

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

Fitch Ratings afirmó la calificación en escala internacional Issuer Default Ratings (IDRs) en moneda extranjera y moneda local en 'BBB' de Elektra Noreste, S.A. (ENSA). Esta acción de calificación afecta aproximadamente a USD100 millones de deuda colocada con vencimiento en 2021. La Perspectiva es Estable.

Las calificaciones de ENSA están sustentadas por su posición financiera sólida, generación estable de flujo de caja y su perfil de negocio de bajo riesgo, lo cual es típico en las compañías de distribución eléctrica. La estabilidad del flujo de caja se incorpora de manera positiva en las calificaciones dado que reduce el riesgo de negocio al mismo tiempo que la incertidumbre. Asimismo, las calificaciones de ENSA incorporan la exposición al riesgo regulatorio, el cual es moderado.

### FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

**Métricas Financieras Sólidas:** El perfil financiero de ENSA es sólido con medidas de protección crediticia de grado de inversión. La compañía ha mantenido un historial de endeudamiento moderado, liquidez adecuada y una capacidad buena de generación de flujo de caja. ENSA conserva una cobertura buena de intereses; en 2016 fue de 6.6 veces (x) y USD85 millones de EBITDA. Fitch estima un EBITDA anual promedio de aproximadamente USD90 millones durante el período de 2017 a 2019, y apalancamiento promedio cercano a 3.5x en el mediano plazo, al mismo tiempo que la compañía realice inversiones en su red de cobertura en los próximos años.

**FCL Negativo Impulsado por Dividendos y Capex:** En los últimos años, ENSA ha reportado flujo de caja libre negativo (FCL) debido principalmente a su política de dividendos y su programa de capex. ENSA paga dividendos hasta por 100% de la utilidad neta del año anterior. Durante 2016, la compañía pagó USD20 millones en dividendos sobre una utilidad neta de USD31 millones en 2015. Fitch estima un capex acumulativo para los próximos 4 años por encima de USD200 millones. Una porción de lo anterior se relaciona con el plan de capex existente de USD271 millones para el período tarifario 2014 a 2018. El próximo ciclo tarifario (julio 2018 a junio 2022) determinará el plan de inversión de la compañía en el mediano plazo.

**Perfil de Riesgo de Negocio Bajo:** El perfil crediticio de ENSA está respaldado por su posición de monopolio natural. El área de concesión de ENSA es exclusiva y se encuentra delimitada debidamente. La concesión es permanente pero el contrato de concesión se revisa cada 15 años (contrato actual vence en octubre 2028). ENSA es propiedad de Panama Distribution Group, S.A. (PDG) (51%), subsidiaria de Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (EPM; calificada por Fitch BBB+/Perspectiva Estable), y por el Gobierno de Panamá (48.25%).

Por regulación, la mayoría de las acciones de las tres compañías de distribución de electricidad son subastadas mediante un proceso de licitación pública el año antes de que caduquen las concesiones. El último proceso de licitación se realizó en agosto 2013, PDG fue el único solicitante por 51% de participaciones de ENSA. PDG mantuvo la participación mayoritaria sin necesidad de realizar un pago adicional al Gobierno de Panamá. La licitación pública se realiza a nivel del *holding*; por lo que no hubo afectación en las operaciones de ENSA.

ENSA es una compañía de distribución eléctrica eficiente, con pérdidas de energía debido a factores técnicos y no técnicos en niveles razonables para este tipo de compañías en América Latina. ENSA reportó pérdidas de energía de 12.1% en 2015 (la compañía espera mantener pérdidas de energía en un nivel cercano a 11.6%). Si bien puede resultar más retador conforme la compañía sea más efectiva, mejoras modestas en los próximos años en la eficiencia de la compañía deberían beneficiar los márgenes y utilidades.

**Riesgo Regulatorio Moderado:** ENSA está expuesta al riesgo regulatorio moderado en relación con el ajuste de las tarifas, lo cual puede afectar directamente la generación de flujo de caja de la compañía. Las tarifas de distribución de ENSA están basadas en una metodología de limitación de precios donde el valor agregado de distribución (VAD) se ajusta cada 4 años. Además, la compañía está expuesta al riesgo soberano a través del subsidio continuo a la

electricidad. Con el objetivo de reforzar la sostenibilidad del sector eléctrico en el largo plazo, el alcance del subsidio se ha ido reduciendo gradualmente.

Las tarifas se ajustan mensualmente para reflejar cambios en los precios de los combustibles, y semestralmente para incorporar cambios en el Índice de Precios al Consumidor de Panamá (IPC).

En Panamá, el gobierno subsidia el consumo de electricidad. Desde 2003, el componente de ajuste que refleja los cambios en los precios de los combustibles no ha sido pasado por completo a los consumidores de las compañías distribuidoras en la forma de incrementos tarifarios; el monto no facturado a los consumidores ha sido subsidiado por el gobierno panameño a través del FET (Fondo de Estabilización Tarifaria).

