FIX asignó a A(arg) la calificación de Emisor de Largo Plazo de EDEMSA S.A.

26 de abril de 2024

FIX (afiliada de Fitch Ratings) asignó en categoría A (arg), Perspectiva Estable, a la calificación de Emisor de Largo Plazo de Empresa Distribuidora de Electricidad de Mendoza S.A. (EDEMSA) y de las ON Clase 1 a ser emitidas por la compañía. A su vez, FIX asignó en categoría A2 (arg) a la calificación de Emisor de Corto Plazo y de las ON Clase 2 a ser emitidas por la compañía.

La calificación se sustenta en la posición monopólica derivada de la exclusividad de la concesión para distribución y comercialización de energía eléctrica en la Provincia de Mendoza, recientemente extendida, con nuevo vencimiento en 2048, la estabilidad en la demanda de energía, y una tarifa de distribución de energía eléctrica en línea con la inflación, que le han permitido obtener márgenes EBITDA mayormente positivos en los últimos 6 años (a excepción de 2020 cuando resultó negativo por 1,9%), aunque relativamente bajos en torno a un promedio del 4,4% (oscilando entre 1% y 13%), debido a que los aumentos tarifarios señalados se asignaron con demoras, en algunos casos, generando desfasajes financieros producto del contexto inflacionario. Adicionalmente, la reciente modificación del procedimiento de adecuación del Valor Agregado de Distribución (VAD) estableció un proceso de actualización tarifaria trimestral, en base al análisis del nivel de costos de prestación del servicio, cuando anteriormente se realizaba en forma semestral y en el marco de audiencia pública, sumado a la adecuación tarifaria prevista para el 6° quinquenio, generando por lo tanto un impacto financiero positivo para EDEMSA en lo sucesivo, que le permitirá incrementar sus flujos de fondos y hacer frente a sus compromisos futuros (incluyendo inversiones de capital) sin necesidad de recurrir a eventuales endeudamientos vía CAMMESA, su principal proveedor, por compra de energía, a lo que ha acudido en el pasado para compensar períodos con demoras en la asignación de ajustes tarifarios. No obstante, la calificación se ve limitada por indicadores de pérdidas de energía crecientes durante el período 2018-2022 y del 16,3% a diciembre 2023, las que requieren inversiones de capital adicionales para reducirse, en un contexto de márgenes EBITDA bajos a la fecha y en vías de recuperación, debiendo recurrir la compañía a financiación externa para afrontarlas en el corto plazo. Asimismo, considerando la deuda con CAMMESA como financiera, el ratio de apalancamiento a diciembre 2023 se ubicó en 18x y la cobertura de intereses en 0,3x, aunque estimando un descenso gradual del apalancamiento y mejorando los ratios de cobertura a partir de 2024, luego de la recomposición tarifaria mencionada y considerando que la deuda con CAMMESA ha sido estructurada a través de un acuerdo de pagos en 96 cuotas mensuales y con tasa de interés real negativa.

La estabilidad en la demanda de energía, por tratarse de un monopolio regulado

establecido en la Provincia de Mendoza, le ha permitido a EDEMSA generar ingresos estables durante los últimos 6 años en torno a $169.605 millones promedio (USD 222 millones), que sumado a una tarifa de distribución de energía eléctrica algo superior a la de sus comparables de la industria, le ha generado márgenes EBITDA positivos en 5 de los últimos 6 años (2018-2023), aunque relativamente bajos en torno a un promedio del 4,4% (oscilando entre 1% y 13%). Si bien ha recibido incrementos tarifarios mayormente en línea con la inflación, en algunos períodos se produjo con retrasos. De haber recibido ingresos conforme a normativa, el margen EBITDA normalizado hubiera promediado el 20% para el período bajo análisis (5° período tarifario). Cabe aclarar que a partir del Acuerdo Transaccional firmado a inicios de 2023, mediante el cual se acordó la prórroga del contrato de concesión y el proceso de redeterminación tarifaria, la reciente adecuación del Valor Agregado de Distribución (VAD) a través del Decreto N° 2348 del Ministerio de Planificación e Infraestructura Pública de la Provincia de Mendoza a partir del cual se determina la actualización tarifaria trimestral, en base al análisis del nivel de costos de prestación del servicio, cuando anteriormente se realizaba en forma semestral y en el marco de audiencia pública, y sumado a la adecuación tarifaria del 6° quinquenio (asignada en un 70% en noviembre 2023 y el 30% restante en febrero 2024), FIX estima que la compañía logrará incrementar los márgenes de rentabilidad, acercándose a valores normalizados en torno al 20% a partir de 2024, y la consecuente generación de fondos operativos que le permitirán afrontar sus pasivos de corto plazo.

