

Sector Eléctrico
Latinoamérica
Reporte Especial

Sector Eléctrico Centroamérica y El Caribe

Analistas

Allan Lewis
+506 2296-9454
allan.lewis@fitchratings.com

José Luis Rivas
+58 212 286-3232
joseLuis.rivas@fitchratings.com

Lucas Aristizabal
+1 312 368-3260
lucas.aristizabal@fitchratings.com

Julio Ugueto
+58 212 286-3356
julio.ugueto@fitchratings.com

Vanessa Villalobos
+506 2296-9182
vanessa.villalobos@fitchratings.com

Resumen

El sector eléctrico de Centroamérica y El Caribe refleja su elevada vinculación al desempeño de los gobiernos de la región debido a las características socioeconómicas y regulatorias que caracterizan a estos países. Si bien en el mediano plazo la región prevé inversiones importantes con el objeto de aumentar la capacidad firme de generación, la intervención estatal dentro del sector es alta, tomando en cuenta los subsidios aplicados, la participación del estado en la estructura del sector y su intervención en la definición de tarifas, lo cual representa uno de los principales retos para la atracción de inversiones privadas en los próximos años.

La matriz de generación eléctrica en Centroamérica y El Caribe revela la elevada exposición de la región a las variaciones en los precios de los hidrocarburos, tomando en cuenta que en promedio más de la mitad (54%) de la energía generada proviene de fuentes termoeléctricas. Esta exposición resulta mucho mayor si se considera que los países de la región no cuentan con reservas de hidrocarburos y dependen de la importación de combustibles para suplir la demanda de los generadores. Si bien en países como Costa Rica y Panamá la generación proviene principalmente de fuentes hidroeléctricas, esta condición supone una mayor vulnerabilidad a eventos climatológicos y, en general, demanda importantes inversiones por parte de los gobiernos para mantener esta condición y brindar márgenes de seguridad al sistema para evitar el desabastecimiento en períodos de baja hidrología.

Dado el crecimiento previsto de la región y el hecho que los países cuentan con relativamente bajos márgenes de reserva, se están llevando a cabo importantes planes de expansión en generación, fomentando la generación a través de fuentes renovables, lo cual implica relevantes inversiones para el sector. El esfuerzo para la atracción del financiamiento necesario para dichas inversiones deberá de incluir el establecimiento de marcos regulatorios transparentes y estables, que permitan sustentar la estabilidad en los flujos necesarios para sustentar las inversiones realizadas. Los incentivos para atraer nueva inversión en generación en la región son heterogéneos y los países con incentivos más débiles dependerán de intervención gubernamental para la construcción de nueva generación.

En el mediano plazo, la culminación de la línea de transmisión intrarregional en Centro América (Sistema de Interconexión Eléctrica de los Países de América Central - SIEPAC) podría permitir la comercialización de excedentes de energía entre los países centroamericanos, además de Colombia y México. Para el caso de la República Dominicana, la expansión en capacidad y mejoras en la eficiencia serán claves para lograr satisfacer la demanda prevista de energía.

El elevado riesgo regulatorio es uno de los retos importantes que enfrenta el sector para atraer inversiones privadas que permitan mejorar la eficiencia y reduzcan la dependencia del desempeño del sector a las políticas pública de los gobiernos. La intervención gubernamental se evidencia en los niveles de subsidios a las tarifas, los cuales son reducidos en el caso de Costa Rica, moderados para Panamá y El Salvador y elevados en la República Dominicana, producto en general del rezago tarifario y de los mayores niveles de pérdidas de energía. El porcentaje de pérdidas de energía de la región se ubica en promedio en 19%; nivel considerado elevado al compararlo con otras referencias en Latinoamérica. Por su parte, Costa Rica y El Salvador registran el mejor desempeño de la región en cuanto a este indicador,

con valores cercanos a 11%, seguidos por Guatemala y Panamá mientras que Honduras, Nicaragua y la República Dominicana reflejan el peor desempeño.

