

## Fitch Afirma Calificación del Elektra Noreste en 'BBB'; Perspectiva Estable

**Fitch Ratings - Nueva York - (Agosto 8, 2016):** Fitch Ratings afirmó las calificaciones de riesgo de largo plazo en moneda extranjera y local de Elektra Noreste S.A. (ENSA) en 'BBB'. La acción de calificación afecta aproximadamente a USD100 millones de deuda con vencimiento en 2021. La Perspectiva de la calificación es Estable.

Las calificaciones de ENSA se basan en su posición financiera sólida, generación estable de flujo de caja y perfil de negocio de bajo riesgo, que es característico de las empresas de distribución eléctrica. La estabilidad del flujo de caja se incorpora positivamente a la calificación ya que reduce el riesgo de negocio y añade seguridad. Las calificaciones de ENSA también incluyen la exposición de la compañía al riesgo de regulación, el cual se considera moderado.

### FACTORES CLAVE DE LA CALIFICACIÓN

#### Indicadores de Crédito Sólidos:

El perfil financiero de ENSA es sólido con medidas de protección de crédito de grado de inversión. Históricamente la compañía ha mantenido un endeudamiento moderado, una liquidez adecuada y una generación de flujos de caja apropiada. ENSA conserva una cobertura de intereses saludable, medida por el EBITDA a gastos financieros pagados, de 6.5x por los últimos 12 meses (UDM) a marzo de 2016. Las tarifas de distribución de ENSA se basan en una metodología de precio máximo con reajustes del valor agregado de distribución (VAD) cada 4 años, el cual proporciona un incentivo para eficiencias operativas. El pliego tarifario nuevo vigente de julio de 2014 a junio de 2018 fue aprobado y entró en vigor en enero de 2015. Fitch proyecta un EBITDA anual promedio de USD88 millones durante 2016 a 2018, arriba de USD77 millones promedio de 2011 a 2014.

Fitch espera que el apalancamiento de ENSA se ubique en el rango entre 3.0 veces (x) y 3.5x en el mediano plazo conforme la empresa implementa las inversiones en su red de cobertura en los próximos años. ENSA mostró un índice de deuda total a EBITDA de 3.0x para los UDM al 31 de marzo de 2016, superior a 2.8x veces en 2015 (2014: 2.4x). El aumento de la deuda se destina a financiar el programa de inversiones de capital de la compañía de USD270 millones para el período 2014 a 2018, que es la inversión requerida según lo determinado en el ajuste tarifario. Un nivel mayor de apalancamiento de forma sostenida por encima de 3.5x podría presionar las calificaciones.

Fitch ve el riesgo de liquidez de ENSA como manejable dada la generación de flujo de caja predecible de la empresa y su perfil de amortización de la deuda. La posición de liquidez de ENSA es apoyado por su generación de flujo de caja estable y la amortización flexible de deuda. Además, la empresa mantiene líneas bancarias para capital de trabajo hasta por USD165 millones, las cuales pueden ser utilizadas para financiar las compras de energía.

A marzo de 2016, la deuda de ENSA se compone por USD44 millones de deuda bancaria a corto plazo, y USD200 millones de notas senior no garantizadas. El plan de amortización de la deuda de la compañía es manejable, ya que 10% de su deuda a largo plazo tiene vencimiento en 2018 (USD20 millones), y 90% vence entre 2021 (USD100 millones) y 2027 (USD80 millones). La compañía espera refinanciar su deuda a corto plazo en 2017 para concentrar 90% como deuda a largo plazo.

#### Flujo de Fondos Libre Impactado por Inversiones y Dividendos:

ENSA ha registrado flujos de fondos libre (FFL) negativos en los últimos años principalmente como consecuencia de su política de dividendos e inversiones. ENSA distribuye dividendos por hasta 100% de la utilidad neta del año anterior. Durante 2015, el pago de dividendos de USD74.1 millones correspondió a la utilidad neta de 2013 y 2014. Las inversiones de capital alcanzarán USD270 millones en los próximos 4 años, en forma acumulada, como resultado del contrato de concesión nuevo y las tarifas aprobadas para el período de julio de 2014 a junio de 2018.

El programa de inversión reconocido en tarifa es superior al último requerimiento de revisión tarifaria de USD160 millones durante el período de 2010 a 2014. En 2015, las inversiones de capital representaron USD83.7 millones (2014: USD53.7 millones). ENSA está comprometida a expandir su red de distribución en 5,000 metros desde la red existente al inicio del contrato y a mejorar la calidad del servicio por

requerimiento del contrato de concesión y del plan tarifario nuevo para el período de julio de 2014 a junio de 2018.

## **Perfil de Negocio de Bajo Riesgo:**

El perfil crediticio de ENSA está respaldado por su posición de monopolio natural. El área de concesión de ENSA es exclusiva con límites bien definidos. La concesión es permanente su contrato se revisa cada 15 años (el actual expira en octubre de 2028). ENSA es 51% propiedad de Panamá Distribution Group, S.A. (PDG), una subsidiaria de Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (EPM; calificada 'BBB+', Perspectiva Negativa por Fitch), y 48.25% propiedad del Gobierno de Panamá.

De acuerdo a la regulación, la mayoría de acciones de las tres empresas de distribución eléctrica son subastadas en procesos de licitación públicos un año antes del fin del contrato de concesión. El último concurso se condujo en agosto de 2013 y PDG fue la única parte interesada por 51% de la acciones de ENSA. PDG retuvo su posición mayoritaria sin necesidad de desembolsar algún pago al Gobierno de Panamá. El proceso de licitación es a nivel del *holding* de la empresa (PDG), por lo que no afecta la actividad operativa de ENSA.