EDEMSA ha generado Flujos de Fondos Libres (FFL) positivos entre 2018 y 2023 en un promedio de $11.208 millones (USD 10,6 millones), habiendo realizado inversiones de capital en un promedio de $10.644 millones (USD 13,5 millones), pese al margen EBITDA promedio del 4,4% y volátil durante ese período, con pico del 13% en 2021 y positivo del 0,6% en 2023, apalancado por la flexibilidad otorgada por su principal proveedor, CAMMESA (por compras de energía), al igual que varias de las compañías del sector. Las deudas comerciales corrientes, compuestas principalmente por la deuda con CAMMESA, promediaron los $100.010 millones durante ese período, las que representaron aproximadamente la mitad del pasivo y patrimonio sumados, a diciembre 2023 han disminuido las deudas comerciales corrientes representando solamente el 12%. Cabe aclarar que a la fecha EDEMSA ha estructurado esa deuda en un acuerdo de pagos con condonación parcial de intereses, pagos mensuales en 96 cuotas con 6 meses de gracia y tasa de interés equivalente al 50% de la vigente en el MEM (Mercado Eléctrico Mayorista).

Las inversiones de capital promediaron los $10.644 millones (USD 13,5 millones) durante el período 2018-2023, representando el 6,3% de las ventas en promedio, frente a márgenes EBITDA que representaron el 4,4% promedio. Los elevados niveles de pérdida de energía se ubicaron en 16,3% a diciembre 2023, por encima del promedio del período mencionado, que fue del 16%, habiéndose incrementado un 2% aproximadamente durante la pandemia. Por otra parte, los estándares de calidad comprometidos por la concesión del servicio generaron necesidades de capital de trabajo por encima de las rentabilidades obtenidas. Si bien las inversiones de capital se situaron por debajo de los comparables del sector, los bajos márgenes EBITDA generados durante el período mencionado implicaron

que las mismas fueran parcialmente financiadas a través de capital de trabajo, principalmente a través de la acumulación de deuda con su principal proveedor CAMMESA, situación que no podrá seguir generándose tras el acuerdo de pagos celebrado. En el corto plazo FIX espera que la compañía financie con deuda las inversiones de capital (estimadas en USD 30 millones para 2024) revirtiéndose esa situación a partir de las modificaciones introducidas al VAD conforme lo señalado precedentemente con vigencia a partir de febrero 2024.

Moderado nivel de apalancamiento: A diciembre 2023, la deuda financiera asciende a $7.430 millones (USD 9,2 millones). Incorporando la deuda estructurada con CAMMESA, la misma asciende a $10.116 millones (USD 21,7 millones, a valores nominales). La cobertura de intereses resulta positiva en 0,3x debido al elevado costo de los intereses devengados con CAMMESA, aunque han sido parcialmente condonados en el marco del acuerdo de pagos señalado. FIX espera un nivel de apalancamiento descendiendo gradualmente a partir de 2024 con cobertura de intereses por encima de 1,0x EBITDA.

La deuda financiera de corto plazo (incluyendo pagos a CAMMESA) ascienden a $ 9.512 millones a diciembre 2023, con caja y equivalentes por USD 283 miles. Dado los niveles de EBITDA y CAPEX esperados para 2024 y la obtención de fondos por emisión de deuda por USD 40 millones, la compañía tendría una posición de liquidez moderadamente holgada.