Costa Rica

Costa Rica posee una capacidad instalada de generación de 2.476 MW, donde el 72% de está relacionada con fuentes renovables mientras que el resto está compuesta por plantas térmicas que utilizan Diesel y Bunker. La estructura del subsector generador está dominada por la compañía estatal: Instituto Costarricense de Electricidad [ICE; calificado AAA(cri) por Fitch], la cual genera cerca de 75% del total de la energía y tiene la obligación legal de garantizar el abastecimiento de la energía.

En promedio, en los últimos 10 años las plantas hidroeléctricas y geotérmicas han operado con un factor de carga cercano a 55% y 80%, respectivamente, lo cual se refleja en una potencia en firme cercana a 1.654 MW frente a una demanda máxima de 1.536 MW. Esto implica un relativamente estrecho margen de reserva (7%) frente a una demanda de electricidad que crece anualmente en promedio al 5%.

Se estima necesario un incremento en la capacidad instalada de 2.400 MW para satisfacer la demanda durante la próxima década, que implica una inversión total que rondaría los 10 mil millones de dólares. Para ello el ICE espera financiar su plan de inversión con una combinación de flujo de caja interno, deuda, esquemas BOT y vehículos de propósito especial para proyectos.

Vale destacar que la industria eléctrica costarricense está a la expectativa de la aprobación en el Congreso de una nueva Ley que reformaría el mercado incrementando la posibilidad de participación del sector privado en generación con recursos renovables, siendo que actualmente la participación privada está topada en un 30% del total de la capacidad instalada del país. También se espera que la nueva ley incluya la creación de un mercado mayorista de electricidad. Fitch estima que la ley pueda ser aprobada por el Congreso durante 2012.

Instituto Costarricense de Electricidad (ICE); AAA (cri)

Las calificaciones del ICE reflejan la fuerte relación de la compañía con el riesgo soberano debido a que la empresa es propiedad del gobierno. La empresa está expuesta a interferencia política dado que el gobierno es quien designa y remueve los directivos de la empresa, aprueba las tarifas y regula su presupuesto. La entidad muestra también un saludable perfil financiero caracterizado por un moderado apalancamiento (Deuda total ajustada/EBITDAR 3.0x-3.5x) y una buena cobertura de intereses (EBITDAR/Intereses + arrendamientos de 3.0x en promedio), a pesar de su exposición a riesgo cambiario.

Compañía Nacional de Fuerza y Luz (CNFL); AAA (cri)

CNFL es una empresa mayoritariamente poseída por el estado (98,6% propiedad de ICE) dedicada a la distribución de energía en San José. El perfil de riesgo de la empresa se encuentra íntimamente vinculado al soporte del ICE. Su desempeño es satisfactorio reflejando una robusta generación de efectivo.

El Salvador

El Salvador muestra una alta dependencia de generación térmica pues cerca de 70% de la generación en firme (1.150 MW) se basa en combustibles fósiles, siendo que el resto es generado por plantas hidroeléctricas y geotérmicas lo cual evidencia la elevada dependencia de los hidrocarburos para la atención de la demanda. Lo anterior ha determinado altos precios de la energía que ha inducido al gobierno a intervenir el mercado aplicando diferentes subsidios sobre los precios de la energía, bien sea directa

o indirectamente a través de mecanismos que han limitado el aumento de los precios del mercado mayorista.

El riesgo regulatorio en El Salvador es considerado moderado, debido a que una parte importante de los flujos de las compañías eléctricas han dependido de la cancelación de los subsidios por parte del gobierno, lo que eventualmente ha obligado a las empresas a buscar financiamiento para cubrir sus necesidades de capital de trabajo. Recientemente se han introducido reformas para reducir el tiempo de recuperación de dichos subsidios y en consecuencia si bien se prevé una menor presión sobre los flujos de caja de las empresas, todavía sigue latente la elevada dependencia del sector al soporte del gobierno.