## RESUMEN DE DERIVACIÓN DE LAS CALIFICACIONES

Las calificaciones de ENSA se encuentran en línea con las de sus pares de calificación de la región. Sus pares más cercanos son su empresa matriz Empresas Públicas de Medellín (EPM) ([BB+ Perspectiva Estable] y Empresas de Energía de Bogotá (EEB) [BBB Perspectiva Estable]. EEB and EPM, se benefician de su escala de operación mayor, con EBITDA anuales que superan varias veces el de ENSA. ENSA posee un flujo de caja comparativamente más estable, lo cual también está reflejado en la trayectoria de apalancamiento más conservadora.

Dentro de los pares con calificación menor se encuentran Energuate Trust (Energuate) [BB Perspectiva Estable] y AES El Salvador Trust II (AES SLV) [CCC]. Ambas compañías de distribución están limitadas por su estructura de capital débil (apalancamiento bruto por encima de 5x), en particular, por la exposición a ambientes de operación más deteriorados. AES SLV ha sido especialmente afectado por la falta de fiabilidad de los ingresos de las subvenciones por parte del gobierno. Los retos de Energuate son principalmente logísticos y la mayor parte de su área en concesión es rural, lo cual acarrea desafíos de índole geográfica y social. ENSA enfrenta retos sociales similares dentro de algunas partes de su área de cobertura, específicamente en la provincia de Colón. Sin embargo, Colón representa solo 15.6% de la base de clientes de ENSA. Además, la compañía se beneficia de su base de usuarios mayoritariamente urbana.

## SUPUESTOS CLAVE

Los supuestos clave empleados por Fitch para el caso base de proyecciones del emisor incluyen:

- crecimiento de la demanda en línea con el pronóstico del PIB de Fitch;
- contrato de concesión por 15 años (iniciado en noviembre de 2013) se mantiene presente;
- pago del subsidio gubernamental sin atrasos importantes;
- aproximadamente USD100 millones en pago de dividendos para los próximos 5 años, consistente con el apalancamiento proyectado de 3.5x.

## SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

**Eventos que podrían influir en la calificación, a futuro, y derivarían en una acción positiva de calificación incluyen:**

- Con un indicador de Deuda a EBITDA de (o superior) 2.5x, ENSA tiene espacio modesto dentro de la categoría 'BBB'. Por ende, Fitch no anticipa una acción de calificación positiva en el corto plazo.

**Eventos que podrían influir en la calificación, a futuro, y derivarían en una acción negativa de calificación incluyen**

- Incremento en la dependencia de los subsidios del gobierno, debilitamiento sostenido en el apalancamiento en un rango superior a 3.5x, ajustes tarifarios que reduzcan significativamente la generación de flujo de caja, incrementos en el nivel de deuda y/o en la distribución de dividendos, reducciones de calificación del soberano que reflejen un deterioro en las condiciones macroeconómicas.

## LIQUIDEZ

Deuda a largo plazo se compone de USD20 millones en bonos sénior sin garantía con vencimiento en 2018, de USD100 millones en notas sénior sin garantía con vencimiento en 2021, y USD80 millones en notas sénior sin garantía con vencimiento en 2027. La compañía planea refinanciar la deuda con vencimiento en 2018 y 2021. Las líneas de crédito no comprometidas totalizan USD280 millones, provenientes de ocho bancos diferentes, tanto locales como internacionales. La compañía mantiene solo un saldo nominal en balance de caja. Al cierre de 2016, ENSA mantenía USD3.6 millones en efectivo.

## LISTADO DE ACIONES DE CALIFICACIÓN

### Fitch afirmó las siguientes calificaciones:

#### *Elektra Noreste S.A.*

- Calificación en escala internacional *Issuer Default Rating* (IDR) de largo plazo en moneda extranjera en 'BBB';
- Calificación en escala internacional IDR en moneda local en 'BBB';
- Emisión de notas sénior sin garantía en 'BBB'.

La Perspectiva es Estable.

## Contactos Fitch Ratings:

John Wiske (Analista Líder)

Director Asociado

+1 212 908 9195

Fitch Ratings, Inc.

33 Whitehall Street

Nueva York, NY 10004

Lucas Aristizabal (Analista Secundario)

Director Sénior

+1 312 368 3260

Daniel Kastholm, CFA (Presidente del Comité de Calificación)

Managing Director

+1 312 368 2070

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 el 28 de agosto de 2017 y puede consultarse en el vínculo [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Todas las opiniones expresadas pertenecen a Fitch Ratings, Inc.

Resumen de Ajustes a Estados Financieros – Fitch incorpora arrendamientos operativos en la deuda fuera de balance usando un múltiplo de 8.0x.

Metodología aplicada:

- Metodología de Calificación de Empresas No Financieras (Mayo 25, 2017).

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN 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 ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://WWW.FITCHRATINGS.COM). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO 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 LÍDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.