

EDELNOR S.A.A.

Fecha de comité: 16 de octubre del 2014 con EEFF ¹ al 30 de junio del 2014		Sector Eléctrico, Perú
Aspecto o Instrumento Clasificado	Clasificación	Perspectiva
Acciones Comunes	PCN1	Estable
Bonos Corporativos	pAAA	Estable
Equipo de Análisis		
Erick Guillermo Mendoza Mendoza emendoza@ratingspcr.com	Mary Carmen Gutiérrez Espinoza mgutierrez@ratingspcr.com	(511) 208.2530

Primera Clase - Nivel 1 Las acciones clasificadas en esta categoría son probablemente las más seguras, estables y menos riesgosas del mercado. Muestran una muy buena capacidad de generación de utilidades y liquidez en el mercado.

Categoría pAAA Emisiones con la más alta calidad de crédito. Los factores de riesgo son prácticamente inexistentes.

"La información empleada en la presente clasificación proviene de fuentes oficiales; sin embargo, no garantizamos la confiabilidad e integridad de la misma, por lo que no nos hacemos responsables por algún error u omisión por el uso de dicha información. Las clasificaciones de PCR constituyen una opinión sobre la calidad crediticia y no son recomendaciones de compra y venta de estos instrumentos."

Racionalidad

En comité de Clasificación de Riesgo, PCR acordó ratificar la clasificación de las acciones comunes (Nivel 1) y Bonos Corporativos (pAAA) emitidos por la Empresa de Distribución Eléctrica de Lima Norte S.A.A. – EDELNOR. Esta decisión toma en consideración el respaldo del grupo Endesa y Enel, la estabilidad de la demanda de energía en el territorio concesionado indefinidamente por parte del estado peruano, y los contratos de mediano y largo plazo que posee con sus proveedores para asegurar el suministro de energía. Edelnor ha presentado una tendencia positiva tanto en el crecimiento de sus ingresos como en la evolución de sus indicadores de liquidez y cobertura, lo cual sumado a sus planes de contingencia, los mismos que incluyen líneas de crédito full commitment con Bancos de reconocida trayectoria, dan muestra de la solidez de la empresa así como de la casi inexistente probabilidad de caer en cese de pagos.

Resumen Ejecutivo

- **Respaldo del Grupo Endesa².** Edelnor forma parte del grupo Endesa, la cual es la empresa líder del sector eléctrico español y la primera multinacional eléctrica privada de Latinoamérica, desarrollando actividades de generación, distribución y comercialización de electricidad. Esto permite a Edelnor contar con el *Know How* del grupo, además de poder explotar las sinergias que nacen por encontrarse el grupo integrado en los distintos procesos del negocio energético del país.
- **Estabilidad de la demanda de energía en la zona de concesión.** La empresa presenta concesiones de carácter indefinido en una zona que abarca 1,517km². Durante el primer semestre 2014 la cantidad de MWh demandada se incrementó en un 4.25% frente a los requerido en el 2013; dicha demanda se refleja en el incremento de la energía vendida (frente al primer semestre 2013) principalmente al sector residencial (+3.71%), comercial (+5.83%), peaje (+7.78%) y otros (+8.00%); por el contrario, la venta de energía al sector industrial se redujo en (-1.01%).
- **Presenta contratos para asegurar el suministro de energía en el mediano y largo plazo.** Edelnor posee contratos con Edegel, Electroperu, Kallpa, SN Power, Enersur y Egenor, lo que le asegura a la empresa contar con la energía necesaria para abastecer a todos sus clientes, sean éstos libres o regulados. Además, durante el 2014 se inició el suministro de Termochilca, considerada la central térmica en ciclo abierto de mayor potencia y eficiencia en el Sistema Eléctrico Interconectado Nacional, la energía suministrada durante los primeros seis meses del 2014 por parte de Termochilca a Edelnor fue de 226,600 MWh, representando así el 6.16% de la energía comprada.
- **Incremento sostenido de los ingresos.** Edelnor presentó ingresos por un total de S/.1,178.31 MM, siendo este resultado mayor en un 12.55% a lo obtenido en el mismo semestre del 2013; los motivos de esta variación son: (i) incremento del precio medio de venta (ii) al mayor volumen físico de energía vendida (iii) al aumento del número de clientes y (iv) al aumento de otros ingresos. Asimismo, este incremento en los ingresos contribuyó al incremento de los indicadores de rentabilidad anualizados como el ROE (25.25%) y el ROA (10.05%).
- **Mejora en los indicadores de Liquidez.** A junio de 2014, Edelnor ha presentado un indicador de liquidez general de 0.74 veces, mejorando en comparación a las 0.62 veces de junio 2013, esto con motivo del vencimiento de bonos corporativos, así como por la mayor actividad comercial, la misma que originó incrementos en el activo; asimismo, es

