

# Fitch Afirma a Elektra Noreste en 'BBB'; Perspectiva Estable

Fitch Ratings afirmó las calificaciones de riesgo emisor (IDR por issuer default ratings) en escala internacional en moneda extranjera y local de Elektra Noreste S.A. (ENSA) en 'BBB' con Perspectiva Estable. Asimismo, afirmó la calificación de los bonos corporativos con vencimiento en 2021 en 'BBB'.

Las calificaciones de Elektra Noreste S.A. (ENSA) se basan en su sólida posición financiera, generación estable de flujo de efectivo y su bajo perfil de riesgo de negocio, característico de las empresas distribuidoras de electricidad (Discos). La estabilidad del flujo de efectivo se incorpora positivamente a la calificación, ya que reduce el riesgo comercial y agrega más certidumbre. Las calificaciones también incorporan la exposición de ENSA al riesgo regulatorio, el cual se considera moderado.

## FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN

**Estructura Financiera Sólida:** La sólida estructura financiera de Elektra Noreste respalda su calificación de 'BBB' y es comparable con la de sus pares regionales con calificaciones similares. Fitch espera que el nivel de apalancamiento en 2020, medido como deuda total a EBITDA, aumente desde 3.1 veces (x) en 2019 a 3.4x, justo por debajo de la condición financiera (covenant) de la compañía de 3.5x, debido principalmente a menores volúmenes de ventas de energía como resultado de la pandemia del coronavirus. Hacia adelante, Fitch espera que la métrica mejore a un promedio de 2.9x durante el horizonte de calificación debido a una recuperación en los volúmenes de ventas, menores de pérdidas de energía, inversiones de capital moderadas y ajustes por inflación a su margen de energía regulada. Fitch espera que la cobertura de intereses a FFO de la compañía sea 4.4x en 2020, aumentando hasta 5.5x en 2021, como resultado de un flujo de caja fuerte y continuo, así como menores costos de intereses al tiempo que la compañía refinancia el bono 2021 de cupón fijo de 7.6% por USD100 millones con deuda de menor costo.

**Impacto por Pandemia Limitado:** Las operaciones de la compañía se vieron significativamente afectadas por la pandemia del coronavirus y por las medidas de contingencia sanitarias por el Gobierno de Panamá, a pesar de que la demanda comenzó a repuntar a mediados de año y se espera que los volúmenes totales de energía vendidos bajen solo cerca de 5.5% para el año 2020. Si bien el Gobierno otorgó una moratoria en sus facturas de energía durante varios meses a los usuarios finales, un aumento en los pagos de subsidios ayudó a reducir el impacto; ENSA reportó que sus ingresos por subsidios se incrementaron desde USD2.8 millones en el primer trimestre de este año hasta alrededor de USD11 millones entre abril y junio de 2020. Al cierre del segundo semestre de 2020, ENSA informó que la tasa de pago de sus clientes había aumentado por encima del 90% y se esperaba que esa cifra alcanzara el 100% para finales del presente año.

**Capex Moderado Incrementa FFL:** La tarifa 2S18-1S22 requiere que ENSA realice inversiones de capital (capex) de USD191 millones durante el período de cuatro años. Esto representa una disminución significativa de los USD271 millones requeridos durante el período tarifario anterior del 2S14 al 1S18, cuando el país estaba creciendo más rápidamente con un crecimiento del PIB real regularmente por encima del 5%.

**Pérdidas de Energía Mitigadas por Precios Bajos:** Se espera que este año las pérdidas de energía aumenten del 11,47% en 2019 al 12,07% debido en parte al aumento de robos, ya que las medidas de contingencias relacionadas con la movilización, obstaculizaron la capacidad de la compañía para vigilar su red. Sin embargo, se espera que las pérdidas disminuyan el próximo año y posteriormente. Por cada punto porcentual en pérdidas, ENSA pierde entre USD4 y USD6 millones en EBITDA. La pérdida de este año se reduce un poco debido a los precios de venta más bajos que el año pasado, cuando la baja hidrología hizo subir los precios para el consumidor final durante la primera mitad del año. Si bien los costos de energía se traspasan en gran medida a los clientes finales, Fitch estima que aproximadamente el 2% de las compras de energía de la compañía corresponden a pérdidas absorbidas por ENSA. Debido a la capacidad adicional que ingresa al sistema de generación, particularmente las plantas de GNL de bajo costo, en conjunto con condiciones de hidrología normalizadas, Fitch asume que los costos totales de energía se reducirán hasta cerca de USD120 por Megavatio hora (MWh) para 2021, lo que se traduce en USD2.5 millones adicionales en el EBITDA de la compañía.

**Perfil de Riesgo de Negocio Bajo:** El perfil crediticio de ENSA está sustentado por su posición de monopolio natural. El área de concesión de ENSA es exclusiva y tiene límites bien definidos, abarcando aproximadamente la mitad del área metropolitana de Ciudad de Panamá y las provincias del norte y 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 kilómetro de líneas, lo que hace que su área de concesión sea más fácil y económica de administrar. La concesión es permanente pero el contrato de concesión se revisa cada 15 años, y el contrato actual expira en octubre de 2028.

