

VPF-C0107-2018  
Panamá, 5 de diciembre de 2018

Señores  
Superintendencia del Mercado de Valores  
Ciudad

**Bolsa de Valores de Panamá, S.A.**

*recibido por correo electrónico*  
*11/12/2018*  
**Fecha:** \_\_\_\_\_


Hecho de Importancia: **Calificación Internacional**

Estimados Señores:

La calificadora internacional de Riesgos, Fitch Ratings, afirma la calificación de ENSA en "BBB, Perspectiva Estable". Este hecho de importancia fue comunicado por Fitch Ratings en su página web en inglés desde el pasado 20 de noviembre en EUA y se nos facilita traducido al castellano para nuestra publicación el día 5 de diciembre, adjuntamos copia del mismo.

Sin otro particular por el momento, me despido.

Atentamente,

  
Sergio Hinestrosa  
Vicepresidente de Finanzas

Copia: Bolsa de Valores de Panamá

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

Fitch Ratings afirmó la Calificación Internacional de Largo Plazo (IDR) en Moneda Extranjera y Local de Elektra Noreste, S.A. (ENSA) en 'BBB'. La acción de calificación impacta sobre USD100 millones de deuda senior que vence en 2021. La Perspectiva es Estable.

Las calificaciones de ENSA se basan en su posición financiera fuerte, generación de flujo de efectivo estable y su perfil de bajo riesgo de negocio, lo cual es característico de las empresas distribuidoras de electricidad (Discos). La estabilidad en el flujo de efectivo se incorpora de manera positiva en las calificaciones dado que reduce la incertidumbre en la operación. Asimismo, las calificaciones consideran también la exposición de ENSA al riesgo regulatorio, el cual se considera moderado.

## FACTORES CLAVE DE LAS CALIFICACIONES

### Métricas Crediticias Sólidas:

El perfil financiero de ENSA es sólido y refleja medidas de protección crediticias acordes con el nivel de calificación de grado de inversión. Históricamente, la compañía ha mostrado niveles de endeudamiento moderado, liquidez adecuada y una buena capacidad de generación de flujo de efectivo. ENSA mantiene una cobertura de intereses sana, la cual fue de 6.2x en 2017 con EBITDA de USD91 millones. Fitch estima EBITDA anual promedio entre USD87 millones y USD103 millones durante el período 2018-2020, y apalancamiento cercano a 3.5x en el mediano plazo, considerando el plan de inversiones (capex) en su red de cobertura en los años siguientes.

### FCL Afectado por CAPEX y Dividendos:

ENSA ha generado flujo de caja libre negativo (FCL) en los años recientes debido principalmente a la agresiva política de dividendos y plan de capex. Durante 2017, la compañía pagó USD15 millones en dividendos sobre una utilidad neta de USD32 millones en 2016. Fitch estima un capex acumulado de más de USD200 millones para los próximos cuatro años, comparado con el plan del período 2018 – 2022 de USD193 millones.

### Perfil de Riesgo de Negocio Bajo:

El perfil de crédito de ENSA está soportado por su posición de monopolio natural, donde su área de concesión es exclusiva y posee límites bien definidos. La concesión es de carácter permanente, sin embargo, el contrato se revisa cada 15 años (el contrato actual expira en Octubre de 2028). Panama Distribution Group, S.A. (PDG), subsidiaria de Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (EPM; calificada en escala internacional BBB / Observación Negativa) posee el 51% de las acciones de ENSA, y un 48.25% pertenece al Gobierno Panameño.

De acuerdo con la regulación en Panamá, la mayoría de las acciones de las tres compañías de distribución eléctrica son subastadas en un proceso de licitación pública un año antes de la renovación de las concesiones. El último proceso de licitación fue realizado en agosto de 2013 y PDG fue el único licitador por el 51% de ENSA, por lo que retuvo su participación mayoritaria sin que mediara un pago adicional para el gobierno de Panamá. El proceso de licitación se lleva a cabo a nivel de la compañía controladora; por lo que no afectó las operaciones de la compañía.

ENSA es una empresa de distribución eléctrica eficiente la cual presenta niveles de pérdidas de energía tanto de factores técnicos como no-técnicos que son razonables para Discos en Latinoamérica. ENSA reportó pérdidas de energía del 11.83% en 2017 y espera pérdidas de 11.75% para 2018. Aunque puede resultar más desafiante a medida que la compañía se vuelve más efectiva, mejoras modestas adicionales en la eficiencia de la compañía en los próximos años deberían beneficiar los márgenes y las ganancias.

### Riesgo Regulatorio Moderado:

El riesgo regulatorio para ENSA es considerado moderado y está asociado con los ajustes tarifarios, los cuales pueden afectar directamente la capacidad de generación de efectivo de la compañía. Las tarifas de distribución de ENSA están basadas en una metodología de precio máximo donde el valor agregado de la distribución (VAD) se reajusta cada cuatro años. Adicionalmente, la compañía está expuesta al riesgo soberano a través del continuo subsidio a la electricidad

vigente en el país. Con el objetivo de reforzar la sostenibilidad a largo plazo del sector eléctrico, el alcance de los subsidios se está reduciendo gradualmente. Las tarifas se ajustan mensualmente para compensar las variaciones en el precio del combustible y, semestralmente, para reflejar los cambios en el Índice de Precios al Consumidor de Panamá (IPC).

En Panamá, el gobierno subsidia el consumo de electricidad. Desde 2003, el ajuste del componente de combustible no se ha cobrado completamente a los clientes de las empresas de distribución en forma de aumentos de tarifas; el importe no facturado a los clientes han sido subsidiados por el gobierno Panameño a través del FET (Fondo de Estabilización Tarifaria).

