)
Gastos de administración	(36,212)	(32,309)	(35,818)	(6,028)	(28,801)	(6,131)
Otros ingresos/gastos, neto	63	91	39	-	50	6
RESULTADO OPERATIVO	252,712	139,790	(7,235)	(32,285)	14,818	17,575
Ingresos financieros	1,277	517	360	82	1,593	750
Gastos Financieros	(91,375)	(83,209)	(77,334)	(18,269)	(71,577)	(16,684)
Diferencia de cambio, neta	(1,549)	(433)	(273)	(809)	(1,469)	837
RESULTADO ANTES DE IMPUESTOS	161,065	56,665	(84,482)	(51,281)	(56,635)	2,478
Impuesto a las ganancias	(58,436)	(13,486)	22,081	14,875	15,114	(2,458)
RESULTADO NETO	102,629	43,179	(62,401)	(36,406)	(41,521)	20

PERÚ LNG S.R.L.

INDICADORES FINANCIEROS	Dic.13	Dic.14	Dic.15	Mar.16	Dic.16	Mar.17
SOLVENCIA						
Pasivo / Patrimonio	1.32	1.29	1.25	1.33	1.18	1.15
Deuda Financiera / Pasivo	0.95	0.96	0.94	0.93	0.86	0.89
Deuda Financiera / Patrimonio	1.26	1.24	1.17	1.24	1.02	1.02
Deuda Financiera / EBITDA*	4.68	6.12	11.50	20.87	8.65	6.66
Pasivo / Activo	0.57	0.56	0.55	0.57	0.54	0.54
Pasivo Corriente / Pasivo total	0.13	0.13	0.14	0.14	0.18	0.15
Pasivo No Corriente / Pasivo total	0.87	0.87	0.86	0.86	0.82	0.85
LIQUIDEZ						
Liquidez Corriente	2.00	1.79	1.54	1.60	1.57	1.92
Prueba Ácida	1.90	1.72	1.43	1.47	1.48	1.80
Liquidez Absoluta	0.45	0.63	0.43	0.24	0.70	0.70
Capital de Trabajo	259,162	190,159	127,661	143,309	170,034	220,833
GESTIÓN						
Gastos operativos / Ingresos	5.01%	11.11%	11.87%	21.61%	10.78%	7.63%
Gastos financieros / Ingresos	6.77%	10.55%	14.99%	27.51%	14.29%	9.02%
Rotación de Cuentas por Cobrar (días)	17	25	19	31	29	0
Rotación de Cuentas por Pagar (días)	26	33	33	47	74	30
Rotación de Inventarios (días)	8	9	12	17	13	9
Ciclo de conversión de efectivo	-2	1	-3	1	-32	-20
RENTABILIDAD						
Margen bruto	23.72%	28.82%	10.46%	-27.00%	13.73%	17.13%
Margen operativo	18.71%	17.72%	-1.40%	-48.61%	2.96%	9.50%
Margen neto	7.60%	5.47%	-12.10%	-54.82%	-8.29%	0.01%
Margen EBITDA	29.14%	35.68%	26.42%	6.68%	32.27%	29.24%
ROAA*	2.97%	1.31%	-2.01%	-3.31%	-1.38%	-0.17%
ROAE*	7.33%	3.02%	-4.57%	-7.70%	-3.06%	-0.38%
GENERACIÓN						
FCO	389,870	263,555	186,870	29,444	256,179	41,292
FCO anualizado	389,870	263,555	186,870	119,138	256,179	268,027
FCO / Gastos financieros*	4.27	3.17	2.42	1.57	3.58	3.83
FCO / Servicio de Deuda*	1.45	0.99	0.72	0.48	1.02	1.09
EBITDA	393,499	281,454	136,274	4,438	161,660	54,102
EBITDA anualizado	393,499	281,454	136,274	76,563	161,660	211,324
EBITDA / Gastos financieros*	4.31	3.38	1.76	1.01	2.26	3.02
EBITDA / Servicio de deuda*	1.46	1.06	0.53	0.31	0.64	0.86

* indicadores anualizados

ANEXO I
HISTORIA DE CLASIFICACIÓN – PERÚ LNG S.R.L.

Instrumento	Clasificación Anterior (Al 31.12.15) *	Clasificación Actual	Definición de Categoría Actual
Primer Programa de Bonos Corporativos	A+.pe	A+.pe	Refleja alta capacidad de pagar el capital e intereses en los términos y condiciones pactados. La capacidad de pago es más susceptible a posibles cambios adversos en las condiciones económicas que las categorías superiores.