Sensibilidad de la calificación

La calificación actual contempla la redeterminación tarifaria para el 6° período y posteriores ajustes con actualización trimestral, en línea con la inflación, que permitan generar flujos de fondos libres consistentemente positivos conforme las proyecciones de la compañía suficientes para cubrir las necesidades de inversiones de capital futuras y compromisos financieros, sin necesidad de incrementar su capital de trabajo y con reducción gradual del nivel de apalancamiento a partir de 2024.

Ajustes tarifarios por debajo de las proyecciones estimadas por la compañía, que reduzcan su capacidad de generar fondos suficientes para cubrir las necesidades futuras operativas o de inversiones de capital, así como una merma en su flexibilidad financiera que le otorga principalmente su principal proveedor CAMMESA, sumado a la imposibilidad de reducir las pérdidas de energía gradualmente, podrían derivar en una acción de calificación negativa. Asimismo, niveles de endeudamiento consistentemente por encima de 3,0x y ratios de cobertura de intereses ajustados de manera sostenida también podrían provocar bajas de calificación.

Una suba de calificación podría derivarse de una generación de fondos libres consistentemente positivos con rentabilidades esperadas por encima del 20% que permitan cubrir holgadamente las necesidades de inversiones de capital y demás compromisos sin necesidad de financiamiento adicional ni incremento de capital de trabajo vía CAMMESA.

Notas Relacionadas y Metodología Aplicable:

FIX utilizó el Manual de Calificación de Empresas presentado ante la Comisión Nacional de Valores (disponible en www.cnv.gob.ar).

El informe correspondiente se encuentra disponible en nuestra página web www.fixscr.com.

Contactos

Analista Principal
Lucas Lombardo
Analista
lucas.lombardo@fixscr.com
+54 11 5235-8100

Analista Secundario
Lisandro Sabarino
Director Asociado
lisandro.sabarino@fixscr.com
+54 11 5235-8119

Responsable del Sector
Cecilia Minguillón
Senior Director
cecilia.minguillon@fixscr.com
+54 11 5235-8123

Relación con los Medios
Diego Elespe
Head Comercial y de Desarrollo de Negocios
diego.elespe@fixscr.com
+5411 5235-8100/10

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FIX SCR S.A. AGENTE DE CALIFICACIÒN DE RIESGO (Afiliada de Fitch Ratings), EN ADELANTE TAMBIEN DENOMINADA “FIX”, ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: HTTP://WWW.FIXSCR.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FIXSCR.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN

DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FIX SCR S.A., Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FIX SCR S.A. 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 ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FIX SCR S.A.

La reproducción o distribución total o parcial de este informe por terceros está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, FIX SCR S.A. se basa en información fáctica que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que FIX SCR S.A. considera creíbles. FIX SCR S.A. lleva a cabo una investigación razonable de la información fáctica 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 FIX SCR S.A. 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 independientes 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 FIX SCR S.A. deben entender que ni una investigación mayor de hechos, ni la verificación por terceros, puede asegurar que toda la información en la que FIX SCR S.A.se basa en relación con una calificación será exacta y completa. El emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a FIX SCR S.A. y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, FIX SCR S.A. 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 que pueden suceder y 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 afirmó una calificación.

La información contenida en este informe, recibida del emisor", se proporciona sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de FIX SCR S.A. es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que FIX SCR S.A. evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de FIX SCR S.A. y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. 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, como son riesgos de precio o de mercado. FIX SCR S.A. no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de FIX SCR S.A. son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de FIX SCR S.A. estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactados. Un informe con una calificación de FIX SCR S.A. no es un prospecto de emisión ni un substituto 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 FIX SCR S.A. FIX SCR S.A. no proporciona asesoramiento de inversión de ningún tipo.

Las calificaciones representan una opinión y 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. FIX SCR S.A. recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD 1.000 a USD 200.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, FIX SCR S.A. 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 USD 1.000 y USD 200.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de FIX SCR S.A. no constituye el consentimiento de FIX SCR S.A. a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de cualquier jurisdicción, incluyendo, pero no excluyente, las leyes del mercado de títulos y valores de Estados Unidos de América y la "Financial Services and Markets Act of 2000" del Reino Unido. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de FIX SCR S.A. pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.