**Riesgo Regulatorio Moderado:** ENSA enfrenta un riesgo regulatorio moderado asociado con ajustes de tarifas, lo que puede afectar directamente la generación de flujo de caja de la empresa. Las tarifas de distribución de ENSA se basan en una metodología de precio límite con el valor agregado de la distribución (VAD) que se ajusta cada cuatro años. La actual tarifa 2018-2022 permite a la empresa cobrar a los usuarios USD41,95 / MWh por encima del costo de la energía, y este monto se ajusta semestralmente para reflejar los cambios en el Índice de Precios al Consumidor (IPC) de Panamá. Fitch considera que esta metodología es razonable para que la empresa cumpla con sus obligaciones comerciales y financieras. Las tarifas se ajustan mensualmente para reflejar los cambios en el precio del combustible.

## DERIVACIÓN DE CALIFICACIÓN

Con un apalancamiento bruto esperado de 3.4x en 2020, 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 empresa matriz Empresas Públicas de Medellín (EPM) (BBB- / Observación Negativa) y Grupo Energía Bogotá (GEB) (BBB / Perspectiva Estable), con apalancamientos esperados en 2020 de 3.4x y 3.9x, respectivamente. Tanto GEB como EPM se benefician de su escala de operaciones mucho mayor, con un EBITDA anual muchas veces mayor que el de ENSA. ENSA tiene un flujo de caja comparativamente más estable, lo que también se refleja en una trayectoria de desapalancamiento relativamente más lenta. Los pares con calificaciones más bajas incluyen Energuate Trust (BB- / Perspectiva Estable) y AES El Salvador Trust II (AES SLV) (B- / Perspectiva Negativa). Ambas DisCos están limitados por estructuras de capital más débiles y, en particular, la exposición a entornos operativos más débiles.

## SUPUESTOS CLAVE

Los supuestos utilizados dentro del caso base de proyecciones del emisor incluyen:

- La compañía refinancia un bono de USD100 millones con vencimiento en junio de 2021 y agrega deuda adicional en 2022-23 para financiar el gasto de capital;
- Los márgenes entre los precios de compra y venta de energía serán equivalentes al ingreso máximo permitido (IMP);
- Las pérdidas de energía como porcentaje de los volúmenes disminuirán en 0.5 puntos porcentuales, después de aumentar durante la pandemia del coronavirus en 2020;
- No se pagaron dividendos en 2020; a partir de entonces, la utilidad neta se distribuye en dividendos.

## SENSIBILIDAD DE CALIFICACIÓN

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva/alza:

- Mejora del apalancamiento bruto a menos de 2.5x de forma sostenida.

Factores que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa/baja:

- Debilitamiento del apalancamiento bruto por encima de 4.0x de forma sostenida;
- Mayor dependencia de los subsidios gubernamentales junto con una baja de la calificación soberana.

## LIQUIDEZ Y ESTRUCTURA DE LA DEUDA

Liquidez Sólida: Si bien Elektra Noreste tiene un bono de 100 millones de dólares con vencimiento en 2021 y 30 millones de dólares en deuda a corto plazo, el resto de las obligaciones financieras de la compañía tienen vencimientos escalonados, con un préstamo de USD100 millones con Bank of Nova Scotia con vencimiento en 2023 y un bono por USD80 millones con vencimiento en 2027. Fitch espera que la compañía tenga un Flujo de Fondos Libre (FFL) positivo en 2020 y 2021, y que el flujo de efectivo se vuelva negativo para el resto del horizonte de calificación. Adicionalmente, la empresa contaba con líneas de crédito por un total de USD325 millones de ocho instituciones financieras diferentes al 30 de junio de 2020, con una tasa de interés promedio de 2,53%. 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 inversiones de capital se reduzcan durante el horizonte de calificación. Al 30 de junio de 2020, ENSA tenía un saldo de caja de USD38 millones, comparado con USD6,4 millones en junio del año anterior.

## ACCIONES DE CALIFICACIÓN

Elektra Noreste, S.A.

- Calificación IDR de largo plazo en moneda extranjera afirmada en 'BBB', Perspectiva Estable;
- Calificación IDR de largo plazo en moneda local afirmada en 'BBB', Perspectiva Estable;
- Emisión de bonos con vencimiento en 2021 afirmadas en 'BBB' en escala internacional.

## Contactos:

Jason Fargo (Analista Líder)

Director Asociado

+1 212 908 0695

Fitch Ratings, Inc.

Hearst Tower 300 W. 57th Street

New York, NY 10019

Erick Pastrana (Analista Secundario)

Director Asociado

+506 2106 5184

Lucas Aristizabal (Presidente del Comité de Clasificación)

Director Sénior

+1 312 368 3260

Este comunicado es una traducción del original emitido en inglés por Fitch en su sitio internacional el 28 de octubre de 2020.