

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

Fitch Ratings afirmó las calificaciones en escala internacional Issuer Default Ratings (IDR) en moneda extranjera y local de Elektra Noreste, S.A. (ENSA) en 'BBB' el 1 de noviembre de 2019. La Perspectiva de las calificaciones es Estable. Fitch también afirmó la calificación de las notas senior no garantizadas con vencimiento en 2021 en 'BBB'. Las calificaciones de ENSA se basan en su posición financiera sólida, la generación estable de flujo de efectivo y su perfil de riesgo de negocio bajo, característico de las empresas de distribución de electricidad. La estabilidad del flujo de caja se incorpora de manera positiva en las calificaciones, ya que reduce el riesgo comercial y agrega certeza. Las calificaciones también incorporan la exposición de ENSA al riesgo regulatorio, que se considera moderado.

Tipo	Calificación	Perspectiva	Última Acción de Calificación
Calificación IDR de largo plazo en moneda local	BBB	Estable	Afirmada el 1 de noviembre 2019
Calificación IDR de largo plazo en moneda extranjera	BBB	Estable	Afirmada el 1 de noviembre 2019

## Factores Clave de las Calificaciones

**Estructura Financiera Sólida:** La sólida estructura financiera de ENSA soporta su calificación de 'BBB' y es comparable con la de sus pares de calificación regionales con calificaciones similares. Fitch espera que el apalancamiento de la compañía sea de 3.2 veces (x) al cierre de 2019 para luego disminuir por debajo de 3.0x a lo largo del horizonte de calificación debido a menores precios en la compra de electricidad que reducen los costos de pérdidas de energía, el crecimiento gradual de la demanda de electricidad y a los ajustes de inflación a su margen de energía regulado. Fitch espera que la cobertura FGO a intereses brutos de ENSA aumente por encima de 5.0x en 2021, como resultado de un flujo de caja robusto continuo y menores costos de intereses al tiempo que refinancia su bono de USD100 millones con vencimiento en 2021 con cupón fijo de 7.6%, con deuda de menor costo.

**Reducción de Capex Mejora FFL:** Fitch espera que los requerimientos moderados de capex mejoren el Flujo de Fondos Libre (FFL) de la compañía de estructuralmente negativo a neutral, y permitan que el apalancamiento disminuya por debajo de 3.0x en el horizonte de calificación. La tarifa vigente entre el segundo semestre de 2018 hasta el primer semestr de 2022 requiere que el capex de ENSA sea de USD191 millones durante cuatro años. Esto representa una disminución significativa desde los USD271 millones requeridos por la tarifa en el período anterior, cuando Panamá estaba creciendo más rápidamente, con un crecimiento del PIB real regularmente superior al 5%. La práctica de la compañía de pagar la mayor parte de su utilidad neta en dividendos compensa parcialmente el impacto positivo en el FFL.

**Menores Costos de Energía:** Debido a la capacidad de disponible que ingresa al sistema de generación, particularmente a las plantas de gas natural licuado de bajo costo, junto con las condiciones hidrológicas normalizadas anticipadas, Fitch supone que los costos totales de energía caerán a aproximadamente USD120 por Megavatio-hora (MWh) para 2021, lo que significaría USD2.5 millones adicionales de EBITDA para la compañía. Las condiciones secas actuales y la baja hidrología en Panamá causaron que los costos de energía para los clientes de ENSA alcanzaran USD159 por MWh en el primer semestre de 2019. Si bien estos costos se transfieren en gran medida a los clientes finales, Fitch estima que aproximadamente el 2% de las compras de energía de la compañía son pérdidas absorbidas por ENSA.

**Perfil de Riesgo de Negocio Bajo:** La posición de monopolio natural de ENSA respalda su perfil crediticio. El área de concesión de ENSA es exclusiva y tiene límites bien definidos, que abarcan aproximadamente la mitad del área metropolitana de la Ciudad de Panamá y las provincias al norte y al este. Si bien el área menos estable de Colón representa el 16% de la demanda de ENSA, su base de usuarios está relativamente densamente poblada, con 38 usuarios por km de líneas, lo que hace que su área de concesión sea más fácil y más económica de administrar. La concesión es permanente, pero el contrato se revisa cada 15 años, donde el contrato actual expira en octubre de 2028.

**Riesgo Regulatorio Moderado:** ENSA enfrenta un riesgo regulatorio moderado por los ajustes de tarifas, que pueden afectar directamente los flujos de efectivo de la empresa. Las tarifas de distribución de ENSA se basan en una metodología de precios máximos, donde el valor agregado de la distribución se ajusta cada cuatro años. La tarifa 2018-2022 permite a la compañía cobrar a los usuarios USD41.95 por MWh por encima del costo de la energía, y esto se ajusta semestralmente para reflejar los cambios en el índice de precios al consumidor panameño. Fitch considera que esta asignación es razonable para que la compañía cumpla con sus obligaciones comerciales y financieras. Las tarifas se ajustan mensualmente para reflejar los cambios en el precio de los combustibles.