## RESUMEN DE DERIVACIÓN DE LAS CALIFICACIONES

---

La calificación de ENSA está en línea con sus pares de calificación de la región. Sus pares más cercanos son su compañía matriz Empresas Públicas de Medellín (EPM) (BBB / Observación Negativa) y Grupo de Energía de Bogotá (GEB) (BBB / Perspectiva Estable). EPM y GEB se benefician de su escala de operaciones mayor, con un EBITDA anual muchas veces mayor que el de ENSA. ENSA posee un flujo de efectivo comparativamente más estable lo cual también se refleja una trayectoria de apalancamiento más conservadora.

Dentro de los pares con calificaciones inferiores se incluyen Energuate Trust (BB / Perspectiva Estable) y AES El Salvador Trust II (AES SLV) (B- / Perspectiva Estable). Estas Discos están limitadas por su estructura de capital y, en particular, la exposición a ambientes operativos débiles. AES SLV ha sido especialmente afectado por la poca confiabilidad de los pagos de subsidios por parte del gobierno. Los desafíos de Energuate son en gran parte logísticos, donde la mayor parte de su área de concesión abarca áreas rurales que conllevan desafíos geográficos y sociales concomitantes. ENSA enfrenta algunos desafíos sociales similares en algunas partes de su área de cobertura, específicamente dentro de la provincia de Colón. Sin embargo, Colón solo constituye el 15.6% de la base de clientes de ENSA. Además, la empresa se beneficia de una base de usuarios mayoritariamente urbana.

## SUPUESTOS CLAVE

---

- crecimiento de la demanda vinculado al pronóstico del PIB de Fitch;
- contrato de concesión de 15 años iniciado en noviembre de 2013 permanece vigente;
- pago del subsidio por parte del gobierno se realiza sin retrasos materiales;
- pago acumulado de dividendos por USD100 millones durante los próximos cinco años, consistente con un apalancamiento de 3.5x.

## SENSIBILIDAD DE LAS CALIFICACIONES

---

Entre los eventos futuros que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación positiva se encuentran:

- Fitch no anticipa una acción de calificación positiva en el corto y mediano plazo, sin embargo, una mejora en la razón de deuda total a EBITDA por debajo de 2.5x de manera sostenida, alza en la calificación del soberano y ausencia de dependencia hacia los subsidios del gobierno, son factores que pueden fortalecer la calificación de ENSA.

Entre los eventos futuros que podrían, individual o colectivamente, conducir a una acción de calificación negativa se encuentran:

- incremento en la dependencia de los subsidios del gobierno;
- deterioro del apalancamiento hacia un rango de 3.5x de manera sostenida;
- ajustes tarifarios que reduzcan de manera significativa la generación de efectivo;
- incrementos en deuda y/o en el pago de dividendos;
- baja en la calificación del soberano que refleje el deterioro de las condiciones macroeconómicas.

## LIQUIDEZ

---

La deuda de largo plazo se compone de USD100 millones en notas sénior sin garantía específica cuyo vencimiento es en 2021, y USD80 millones en notas sénior sin garantía específica que vencen en 2027. Recientemente, la compañía refinanció USD20 millones correspondientes a un bono con vencimiento en el presente año y tiene planes similares para las notas con vencimiento en 2021. Las líneas de crédito suman en total USD300 millones provenientes de ocho bancos diferentes, tanto locales como internacionales. ENSA mantiene un balance de efectivo nominal, siendo de USD4.6 millones al cierre de 2017.

Notas Sénior 2021 (USD100 millones):

Las notas tienen una tasa de interés fija de 7.6% con pago semestral y vencimiento en 2021. El pago del principal es al vencimiento. Las notas mantienen un rango de crédito sénior y no tienen garantía específica. La compañía puede redimir la totalidad de las notas sénior o en parte, en cualquier momento previo a su vencimiento. Los tenedores de los bonos son AIG y Allstate.

Notas Sénior 2027 (USD80 millones):

Las notas tienen una tasa fija de 4.73% con pago semestral y vencimiento en Diciembre 13 de 2027. Estas notas no están calificadas.

## LISTADO DE ACCIONES DE CALIFICACIÓN

---

*Elektra Noreste S.A.*

- Afirmer la Calificación Internacional de Largo Plazo (IDR) en Moneda Extranjera en 'BBB';
- Afirmer la Calificación Internacional de Largo Plazo (IDR) en Moneda Local en 'BBB';
- Afirmer la Calificación Internacional de las Notas sin garantía específica en 'BBB'.

## Contactos Fitch Ratings:

---

Lincoln Webber (Analista Líder)

Director Asociado

+1 646 582-3523

Fitch Ratings, Inc.

33 Whitehall Street

New York, NY 10004

Erick Pastrana (Analista Secundario)

Director Asociado

+506 2296 91 82

Lucas Aristizabal (Presidente del Comité de Calificación)

Director Sénior

+1 312 368-3260

Relación con medios:

Elizabeth Fogerty, Nueva York. Tel: +1 212 908 0526. E-mail: [elizabeth.fogerty@fitchratings.com](mailto:elizabeth.fogerty@fitchratings.com).

La calificación señalada fue solicitada 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.

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

Metodologías aplicadas en escala nacional:

- Metodología de Calificación de Finanzas Corporativas (Septiembre 14, 2017);
- Vínculo de Calificación entre Matriz y Subsidiaria (Febrero 21, 2018).

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN 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 ESTAN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/CENTRALAMERICA](http://WWW.FITCHRATINGS.COM/SITE/CENTRALAMERICA). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTAN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CODIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMAS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTAN TAMBIEN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CODIGO 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 LIDER ESTA BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNION EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.