El sector de generación eléctrica está fundamentalmente en manos de inversionistas privados nacionales y extranjeros. En la actualidad se están gestionando nuevos proyectos tendientes a disminuir el riesgo de abastecimiento eléctrico futuro con la participación tanto del sector privado como del sector público. Estos proyectos incorporarían unos 699 MW de capacidad adicional para los próximos 5 años, de los cuales el 50% correspondería a plantas termoeléctricas mientras que el resto sería hidroeléctrico y biomasa.

Compañía de Alumbrado Eléctrico de San Salvador (CAESS); A+ (slv)

La calificación de CAESS se beneficia de la posición de mercado de la empresa, la generación de flujos de efectivo predecibles y un bajo riesgo de negocio. La calificación incorpora el relativamente alto nivel de apalancamiento del grupo AES en el Salvador, así como su elevada exposición de riesgo de intervención por parte del gobierno salvadoreño. CAESS es propiedad de AES Corporation (B+ por Fitch) en un 75,11%, mientras que el resto pertenece a inversionistas privados del país.

Empresa Eléctrica de Oriente (EEO); A+ (slv)

La calificación se beneficia de la predecible generación de flujos de la compañía y de un bajo riesgo de negocio. La calificación incorpora además el relativamente alto nivel de apalancamiento del grupo AES en el Salvador, así como su elevada exposición de riesgo de intervención por parte del gobierno salvadoreño. EEO comercializa y distribuye electricidad en áreas rurales de la región oriental de El Salvador y es propiedad en su mayoría (89,11%) de AES Corporation (B+ por Fitch).

Distribuidora de Electricidad DELSUR; AA- (slv)

Las calificaciones reflejan la predecible capacidad de generación de flujo de efectivo y su condición de monopolio en su área de influencia. Asimismo la empresa está expuesta a riesgo regulatorio y la vulnerabilidad del sector a cambios políticos y sociales. DELSUR presta servicios de distribución y comercialización de energía en diferentes municipios de El Salvador. DELSUR es propiedad en un 86,41% del Grupo de Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (BBB- por Fitch).

Panamá

Panamá posee una relativamente menor exposición a la generación térmica, debido a que el 50% de la capacidad total de generación (1.771 MW) proviene de fuentes hidro.

El subsector generador es operado por parte de inversionistas privados, aunque el control accionario es mantenido por el gobierno panameño. En la actualidad la capacidad en firme del sistema (considerando el 50% de factor de carga promedio de las hidroeléctricas en los últimos diez años) se aproxima a unos 1.335 MW frente a una demanda máxima cercana a 1.200 MW, lo que arroja un relativamente bajo margen de reserva (10%). Lo anterior implica la necesidad de inversiones para cubrir el

crecimiento previsto en la demanda asociada al ritmo de actividad económica del país, siendo que para los próximos 4 años, se estima incorporar cerca de 900 MW de capacidad, de los cuales 80% correspondería a plantas hidroeléctricas.

El riesgo regulatorio en el sector eléctrico panameño se considera moderado. Durante el año 2010 se destinaron unos 92 millones de dólares para el sector, de los cuales unos 32 millones se dirigieron a subsidios mientras que el resto fue destinado a un fondo para cubrir variaciones en los precios de los combustibles.

AES Panama; BBB- (calificación internacional)

Las calificaciones están determinadas por el sólido portafolio de activos con el que cuenta la empresa con una posición competitiva de contratos y despacho de energía. Asimismo incorpora el riesgo regulatorio que enfrenta la empresa. AES es una empresa generadora mayormente de propiedad de AES Corporation (B+ por Fitch).

Elektra Noreste; BBB (calificación internacional)

La empresa presenta una robusta posición financiera y estable generación de flujo de caja y se considera que la exposición de la empresa al riesgo regulatorio es moderado. Elektra Noreste es una de las tres principales empresas distribuidoras de energía con una participación de aproximadamente 42%. Elektra Noreste está en proceso de venta a Empresas Públicas de Medellín E.S.P. (BBB- por Fitch) mientras que el gobierno panameño y los empleados de la empresa poseen aproximadamente el 49% restante de la compañía.