* Sesión de Comité del 05 de abril de 2016.

** El historial de las clasificaciones otorgadas en las últimas 05 evaluaciones se encuentra disponible en: <http://www.equilibrium.com.pe/clasificacionhistorica.pdf>

ANEXO II**Accionistas al 31.03.2017**

Accionistas	Participación
Perú LNG Company LLC	99.50%
Perú LNG Partner Company LLC	0.50%
Total	100.00 %

Fuente: Perú LNG / Elaboración: Equilibrium

**Miembros del Consorcio Perú LNG Company LLC
al 31.03.2017**

Shareholders	Participación
Peru Hunt LNG Funding Company	40.00%
Shell Gas B.V.	20.00%
SK Innovation Co. Ltd.	20.00%
Camisea LNG (Holding) Company	10.00%
Marubeni Corporation	10.00%
Total	100.00 %

Fuente: Perú LNG / Elaboración: Equilibrium

Plana Gerencial al 31.03.2017

Nombre	Cargo
Stephen Gerald Suellentrop	Presidente
Dennis Joseph Grindinger	Vicepresidente
Maria Julia Aybar Solis	Gerente General
Konrad Hubert Rudnicki	Gerente Comercial
Solange Mariel Cuadros Ramirez	Gerente Legal

Fuente: SMV / Elaboración: Equilibrium

ANEXO III
DETALLE DE LOS INSTRUMENTOS CLASIFICADOS – PERU LNG S.R.L.

Primer Programa de Bonos Corporativos de PERU LNG

El 19 de noviembre de 2009 se colocaron cuatro emisiones por US\$200.0 millones a través del Primer Programa de Bonos Corporativos de PERU LNG. La Primera y Segunda Emisión (US\$10.0 millones y US\$40.0 millones, respectivamente) fueron canceladas en mayo de 2012 y noviembre de 2014, de acuerdo al cronograma inicial de pago. El Programa mantiene además de la garantía genérica sobre el patrimonio de la Compañía, las garantías detalladas en el informe.

	1ra Emisión	2da Emisión	3ra Emisión	4ta Emisión
Monto colocado:	US\$10.0 millones	US\$40.0 millones	US\$135.3 millones	US\$24.7 millones
Saldo en circulación:	-	-	US\$108.3 millones	US\$19.7 millones
Plazo:	2.5 años	5 años	15 años	15 años
Periodo de gracia:	2 años	2.5 años	5 años	5 años
Tasa:	3.44%	4.66%	Libor 6M + 3.65625%	7.16%

© 2017 Equilibrium Clasificadora de Riesgo.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS EMITIDAS POR EQUILIBRIUM CLASIFICADORA DE RIESGO S.A. (“EQUILIBRIUM”) CONSTITUYEN LAS OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE INVESTIGACION PUBLICADAS POR EQUILIBRIUM (LAS “PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM”) PUEDEN INCLUIR OPINIONES ACTUALES DE EQUILIBRIUM SOBRE EL RIESGO CREDITICIO FUTURO RELATIVO DE ENTIDADES, COMPROMISOS CREDITICIOS O DEUDA O VALORES SIMILARES A DEUDA. EQUILIBRIUM DEFINE RIESGO CREDITICIO COMO EL RIESGO DE QUE UNA ENTIDAD NO PUEDA CUMPLIR CON SUS OBLIGACIONES CONTRACTUALES, FINANCIERAS UNA VEZ QUE DICHAS OBLIGACIONES SE VUELVEN EXIGIBLES, Y CUALQUIER PERDIDA FINANCIERA ESTIMADA EN CASO DE INCUMPLIMIENTO. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NO TOMAN EN CUENTA CUALQUIER OTRO RIESGO, INCLUYENDO SIN LIMITACION: RIESGO DE LIQUIDEZ, RIESGO DE VALOR DE MERCADO O VOLATILIDAD DE PRECIO. LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO Y LAS OPINIONES DE EQUILIBRIUM INCLUIDAS EN LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN DECLARACIONES DE HECHOS ACTUALES O HISTORICOS. LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIÓN O ASESORIA FINANCIERA O DE INVERSION, Y LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO CONSTITUYEN NI PROPORCIONAN RECOMENDACIONES PARA COMPRAR, VENDER O MANTENER VALORES DETERMINADOS. NI LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS NI LAS PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM CONSTITUYEN COMENTARIOS SOBRE LA IDONEIDAD DE UNA INVERSION PARA CUALQUIER INVERSIONISTA ESPECIFICO. EQUILIBRIUM EMITE SUS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICA SUS PUBLICACIONES CON LA EXPECTATIVA Y EL ENTENDIMIENTO DE QUE CADA INVERSIONISTA EFECTUARA, CON EL DEBIDO CUIDADO, SU PROPIO ESTUDIO Y EVALUACION DE CADA VALOR SUJETO A CONSIDERACION PARA COMPRA, TENENCIA O VENTA.

