

## RATING ACTION COMMENTARY

### Fitch Baja IDR de ENSA a 'BBB-' y Afirma Calificaciones Nacionales en 'AAA (pan)' y 'F1+(pan)'

Central America Panama Thu 25 Jan, 2024 - 2:53 p. m. ET

Fitch Ratings - New York - 25 Jan 2024: Fitch Ratings bajó las calificaciones internacionales de riesgo emisor (IDR; *issuer default ratings*) en monedas extranjera y local de Elektra Noreste, S.A. (ENSA) a 'BBB-' desde 'BBB'. La Perspectiva es Estable. Al mismo tiempo, afirmó las calificaciones de largo y corto plazo en escala nacional de Panamá en 'AAA (pan)' y 'F1+(pan)', respectivamente. La Perspectiva de la calificación de largo plazo es Estable.

La rebaja de la IDR refleja la exposición de ENSA a la calificación soberana de Panamá [BBB- Perspectiva Negativa]. ENSA es una empresa de servicios públicos regulada cuyos flujos de caja se generan íntegramente a nivel nacional e incluyen subsidios gubernamentales directos que equivalen a 25% del EBITDA, lo cual la hace susceptible a cambios adversos en los entornos regulatorios y operativos de Panamá.

Las calificaciones también se sustentan en la posición financiera sólida de la compañía, generación de flujo de efectivo estable y un perfil de riesgo de negocio relativamente bajo. La estabilidad del flujo de efectivo está respaldada por tarifas reguladas que garantizan un retorno adecuado de la inversión, e incorporan la capacidad de traspasar completamente los costos fijos relacionados con el suministro, transmisión y distribución de electricidad.

Fitch califica a ENSA de forma independiente de su matriz última, Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (EPM) [BB+ Observación Negativa] debido a la relativa independencia financiera y operativa de ENSA, así como a la participación minoritaria importante del gobierno (48.2%) en ella.

### FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN

**Deterioro del Entorno Operativo:** La rebaja de la IDR de ENSA, en línea con la calificación soberana, refleja la vinculación fuerte de su perfil crediticio dado el deterioro del entorno operativo de Panamá y la probabilidad de una intervención gubernamental mayor o cambios en la estructura regulatoria para aliviar presión de gasto fiscal sobre el soberano. La reciente revisión de la Perspectiva a Negativa de Panamá refleja parcialmente el hecho de que los subsidios a los combustibles y electricidad y gastos de intereses crecientes presionaron el déficit fiscal en 2023. Fitch considera que esto aumenta la probabilidad de una intervención gubernamental mayor que alinee el riesgo crediticio de ENSA con el del soberano, dado que los subsidios representaron 5% de los flujos de efectivo en 2023 y se estima que promediará 25% del EBITDA durante el horizonte de calificación.

**Apalancamiento Estable:** El caso base de calificación de Fitch contempla que el apalancamiento bruto, definido como deuda total a EBITDA, se sitúe en una media de 2.9 veces (x) hasta 2027. Para el cierre de 2023, el apalancamiento descendería a 2.6x (2022: 2.8x) debido al consumo de energía mayor derivado del clima cálido, unido a la aplicación de una tarifa más alta compensada para el ejercicio completo. Excluyendo los subsidios gubernamentales, estimados en el 25% del EBITDA, el apalancamiento bruto promediaría 3.9x hasta 2027.

El caso base de calificación supone una deuda adicional de alrededor de USD100 millones hasta 2027 que soporta las inversiones de capital y pago de dividendos; estos últimos equivalen a 100% de los ingresos netos del año anterior. También asume ajustes tarifarios adicionales para incorporar aumentos en costos, crecimiento medio anual de las ventas de energía de alrededor de 2.8% y una reducción de los niveles anuales de pérdidas de energía cercana a 0.1%. La cobertura EBITDA a intereses debería superar las 5x de forma sostenida debido al costo de deuda menor. Los requerimientos de inversión de capital de USD268 millones entre 2023 y 2026, incluidos en la tarifa efectiva del segundo semestre de 2023, son manejables, y se espera que el flujo de fondos libre (FFL) sea estructuralmente negativo durante dicho período.