Enel Fortuna; BBB (calificación internacional)

Las calificaciones están determinadas por el adecuado perfil financiero de la empresa, caracterizado por una sólida generación de efectivo y relativamente bajo apalancamiento así como por su posición competitiva de contratos y despacho de energía. Asimismo, las calificaciones incorporan el riesgo regulatorio que enfrenta la empresa. Enel Fortuna es una empresa generadora 51% propiedad de Enel Spa mientras que el resto de la propiedad es mantenido principalmente por el gobierno panameño.

República Dominicana

República Dominicana cuenta con una capacidad instalada de generación de unos 2.990MW de los cuales 82% corresponde a plantas termoeléctricas que usan fundamentalmente fuel-oil y gas como combustible, siendo que el restante 18% está constituido por plantas hidroeléctricas. El sector generador está fundamentalmente operado por inversionistas privados nacionales y extranjeros, destacando que en algunas plantas termoeléctricas el gobierno dominicano participa como accionista. Si bien la República Dominicana cuenta con una capacidad de generación hidroeléctrica de unos 523 MW, por razones de obsolescencia la generación efectiva por fuentes hidroeléctricas es de unos 164 MW, siendo que para el año 2010 la generación total efectivamente incorporada al sistema fue de 1.931 MW frente a una demanda máxima de 2.151 MW, originando un déficit por el orden del 11%. Dentro del marco del Plan de Acción del Sector Eléctrico 2010-2015, se estima incorporar cerca de 2.000 MW de generación al sistema, principalmente con base en fuentes eficientes como gas natural, carbón, generación hidroeléctrica y eólica, donde las dos primeras concentrarían 85% de esta nueva capacidad.

El sector eléctrico dominicano presenta una de las mayores pérdidas de energía dentro de la región aun cuando ha habido importantes avances en la reducción de las mismas en los años recientes (a junio del año 2010, el porcentaje de pérdida de energía alcanzó 28% vs. 46% en el año 2006). Esto debido a que los planes ejecutados por parte

de las empresas distribuidoras y la aplicación de normas que penalizan el robo o fraude eléctrico han tenido una relativamente débil implementación. Como consecuencia del reciente acuerdo suscrito con el Fondo Monetario Internacional (FMI) y el financiamiento de otros organismos multilaterales, la estrategia de reducción de pérdidas está centrada en la significativa incorporación de nuevos usuarios medidos y en la mejora de la red de distribución.

El riesgo regulatorio del sistema se refleja en su alta dependencia de transferencias gubernamentales como resultado de los altos niveles de pérdidas, robo y fraude y el hecho de que las tarifas eléctricas se han mantenido prácticamente sin modificaciones desde el año 2005. Lo anterior ha significado desembolsos cercanos a 600 millones de dólares anuales en forma de subsidios por parte del gobierno.

AES Andres; A- (dom), B (calificación internacional)

AES Andres es una subsidiaria de propiedad indirecta de AES Corporation. Sus calificaciones reflejan su relación al riesgo soberano, dada la dependencia de las políticas implementadas por el gobierno dominicano para darle viabilidad financiera al sector eléctrico. Las calificaciones reflejan la perspectiva positiva del riesgo soberano, así como el impacto favorable de los cambios de política aplicados al sector eléctrico.

Compañía de electricidad de Puerto Plata; A- (dom)

Compañía de Electricidad de Puerto Plata, S.A., es una empresa 96,7% de propiedad de Inkia Energy (INKIA). Sus calificaciones consideran el satisfactorio margen EBITDA de la empresa, así como conservadores niveles de apalancamiento y cobertura. La calificación de la empresa refleja la alta dependencia del sector eléctrico al soporte financiero del gobierno dominicano y la mejora en las perspectivas de la economía.