ENSA es una empresa eficiente de distribución eléctrica con pérdidas de energía de ambos factores técnicos y no técnicos que son razonables para un distribuidor eléctrico en América Latina. ENSA reportó pérdidas de energía comerciales de 10.6% en 2015 (2014: 10.1%). Mejoras modestas adicionales en la eficiencia de la compañía en los próximos años podrían beneficiar los márgenes y las ganancias de la compañía; no obstante, estas pueden ser un reto mayor mientras la compañía sea más eficiente.

## **Riesgo Regulatorio Moderado:**

ENSA se enfrenta a riesgo regulatorio moderado asociado con los ajustes de tarifas, que pueden afectar directamente la generación de caja de la compañía. Las tarifas de distribución se basan en una metodología de precio máximo con reajustes del VAD cada 4 años. El valor presente neto del VAD aprobado para el período de julio de 2014 a junio de 2018 es USD636.7 millones (comparado a USD442.2 millones para el período de julio de 2010 a junio de 2014). Las tarifas se ajustan mensualmente para trasladar el efecto de los cambios del precio del combustible y, semestralmente, para reflejar los cambios en el índice de precios al consumidor panameño (IPC).

El gobierno subsidia el consumo de electricidad en Panamá. El monto no facturado a los clientes ha sido subsidiado por el gobierno panameño a través del FET (Fondo de Estabilización Tarifaria, el cual beneficia a usuarios residenciales), y del FACE (Fondo de Compensación Energética). Este último fue eliminado durante el segundo semestre 2015. Desde 2012, el subsidio FET ha sido gradualmente reducido dependiendo del rango de consumo. El objetivo del gobierno es mantener el subsidio para usuarios con consumo de hasta 350 KWh.

La exposición de la empresa a los subsidios del gobierno ha disminuido desde 2015, en comparación con los pagos de subsidios anuales previos (2014: USD139.5 millones), debido a los precios bajos de la energía y a la reducción progresiva del subsidio FET desde 2012. Fitch considera que la reducción prolongada del monto de transferencias del gobierno contribuiría a un sector más sostenible en cuanto las empresas de distribución se benefician de requerimientos de financiamiento menores de capital de trabajo, previamente derivado del período de demora de los pagos de subsidios.

Los subsidios en 2015 representaron un monto negativo de USD28.7 millones, que comprenden subsidio FET (USD33.5 millones), y una variación negativa de USD62.4 millones por concepto FACE y ajuste por variación de precio combustible. En 2014 el subsidio FET fue de USD39.8 millones y este ha mostrado un promedio de USD46.0 millones entre 2011 y 2013. En el caso de que ENSA no fuera capaz de transferir el costo de energía para el usuario final a través de los ajustes de tarifas, o por medio de subsidios gubernamentales, su liquidez podría afectarse.

## **SUPUESTOS CLAVE**

- Ventas de energía (GWh) con crecimientos anuales promedio de 5.5% durante el período de 2016 a 2019.
- Continúa en vigor el contrato de concesión de 15 años que inició en noviembre de 2013.
- Los subsidios del gobierno se seguirán pagando de manera oportuna.
- Las inversiones de capital estarán en línea con el plan de negocio de la compañía.
- La deuda a EBITDA será inferior a 3.5x.

## SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN

ENSA tiene un margen limitado en la categoría de la BBB con la razón deuda a EBITDA en 3.0x o superior. Por lo tanto, Fitch no prevé acción de calificación positiva en el corto plazo.

Eventos futuros que podrían, individualmente o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa incluyen: aumento de la dependencia de los subsidios gubernamentales; deterioro del apalancamiento a niveles por arriba de 3.5x de forma sostenida; ajustes de tarifas que reduzcan significativamente la generación de caja; incremento relevante de deuda o aumentos de distribución de dividendos; una baja de calificación del soberano que refleje un deterioro de las condiciones macroeconómicas.

## LIQUIDEZ

La posición de liquidez de la compañía se apoya en su flujo de caja estable y el perfil de amortización de la deuda de largo plazo (USD20 millones vencen en 2018), y USD180 millones vencen en más de 5 años (USD100 millones en 2021 y USD80 millones en 2027). Además, ENSA mantiene líneas bancarias para capital de trabajo hasta por USD165 millones, las cuales pueden utilizarse para financiar las compras de energía.

## Contactos Fitch Ratings:

John Wiske (Analista Líder)  
Analista  
+1 212 908 9195  
Fitch Ratings, Inc.  
33 Whitehall Street  
Nueva York, New York, 10004

Vanessa Villalobos (Analista Secundario)  
Directora Asociada  
+506 2296 94 54

Relación con medios: Elizabeth Fogerty, Nueva York. Tel: +1 (212) 908 0526.  
E-mail: [elizabeth.fogerty@fitchratings.com](mailto:elizabeth.fogerty@fitchratings.com).

Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.

Este comunicado es una traducción del original emitido en inglés por Fitch en su sitio internacional en agosto 5, 2016 y puede consultarse en la liga [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Todas las opiniones expresadas pertenecen a Fitch Ratings, Inc.

Metodología aplicada:

- Metodología de Calificación de Empresas No Financieras (Diciembre 19, 2014).

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS](http://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/DEFINITIONS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTAN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHCENTROAMERICA.COM](http://WWW.FITCHCENTROAMERICA.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTAN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CODIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTA BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.