**Riesgo Regulatorio:** ENSA juega un rol estratégico como uno de los tres distribuidores de energía en Panamá y tiene una posición de monopolio natural como concesionario permanente de su área de servicio. El área de concesión de ENSA es exclusiva y tiene límites bien definidos; abarca aproximadamente la mitad del área metropolitana de la Ciudad de Panamá y las provincias en el norte y en el este. La concesión de ENSA es permanente; sin embargo, su contrato se revisa cada 15 años y expirará en octubre de 2028. Actualmente, el único cambio potencial al vencimiento del contrato sería la propiedad de *Panama Distribution Group* (PDG), subsidiaria de EPM y propietaria de 51% de ENSA. ENSA continuará como concesionaria aún ante un cambio en la propiedad de PDG. La estabilidad de ENSA mitiga el riesgo de negocio asociado con las pérdidas anuales de energía atribuidas a factores técnicos y no técnicos.

**Tarifa VAD Respalda Flujo de Caja Sólido:** El margen bruto de ENSA se fundamenta en el valor agregado de distribución (VAD; *value added from distribution*) a los clientes, que contribuye con 75% de los ingresos de la empresa, y ha derivado en un margen EBITDA fuerte de 18% promedio en los últimos tres años. La tarifa VAD se basa en una metodología de precios máximos establecida por el regulador independiente, la Autoridad Nacional de los Servicios Públicos (ASEP), y asigna los ingresos a la empresa distribuidora en función del consumo de energía. La tarifa está diseñada para recuperar los gastos de operación, las inversiones y el costo del capital, o un ingreso máximo permitido (MAI; *maximum available income*). El VAD se actualiza cada cuatro años, la última actualización se aprobó en octubre de 2023, con retroactividad desde junio de 2022, hasta junio de 2026.

**Perfil de Crédito Independiente:** La evaluación considera que el perfil crediticio individual de ENSA es conmensurable con una IDR en monedas extranjera y local de 'bbb', el cual no

está limitado por el perfil crediticio de su propietario controlador, EPM. Según la “Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria” de Fitch, ENSA es la más fuerte de las dos entidades, lo que da como resultado una ruta subsidiaria más robusta. Dado lo anterior, Fitch evalúa la delimitación legal de ENSA como aislada y el acceso y control como permeable en relación con EPM. Esto se debe a la protección efectiva derivada la documentación financiera de los bonos de ENSA que limita el flujo de dividendos a su matriz. Además, las cuentas de caja de ENSA son externas y se administra de manera autónoma desde EPM. La calificación resultante de ENSA, según la metodología de Fitch, es independiente.

## **SENSIBILIDAD DE CALIFICACIÓN**

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

Calificación IDR

--es improbable una mejora en la calificación del emisor dado que la IDR del emisor está por encima de la calificación soberana de Panamá. No obstante, se podría considerar ante una mejora sostenida del apalancamiento bruto por debajo de 2.5x.

Calificaciones Nacionales

--las calificaciones de ENSA son las más altas de la escala nacional, por lo que no es posible un alza.

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

Calificación IDR

--debilitamiento del apalancamiento bruto que se ubique por encima de 3.5x de manera sostenida;

--mayor intervención gubernamental en el sector, aunado a un marco regulatorio debilitado;

--dependencia mayor de los subsidios del gobierno junto con una rebaja de la calificación soberana.

## Calificaciones Nacionales

--debido a la estrecha relación de la compañía con el Gobierno panameño, una acción de calificación negativa sobre el soberano podría dar como resultado una baja en las calificaciones de la compañía;

--deterioro en el perfil de crédito individual de ENSA en conjunto con un debilitamiento en el vínculo con el Gobierno de Panamá.

## DERIVACIÓN DE CALIFICACIÓN

La calificación nacional de largo plazo de 'AAA (pan)' con Perspectiva Estable de ENSA es comparable con la de Empresa de Transmisión Eléctrica S.A. (ETESA) [AAA(pan) Perspectiva Estable]. ETESA tiene un apalancamiento mayor proyectado a mediano plazo, con un apalancamiento bruto esperado para 2023 de 6x, no obstante, estas cifras son estándar para operar en el subsector de transmisión de electricidad.

La calificación nacional de AES Panama Generation Holdings, S.R.L. (AESPGH) [AA+(pan) Perspectiva Estable] es comparable con la de ENSA, no obstante, el sector de distribución de electricidad está altamente regulado y es considerablemente menos volátil que la generación de electricidad.

## SUPUESTOS CLAVE

Los supuestos clave de Fitch en el caso base de la calificación del emisor son:

--los volúmenes de venta de energía crecerán a un promedio de 2.9% hasta 2027, o entre 3,600 gigavatios-hora (GWh) a 3,900 GWh cada año;

--100% de la utilidad neta del año anterior será pagada en dividendos, con un efectivo medio a final de año de unos USD7 millones;

--nueva tarifa efectiva entre el segundo semestre de 2023 y primer semestre de 2026 (retrasada un año, pero retroactiva desde el primer semestre de 2022) aumenta el VAD en un impacto neto de 18.6%, incluidas las subvenciones públicas;

--los subsidios gubernamentales, incluidos los montos extraordinarios relacionados con la pandemia de coronavirus, ascendieron a USD69 millones en el año fiscal 2023. Se contemplan subsidios ordinarios que disminuirán a cerca de 5% de los ingresos;

--inversiones de capital de USD268 millones entre 2023 y 2026, concentrado entre 2024 y 2025.

