



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

Fitch Ratings-San José-06 de agosto 2013: Fitch Ratings ha afirmado las calificaciones de riesgo en moneda extranjera y local de Elektra Noreste S.A. (Elektra, también conocida como 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, su 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 modesto dado que el regulador de electricidad de Panamá opera independientemente del gobierno central. Esto ha permitido un marco regulador que equilibra las necesidades de los usuarios finales con las de las empresas de distribución.

### **FACTORES CLAVE DE CALIFICACIÓN**

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

El perfil financiero de ENSA es sólido con medidas de protección de crédito de grado de inversión. Durante los últimos doce meses (UDM) finalizados el 31 de marzo 2013, la compañía reportó una deuda total a EBITDA de 2.6 veces (x), que se considera en línea con la categoría de calificación y por debajo de la condición financiera de 3.25x establecidos en su deuda senior. ENSA mantiene cobertura de intereses saludable, medida por el EBITDA a gastos financieros, que fue de 8.5x a los UDM marzo 2013.

El EBITDA se ha incrementado en los últimos tres ejercicios fiscales (2010-2012) a aproximadamente USD66.3 millones en promedio, como resultado del ajuste tarifario aprobado el 1 de julio de 2010, en vigencia hasta al 30 de junio de 2014, dando como resultado una generación de EBITDA por encima de la USD46 millones en promedio durante el régimen tarifario anterior.

Además, la generación de EBITDA se ha beneficiado del aumento de la demanda de energía y de ganancias por eficiencias operativas. Para los UDM marzo 2013, ENSA reportó un EBITDA de USD74.1 millones. Fitch espera que el EBITDA se sitúe alrededor de USD75-USD80 millones durante 2013-2014.

La posición de liquidez de la empresa se considera adecuada para la categoría de calificación. La compañía reportó USD37.4 millones de saldo de efectivo a marzo de 2013. La posición de liquidez de ENSA y el acceso a financiamiento se soporta por las líneas de crédito bancarias por hasta USD135.5 millones. La compañía no enfrenta amortizaciones de deuda significativas hasta 2018, cuando vencen USD20 millones, USD100 millones en 2021 y USD80 millones en

2027. Fitch considera que el riesgo de liquidez de ENSA es manejable dado su predecible generación de flujo de efectivo y su extendido perfil de amortización de la deuda. La compañía utiliza recurrentemente la deuda bancaria a corto plazo, principalmente para financiar las necesidades de capital de trabajo. Fitch espera que el ratio de apalancamiento se mantenga en torno a 2.5 veces conforme el EBITDA adicional se reinvierte en el negocio.

#### PERFIL DE NEGOCIO DE BAJO RIESGO:

El perfil crediticio de ENSA está respaldado por su posición de monopolio natural. La concesión de ENSA es exclusiva con límites bien definidos que mitigan las presiones competitivas. La concesión tiene un plazo de 15 años y vence en octubre de 2013. ENSA es 51% propiedad de Panamá Distribution Group, S.A. (PDG), que, al mismo tiempo, es propiedad de Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (EPM, calificada 'BBB' por Fitch). Desde marzo de 2011, EPM posee el 51% de ENSA y controla la empresa, y su intención es permanecer como el principal accionista de ENSA.

En octubre de 2012, el regulador panameño de servicios públicos, la Autoridad Nacional de Servicios Públicos (ASEP) anunció el proceso de venta de la mayoría de las acciones de las tres empresas distribuidoras de electricidad en Panamá. El anuncio tuvo lugar un año antes de la fecha de caducidad de concesión en octubre de 2013. Esta es la primera vez que este proceso se llevara a cabo desde la reestructuración del sector eléctrico de Panamá en 1998.

Los oferentes interesados completaron un proceso de precalificación en junio de 2013. ASEP anunció el 04 de julio 2013 las empresas que cumplieron con los requisitos de precalificación. PDG fue la única parte interesada en la participación del 51% de ENSA. El resultado de la licitación determinará si PDG continuará manteniendo su concesión por otro período de 15 años, sin necesidad de realizar ningún pago al Gobierno panameño. El proceso de licitación es a nivel de la holding de la empresa (PDG), por lo que no afecta a la actividad operativa de ENSA. De acuerdo con el calendario de proceso de licitación, las ofertas económicas se recibirán en agosto de 2013, y la concesión se otorgará a partir de octubre de 2013. Fitch continuará monitoreando el resultado de este proceso de licitación.

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 no urbano en América Latina. ENSA ha reportado pérdidas de energía de 10.1% a diciembre de 2012, mostrando una reducción constante en las pérdidas de energía (2009: 10.6%). Modestas mejoras adicionales a la eficiencia de la compañía, aunque puede ser un mayor reto mientras la compañía sea más eficiente en los próximos años, deberían beneficiar los márgenes y las ganancias.

#### 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. El siguiente ajuste tarifario, que aún no se ha anunciado, entrará en vigencia en julio de 2014.

Una reducción moderada del VAD podría esperarse como el VAD se establece para que las empresas de distribución recuperen sus inversiones eficientes y obtengan una rentabilidad razonable sobre el capital invertido en base al rendimiento promedio del bono del Tesoro de EE.UU. a 30 años durante los doce meses anteriores a la el establecimiento de la tarifa, más una prima de riesgo del 8%. Fitch espera que el reajuste tarifario sea neutral a la calificación dado el crecimiento de la demanda de energía y la eficiencia operativa de ENSA, que daría lugar a una deuda a EBITDA de aproximadamente 2.5x. Un nuevo régimen de tarifas que afecte los ingresos de distribución de la empresa y la generación de flujo de efectivo combinado con aumentos significativos de deuda y / o de distribución de dividendos podría presionar las calificaciones de la compañía.

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). La compañía también está expuesta a la recepción de subsidios del gobierno y a los altos costos de energía, pudiéndose por esta última requerir mayor capital de trabajo.

La empresa ha estado sujeta a la recepción de los subsidios gubernamentales, que en general se han pagado puntualmente. Desde 2003, el ajuste al componente de combustible no se ha trasladado completamente a los clientes de las distribuidoras en la forma de un aumento de tarifas, la cantidad de facturar a los clientes ha sido subsidiado por el gobierno panameño a través del FET (Fondo de Estabilización Tarifaria), y, recientemente, desde 2011 también a través de FACE (Fondo de Compensación Energetica). Los subsidios recibidos son significativos para el flujo de caja de la compañía. El total de subsidios recibidos del Gobierno de Panamá ascendió a USD105.2 millones en 2012 (2011: USD 99.8 millones, 2010: USD51.5 millones). Ante el aumento de los subsidios del gobierno y / o retraso en las transferencias para cubrir los subsidios, las necesidades de capital de la compañía se incrementarán y su calidad crediticia podría verse afectada.

## **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 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 que podrían dar lugar a un mayor apalancamiento de la empresa entre 3.0x-3.5x de forma sostenida; un nuevo régimen tarifario que reduzca los ingresos de distribución de la empresa resultando en una disminución significativa en la generación de flujo de caja para ENSA; reducciones tarifarias combinadas con un 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  
Lucas Aristizabal  
Director  
+1-312-368-3260  
Fitch Ratings, Inc.  
70 West Madison Street  
Chicago, IL 60602

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

Presidente del Comité de  
Alberto Moreno  
Director Senior  
+52-81-8399-9100

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 "(08 de agosto 2012)