LAS CLASIFICACIONES CREDITICIAS Y PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM NO ESTAN DESTINADAS PARA SU USO POR PEQUEÑOS INVERSIONISTAS Y SERÍA IMPRUDENTE QUE UN PEQUEÑO INVERSIONISTA TUVIERA EN CONSIDERACION LAS CLASIFICACIONES DE RIESGO O PUBLICACIONES DE EQUILIBRIUM AL TOMAR CUALQUIER DECISION DE INVERSION. EN CASO DE DUDA USTED DEBERA CONSULTAR A SU ASESOR FINANCIERO U OTRO ASESOR PROFESIONAL.

TODA LA INFORMACION AQUI CONTENIDA SE ENCUENTRA PROTEGIDA POR LEY, INCLUYENDO SIN LIMITACION LAS LEYES DE DERECHO DE AUTOR (COPYRIGHT), Y NINGUNA DE DICHA INFORMACION PODRA SER COPIADA, REPRODUCIDA, REFORMULADA, TRANSMITIDA, TRANSFERIDA, DIFUNDIDA, REDISTRIBUIDA O REVENDIDA DE CUALQUIER MANERA, O ARCHIVADA PARA USO POSTERIOR EN CUALQUIERA DE LOS PROPOSITOS ANTES REFERIDOS, EN SU TOTALIDAD O EN PARTE, EN CUALQUIER FORMA O MANERA O POR CUALQUIER MEDIO, POR CUALQUIER PERSONA SIN EL CONSENTIMIENTO PREVIO POR ESCRITO DE EQUILIBRIUM.

Toda la información aquí contenida es obtenida por EQUILIBRIUM de fuentes consideradas precisas y confiables. Sin embargo, debido a la posibilidad de error humano o mecánico y otros factores, toda la información contenida en este documento es proporcionada “TAL CUAL” sin garantía de ningún tipo. EQUILIBRIUM adopta todas las medidas necesarias a efectos de que la información que utiliza al asignar una clasificación crediticia sea de suficiente calidad y de fuentes que EQUILIBRIUM considera confiables, incluyendo, cuando ello sea apropiado, fuentes de terceras partes. Sin perjuicio de ello, EQUILIBRIUM no es un auditor y no puede, en cada momento y de manera independiente, verificar o validar información recibida en el proceso de clasificación o de preparación de una publicación.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad frente a cualquier persona o entidad por cualquier pérdida o daño indirecto, especial, consecucional o incidental derivado de o vinculado a la información aquí contenida o el uso o inhabilidad de uso de dicha información, inclusive si EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes o proveedores es advertido por adelantado sobre la posibilidad de dichas pérdidas o daños, incluyendo sin limitación: (a) cualquier pérdida de ganancias presentes o potenciales, o (b) cualquier pérdida o daño derivado cuando el instrumento financiero correspondiente no sea objeto de una clasificación crediticia específica asignada por EQUILIBRIUM.

En la medida que ello se encuentre permitido por ley, EQUILIBRIUM y sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores efectúan un descargo de responsabilidad por cualquier pérdida o daño directo o compensatorio causados a cualquier persona o entidad, incluyendo sin limitación cualquier negligencia (pero excluyendo fraude, dolo o cualquier otro tipo de responsabilidad que no pueda ser excluido por ley) en relación con o cualquier contingencias dentro o fuera del control de EQUILIBRIUM o cualquiera de sus directores, funcionarios, trabajadores, agentes, representantes, licenciantes y proveedores, derivados de o vinculados a la información aquí contenida o el uso de o la inhabilidad de usar cualquiera de dicha información.

EQUILIBRIUM NO PRESTA NI EFECTUA, DE NINGUNA FORMA, GARANTIA ALGUNA, EXPRESA O IMPLICITA, RESPECTO A LA PRECISION, OPORTUNIDAD, INTEGRIDAD, COMERCIALIZACION O AJUSTE PARA CUALQUIER PROPOSITO ESPECIFICO DE CUALQUIER CLASIFICACION O CUALQUIER OTRA OPINION O INFORMACION.