## **LIQUIDEZ Y ESTRUCTURA DE LA DEUDA**

**Liquidez Bien Gestionada:** El saldo de caja anual mínimo de ENSA, relativamente bajo de entre USD5 millones y USD10 millones, se complementa con el acceso a más de USD300 millones en líneas de crédito no comprometidas con múltiples instituciones financieras. A la fecha, la empresa solo utiliza cerca de 36% de las líneas crédito disponibles.

Las obligaciones financieras de largo plazo incluyen un bono de USD80 millones con vencimiento en 2027, otro de USD100 millones con vencimiento en 2036 y un préstamo a tasa variable de USD50 millones con el Banco Internacional de Desarrollo que vence en julio de 2025. Fitch espera que la empresa refinance exitosamente su deuda de largo plazo mucho antes de su vencimiento, en función de mejores condiciones de mercado. La deuda a corto plazo por USD200 millones se compone de préstamos individuales que también se refinanciarían con préstamos de corto o largo plazo nuevos, en función de mejores tasas de interés. ENSA paga la mayor parte de su utilidad neta en dividendos.

## **PERFIL DEL EMISOR**

ENSA es una de las tres empresas distribuidoras de electricidad de Panamá. Su área de concesión incluye 39% del país; abarca partes de Ciudad de Panamá y las provincias al norte y este de la capital. Atiende a 41% de los clientes y controla 40% de las ventas de energía. Además de comprar electricidad en bloques a las empresas generadoras y distribuirla directamente a los clientes, ENSA también es responsable de instalar, operar y mantener el alumbrado público dentro de su área de concesión.

## **PARTICIPACIÓN**

La(s) calificación(es) mencionada(s) fue(ron) requerida(s) y se asignó(aron) o se le(s) dio seguimiento por solicitud del (los) emisor(es), entidad(es) u operadora(s) calificado(s) o de un tercero relacionado. Cualquier excepción se indicará.

Este comunicado es una traducción del original emitido en inglés por Fitch en su sitio internacional el 25 enero de 2023 y puede consultarse en la liga [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com). Todas las opiniones expresadas pertenecen a Fitch Ratings, Inc.

## **CRITERIOS APLICADOS EN ESCALA NACIONAL**

--Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (diciembre 22, 2023);

--Metodología de Calificaciones en Escala Nacional (diciembre 22, 2020);

--Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Julio 13, 2023).

## REFERENCIAS PARA FUENTES DE INFORMACIÓN RELEVANTES CITADAS EN FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN

Las fuentes principales de información utilizadas en el análisis se describen en los Criterios Aplicados.

## CONSIDERACIONES DE LOS FACTORES ESG

A menos que se indique lo contrario en esta sección, el nivel más alto de puntaje de relevancia crediticia ambiental, social y de gobernanza (ESG; *environmental, social and governance*) es de '3'. Un puntaje de '3' significa que los aspectos ESG son neutrales para el crédito o tienen un impacto crediticio mínimo en la entidad, ya sea debido a la naturaleza de los mismos o a la forma en que son gestionados por la entidad. Los puntajes de relevancia ESG no se incorporan en el proceso de calificación, sino que son una observación de la relevancia de los factores ESG en la decisión del comité de calificación. Para obtener más información sobre los puntajes de relevancia ESG, visite <https://www.fitchratings.com/topics/esg/products#esg-relevance-scores>.

## INFORMACIÓN REGULATORIA

NOMBRE DEL EMISOR O ENTIDAD: Elektra Noreste, S.A.

LINK DEL SIGNIFICADO DE LA CALIFICACIÓN: Las definiciones de calificación de Panamá se encuentran en el sitio <https://www.fitchratings.com/es/region/central-america> bajo el apartado de "Definiciones de Calificación de Panamá".

FECHA CIERTA (FECHA DE CORTE) DE LA INFORMACIÓN FINANCIERA UTILIZADA

--NO AUDITADA: 30/septiembre/2023;

--AUDITADA: 31/diciembre/2022.

FECHA DEL ACUERDO DEL COMITÉ DE CALIFICACIÓN: 23/enero/2023.