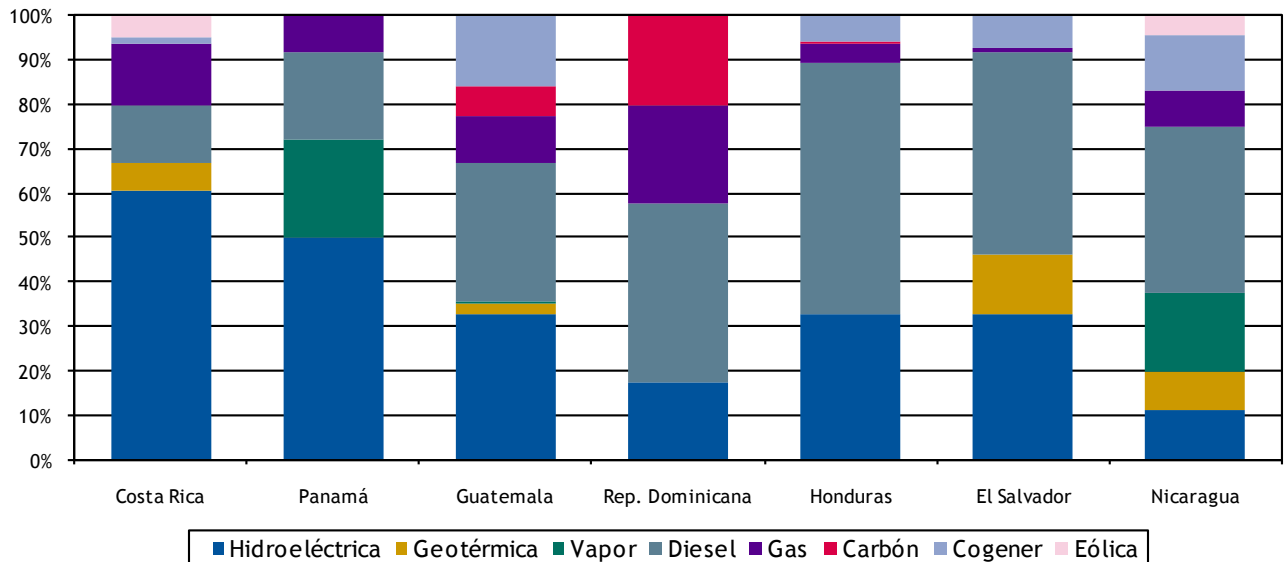
Empresa Generadora Haina; A- (dom) B (calificación internacional)

HAINA es una empresa poseída en un 50% por Haina Investment Company, Ltd y un 49,97% por el gobierno dominicano. Las calificaciones asignadas están soportadas por el diversificado portafolio de generación, su sólida posición de mercado y su eficiencia operativa. Sus calificaciones reflejan la alta dependencia del sector eléctrico al soporte financiero del gobierno dominicano y la mejora en las perspectivas de la economía.

Empresa Generadora Itabo; A- (dom) B (calificación internacional)

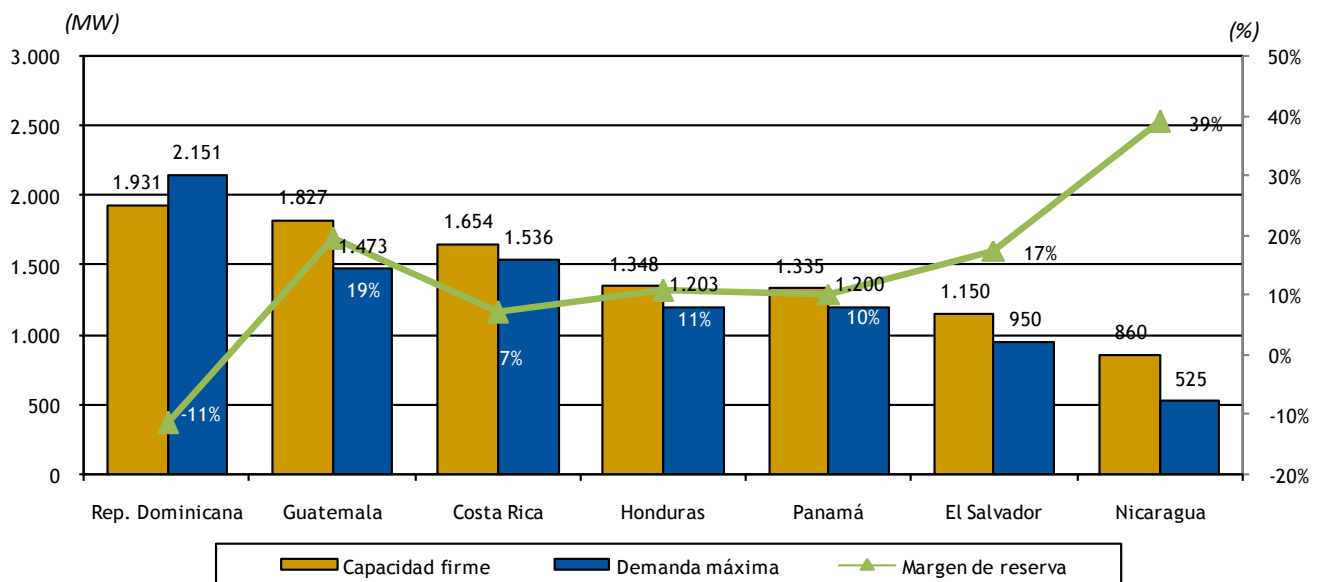
La Empresa Generadora de Electricidad Itabo, S.A., es una empresa poseída indirectamente en un 50% por la empresa AES Corporation, y el resto está principalmente en manos del Estado Dominicano. Las calificaciones asignadas a ITABO están soportadas por su sólida posición competitiva como el generador termoeléctrico de menor costo en el país. Sus calificaciones reflejan la alta dependencia del sector eléctrico al soporte financiero del gobierno dominicano y la mejora en las perspectivas de la economía.