**Reducción en los Subsidios:** Si bien los subsidios son importantes para el flujo de caja de ENSA, éstos son menos críticos en comparación con otros pares regionales, y se vuelven más significativos cuando los precios de los combustibles aumentan. En 2017, la elegibilidad para optar por el subsidio se restringió para aquellos usuarios que consumían 300 KWh por mes o menos, desde el nivel anterior de 500 KWh. Alrededor del 72% de los clientes de ENSA califican para el subsidio, donde en 2018 la compañía recibió USD65 millones, lo que representó cerca de 70% del EBITDA. Dos tercios del subsidio se consideraron adicionales debido al aumento de los precios del combustible. En octubre de 2019, el gobierno recién electo aprobó USD21.5 millones para el Fondo de Estabilización Tarifaria (FET) del país para el primer semestre de 2019, en comparación con USD18.6 millones en el segundo semestre de 2018.

## Resumen de Derivación de las Calificaciones

Con un apalancamiento bruto esperado de 3.2x en 2019, la calificación y el perfil crediticio de ENSA están en línea con los de sus pares en la región. Sus pares de calificación más cercanos son su matriz Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (EPM; BBB/Observación Negativa) y Grupo Energía Bogotá S.A. E.S.P. (GEB; BBB/Perspectiva Estable), de las cuales se espera un apalancamiento para 2019 de 3.4x y 3.9x, respectivamente. GEB y EPM se benefician de una escala mucho mayor, con un EBITDA anual muchas veces mayor que el de ENSA. ENSA tiene flujos de caja comparativamente más estables, que se reflejan en una trayectoria de apalancamiento más uniforme.

Pares con calificaciones menores incluyen a ENERGUATE Trust (BB/Perspectiva Negativa) y AES El Salvador Trust II (AESL; B-/Perspectiva Estable). Ambas compañías de distribución están limitadas por estructuras de capital más débiles y, en particular, por la exposición a entornos operativos más débiles.

## Supuestos Clave

### Supuestos clave de Fitch considerados en el caso base de calificación del emisor

- Crecimiento de la demanda de electricidad vinculado al pronóstico de crecimiento del PIB de Fitch;
- Pérdidas de energía estables de aproximadamente 11.5% durante el horizonte de calificación;
- Supuestos sobre las tarifas prevalecen hasta el segundo semestre de 2022;
- Precio de largo plazo de la electricidad en el mercado ocasional de USD70 por MWh, el cual refleja costos menores debido a nuevas fuentes de generación;
- La deuda por vencer se refinancia con instrumentos similares a tasas de mercado;
- La mayoría de la utilidad neta del año anterior es distribuida en dividendos, donde ENSA mantiene un saldo mínimo de efectivo.

## Sensibilidad de las Calificaciones

### Factores que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una acción de calificación positiva

- Con apalancamiento deuda bruta/EBITDA igual o mayor a 2.5x, ENSA tiene un margen modesto en la categoría 'BBB', y Fitch no anticipa una acción de calificación positiva en el corto plazo.

### Factores que pueden llevar, de forma individual o en conjunto, a una acción de calificación negativa

- Debilitamiento del apalancamiento bruto a 3.5x o más de manera sostenida, combinado con una mayor dependencia de los subsidios del gobierno;
- Ajustes de tarifas que reduzcan significativamente los flujos de efectivo;
- Aumento en los niveles de deuda o en el pago de dividendos;
- Baja en las calificaciones del soberano que reflejan el deterioro de las condiciones macroeconómicas.

## Liquidez

**Liquidez Fuerte:** Fitch espera que la compañía tenga una liquidez fuerte a lo largo del horizonte de calificación producto de un flujo de caja operativo sólido de entre USD60-USD75 millones y líneas de crédito disponibles sin utilizar. A pesar de que ENSA tiene un bono por USD100 millones con vencimiento en 2021 y deuda de corto plazo de USD17 millones, el resto de sus obligaciones financieras tienen vencimientos escalonados, con un préstamo de USD100 millones de Bank of Nova Scotia con vencimiento en 2023 y un bono de USD80 millones con vencimiento en 2027.

Además, la compañía tenía líneas de crédito no comprometidas por un total de USD285 millones de siete instituciones financieras al 30 de junio de 2019. Si bien la práctica de la compañía de pagar la mayor parte de su utilidad neta en dividendos afecta el FFL, Fitch espera que los requerimientos de capex se reduzcan en el horizonte de calificación. ENSA tenía un saldo en efectivo de USD6.3 millones al 30 de junio de 2019.

## Consideraciones ESG

A menos que se indique lo contrario en esta sección, el nivel más alto de relevancia crediticia ESG (Environmental, Social and Governance) es un puntaje de '3': los factores de ESG son neutrales al crédito o solo tienen un impacto crediticio mínimo en la entidad, ya sea debido a su naturaleza o la forma en que están siendo gestionados por la entidad.

Para obtener más información sobre nuestros puntajes de relevancia de ESG, visite [www.fitchratings.com/esg](http://www.fitchratings.com/esg)

## Contactos

Lincoln Webber +1 646 582-3523  
[lincoln.webber@fitchratings.com](mailto:lincoln.webber@fitchratings.com)

Erick Pastrana  
+506 2106-5184 [erick.pastrana@fitchratings.com](mailto:erick.pastrana@fitchratings.com)

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.FITCHRATINGS.COM/SITE/CENTRALAMERICA](http://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/CENTRALAMERICA). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO 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