



## **FITCH AFIRMA CALIFICACIÓN DE ELEKTRA NORESTE EN BBB; PERSPECTIVA ESTABLE**

Fitch Ratings-New York-01 de agosto 2014: Fitch Ratings ha afirmado las calificaciones de riesgo en moneda extranjera y local de Elektra Noreste S.A. (ENSA) en 'BBB'. La acción de calificación afecta aproximadamente USD100 millones de deuda con vencimiento en el año 2021. La Perspectiva de la calificación es Estable.

Las calificaciones de ENSA se basan en su sólida posición financiera, estable generación 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 es positivamente incorporada a la calificación ya que ésta reduce el riesgo de negocio y añade seguridad. Las calificaciones de ENSA también incorporan la exposición de la compañía al riesgo de regulación, el cual se considera moderado.

### **FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN**

#### **SOLIDOS INDICADORES DE CRÉDITO:**

ENSA ha mantenido históricamente moderado endeudamiento, adecuada liquidez y apropiada generación de flujos de caja. ENSA reportó un ratio de deuda total entre EBITDA de 2.9x por los últimos doce meses (UDM) finalizados el 31 de marzo 2014. Este nivel está en línea con la categoría de calificación y debajo del *covenant* de 3.25x establecido en el contrato de la deuda calificada. ENSA mantiene cobertura de intereses saludable, medida por el EBITDA a gastos financieros, que fue de 6.8x por los UDM a marzo 2014. Fitch espera que el ratio de apalancamiento se mantenga debajo de 3.0 veces en el largo plazo.

La posición de liquidez de ENSA se soporta en su flujo de caja estable y flexible cronograma de amortización de deuda, casi el 80% de la deuda vence en un plazo mayor a cinco años. Adicionalmente ENSA mantiene líneas de crédito de capital de trabajo hasta por USD122 millones, las cuales pueden ser usadas para financiar compras de energía.

Entre el 2010 y 2013, el EBITDA creció de USD58.5 millones a USD78.7 millones apoyado en el positivo proceso de revisión de tarifas del 2010, incrementos en la demanda de energía y eficiencias operativas. Fitch no espera que el proceso actual de revisión de tarifas impacte negativamente la posición financiera de la compañía.

#### **FCL IMPACTADO POR INVERSIONES Y DIVIDENDOS**

ENSA ha registrado flujos de caja libre (FCL) negativos en los últimos tres años principalmente como consecuencia de su política de dividendos e inversiones. ENSA distribuye dividendos por hasta el 100% de la utilidad neta del año anterior, sujeto a la disponibilidad de flujo de caja. Las inversiones de capital se incrementaron de USD25 millones en 2010 a aproximadamente

USD54 millones en 2013 como resultado del alto crecimiento de la demanda de energía en el país.

Las inversiones de capital alcanzarán aproximadamente USD271 millones en los próximos cuatro años. ENSA está comprometida a expandir su red de distribución en 5,000 metros y a mejorar la calidad del servicio por requerimiento del nuevo contrato de concesión y del nuevo plan tarifario para el periodo Julio 2014 – Junio 2018. ENSA está evaluando alternativas de financiamiento para sus requerimientos de inversión. Fitch espera que el flujo de caja libre de ENSA continúe siendo negativo en el corto y mediano plazo.

En el primer trimestre del 2014 (1T'14), el flujo de caja de ENSA fue adicionalmente afectado por mayores requerimientos de capital de trabajo, incluyendo cuentas por cobrar relacionadas a subsidios por USD35.7 millones. Los subsidios del gobierno se incrementaron en el 2014 como resultado de condiciones hidrológicas adversas. El periodo de cobro para estos subsidios es aproximadamente 60 días. El FCL por los UDC a marzo 2014 fue USD61.6 millones negativo.

#### 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 pero el contrato de concesión es revisado cada 15 años (el contrato 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' por Fitch).

La mayoría de acciones de las tres empresas de distribución eléctrica son subastadas en concursos públicos un año antes del fin del contrato de concesión. El último concurso fue conducido en Agosto del 2013 y PDG fue el único postor por el 51% de la acciones de ENSA. PDG retuvo su posición mayoritaria sin necesidad de desembolsar pagos adicionales al gobierno de Panamá. El concurso público se realiza al nivel de accionistas, por lo que no afecta a 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 para clientes regulados de 11.3% en el 2013 (11.3% en el 2012), mostrando una tendencia a la baja (2009: 11.5%). Reducciones adicionales podrían beneficiar los márgenes y las ganancias no obstante, estas pueden ser un mayor reto mientras la compañía sea más eficiente en los próximos años. El ratio de pérdidas de energía para clientes regulados aprobado para los próximos cuatro años es 9.0% (8.2% en ciclo tarifario anterior).

#### RIESGO REGULATORIO MODERADO:

ENSA se enfrenta a riesgo regulatorio moderado asociado con los ajustes de tarifas, que pueden afectar directamente a la generación de caja de la compañía. Las tarifas de distribución de la compañía se basan en una metodología de precio máximo con reajustes del valor agregado de distribución (VAD) cada cuatro años. VAD se establece para que las empresas de

distribución recuperen sus costos operativos, pérdidas de energía y obtengan una rentabilidad razonable sobre el capital invertido en base al rendimiento promedio del bono del Tesoro de EE.UU. a 30 años más una prima de riesgo del 8%. El valor presente neto VPN del VAD aprobado para el periodo Julio 2014 – Junio 2018 es USD636.7 millones (USD442.2 millones para el periodo Julio 2010 – Junio 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. Desde 2003, el ajuste al componente de combustible no se ha trasladado completamente a los usuarios finales en la forma de un aumento de tarifas; los montos no facturados a los clientes han sido subsidiados por el gobierno panameño a través del FET (Fondo de Estabilización Tarifaria), y, del FACE (Fondo de Compensación Energetica).

En 1T'14, ENSA recibió subsidios por USD35.7 millones. Este monto representa aproximadamente 21% de los ingresos de la compañía en el periodo. Se espera que este monto se incremente en el 2014 como consecuencia de la mayor generación térmica dada la severa sequía en el país y de cuellos de botella en las líneas de transmisión. Un aumento de los subsidios del gobierno y / o retraso en las transferencias para cubrir estos incrementaría las necesidades de capital de la compañía y podría afectar su calidad crediticia.

## **SENSIBILIDAD DE LA CALIFICACIÓN**

- Con la deuda-a-EBITDA en alrededor 2.5 veces, tiene un modesto margen en la categoría de 'BBB'. Por lo tanto, Fitch no prevé una 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 entre 3.0x-3.5x de forma sostenida; ajustes de tarifas que reduzcan significativamente la generación de caja; aumento significativo de deuda y/o aumentos de distribución de dividendos; una rebaja del soberano que refleje un deterioro de las condiciones macroeconómicas.

Contacto:

Analista Principal  
Giancarlo Rubio  
Director Asociado  
+1-212-612-7899  
Fitch Ratings, Inc., 33 Whitehall Street, New York, NY 10004

Analista Secundario

Vanessa Villalobos  
Director Asociado  
+506-2296-94-54

Presidente del Comité  
Lucas Aristizabal  
Senior Director  
+1-312-368-3260

Relaciones con los Medios: Elizabeth Fogerty, Nueva York, Tel: +1 (212) 908 0526, correo electrónico: elizabeth.fogerty @ fitchratings.com.

Información adicional está disponible en '[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)'.

Criterios aplicables y de investigación relacionados:  
- 'Metodología de Clasificación de Empresas '(28 de mayo de 2014)