DESCRIPCIÓN DE LAS CARACTERÍSTICAS DE LA EMISIÓN CALIFICADA

--CLASE DE TÍTULOS: N.A.

--SERIES: N.A.

--MONEDA: N.A.

--MONTO: N.A.

--FECHA DE VENCIMIENTO: N.A.

--TASA DE INTERÉS: N.A.

--PAGO DE INTERESES: N.A.

--PAGO DE CAPITAL: N.A.

--REDENCIÓN ANTICIPADA: N.A.

--GARANTÍAS: N.A.

--USO DE LOS FONDOS: N.A.

“UNA CALIFICACIÓN DE RIESGO NO GARANTIZA EL REPAGO DE LA EMISIÓN”.

#### RATING ACTIONS

ENTITY / DEBT ↕	RATING ↕	PRIOR ↕
<input type="text"/>	<input type="text"/>	<input type="text"/>
Elektra Noreste, S.A.	LT IDR   BBB- ●   Baja	BBB ●
	LC LT IDR   BBB- ●   Baja	BBB ●
	ENac LP   AAA(pan) ●   Afirmada	AAA(pan) ●
	ENac CP   F1+(pan)   Afirmada	F1+(pan)
senior unsecured	LT   BBB-   Baja	BBB
USD 100 mln 3.87% bond/note 15-Jul- 2036 28617XAC7	LT   BBB-   Baja	BBB

PREVIOUS   Page  of 1      NEXT

[VIEW ADDITIONAL RATING DETAILS](#)

Información adicional disponible en [www.fitchratings.com/site/centralamerica](http://www.fitchratings.com/site/centralamerica).

## **PARTICIPATION STATUS**

The rated entity (and/or its agents) or, in the case of structured finance, one or more of the transaction parties participated in the rating process except that the following issuer(s), if any, did not participate in the rating process, or provide additional information, beyond the issuer's available public disclosure.

## **APPLICABLE CRITERIA**

- [Metodología de Calificaciones en Escala Nacional \(pub. 22 Dec 2020\)](#)
- [Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas – Efectiva del 29 de diciembre de 2022 al 21 de diciembre de 2023 \(pub. 29 Dec 2022\)](#)
- [Parent and Subsidiary Linkage Rating Criteria \(pub. 16 Jun 2023\)](#)
- [Metodología de Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria \(pub. 13 Jul 2023\)](#)
- [Corporate Rating Criteria \(pub. 03 Nov 2023\) \(including rating assumption sensitivity\)](#)

## **APPLICABLE MODELS**

Numbers in parentheses accompanying applicable model(s) contain hyperlinks to criteria providing description of model(s).

- [Corporate Monitoring & Forecasting Model \(COMFORT Model\), v8.1.0 \(1\)](#)

## **ADDITIONAL DISCLOSURES**

- [Solicitation Status](#)
- [Endorsement Policy](#)

## **ENDORSEMENT STATUS**

Elektra Noreste, S.A. EU Endorsed, UK Endorsed

## **DISCLAIMER & COPYRIGHT**

Todas las calificaciones crediticias de Fitch Ratings (Fitch) están sujetas a ciertas limitaciones y estipulaciones. Por favor, lea estas limitaciones y estipulaciones en el siguiente enlace: <https://www.fitchratings.com/understandingcreditratings>. Además, las definiciones de calificación de Fitch para cada escala de calificación y categorías de califica

[READ MORE](#)

## **SOLICITATION STATUS**



The ratings above were solicited and assigned or maintained at the request of the rated entity/issuer or a related third party. Any exceptions follow below.

## **ENDORSEMENT POLICY**

Las calificaciones crediticias internacionales producidas fuera de la Unión Europea (EU; European Union) o del Reino Unido (UK; United Kingdom), según aplique, son endosadas para su uso por los emisores regulados dentro de EU o UK respectivamente. Para fines regulatorios, en cumplimiento con los términos de la regulación para agencias de calificación crediticia (CRA; Credit Rating Agencies) de EU o la Regulación de 2019 de las Agencias de Calificación Crediticia de UK (enmienda, etc.) (salió de EU), según sea el caso. El enfoque de Fitch sobre el endoso en EU y UK se encuentra en el apartado EU Regulatory Disclosures dentro del sitio web de Fitch. El estado respecto a la política de endoso regulatorio de todas las calificaciones internacionales se proporciona dentro de la página de resumen de la entidad para cada entidad calificada y en las páginas de detalle de la transacción para todas las transacciones de finanzas estructuradas en el sitio web de Fitch. Esta información se actualiza diariamente.