Composición Capacidad de Generación (2009) (Porcentajes)



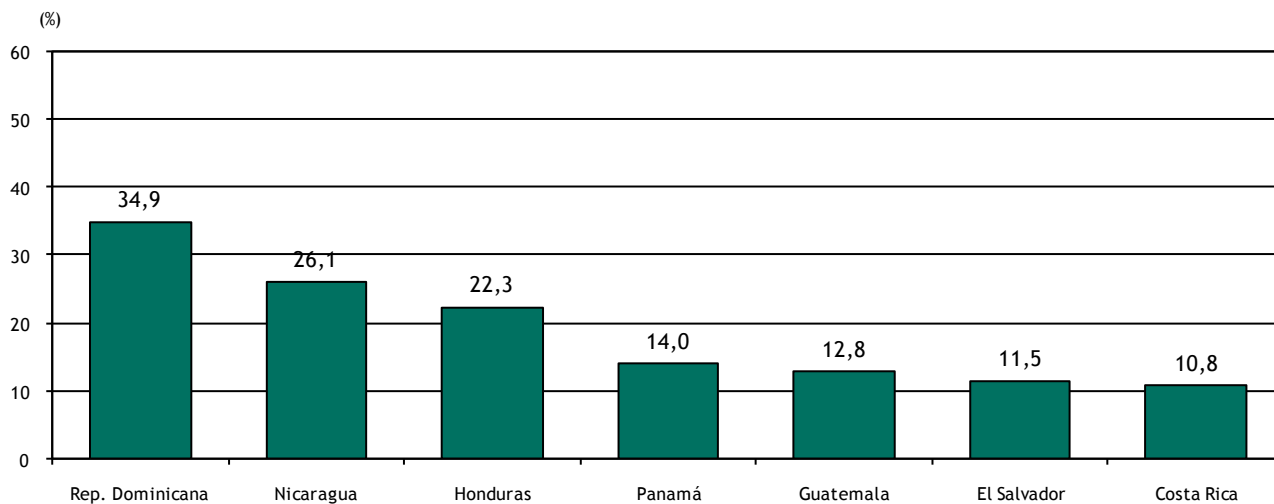
Fuente: CEPAL, OC (Rep. Dom.)

Capacidad Firme, Demanda Máxima y Margen de Reserva



Fuente: CEPAL, ICE, MINAET, CDEEE (Rep. Dom.)

Pérdidas de Transmisión y Distribución
(Porcentajes)



Fuente: CEPAL, CDEEE (Rep. Dom.)

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO , Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2011 por Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, NY 10004 Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.