¹ No auditados

² Endesa posee el 60.62% de las acciones de Enersis, quien a su vez es accionista de Inversiones Distrilima con el 69.85%.

importante mencionar que Edelnor cuenta con un programa de optimización de efectivo por pertenecer al grupo Endesa por un importe máximo de 55 MM USD (o su contravalor en soles), lo cual le permite contar con líneas de efectivo a fin de cubrir sus requerimientos de corto plazo en caso de no contar con el suficiente efectivo, finalmente, Edelnor tiene formalizadas líneas de crédito bancarias *full commitment* por un importe de 225 MM PEN, con diferentes instituciones financieras de primer nivel y amplia solidez. En base a todo esto, el riesgo de caer en cese de pagos es mínimo.

- **Holgados niveles de endeudamiento y cobertura.** El endeudamiento patrimonial de la empresa fue de 1.51 veces, resultando menor a los 1.60 veces del año anterior. Estas variaciones son consecuencia del mejor desempeño de la empresa, lo cual también significó una mayor generación del EBITDA la cual fue de S/. 295.59 MM (+19.74% frente a junio 2013). Finalmente, la empresa cumple con el covenant de solvencia³ (1.30 veces), siendo menor al límite establecido de 1.70 veces.
- **Disminución histórica de las pérdidas de energía.** Al primer semestre de 2014, la empresa presenta uno de sus más bajos niveles de pérdidas de energía, ubicándose este en 7.95%. Esto último es consecuencia directa de las inversiones continuas que Edelnor ha destinado a sus proyectos de control de pérdidas.

Análisis Sectorial

Estructura del Sector

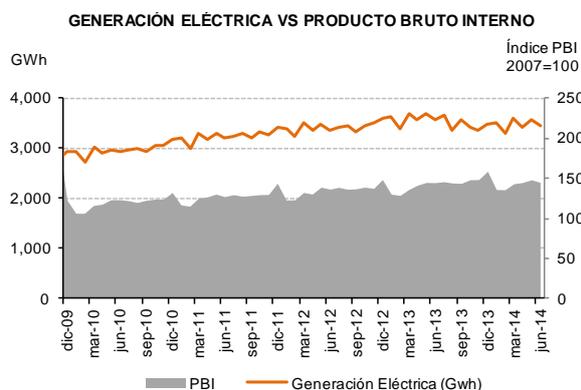
La industria de energía eléctrica en el Perú se encuentra dividida en tres subsectores: (i) Generación, encargado de la producción de energía a través de diversas fuentes, entre las que destacan el agua (energía hidroeléctrica), gas natural, carbón y petróleo (energía termoeléctrica)¹; (ii) Transmisión, encargado de la propagación de la electricidad mediante líneas de transmisión hasta una subestación, cuyos transformadores convierten la electricidad de alto voltaje a electricidad de menor voltaje, y; (iii) Distribución, mediante el cual se reparte la electricidad desde las subestaciones hacia los consumidores finales.

Los clientes del sector eléctrico se dividen en dos categorías, resaltando que aquellos usuarios cuya demanda de potencia tenga como límite inferior 200 Kw y como límite superior 2,500 Kw pueden optar entre la condición de usuario regulado o la condición de usuario libre.

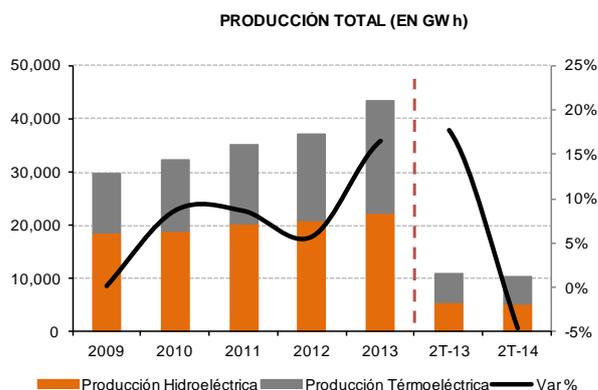
- **Clientes Regulados:** alrededor de 6.2 millones de clientes⁴ (suministros). Son aquellos usuarios sujetos a la regulación del precio de la energía y de la potencia y que se encuentran dentro de la concesión del distribuidor, con demandas de potencia que no superan los 200 Kw. La tarifa eléctrica regulada, es fijada periódicamente por el OSINERG, de acuerdo con los criterios, las metodologías y los modelos económicos establecidos en la LCE y su Reglamento.
- **Clientes Libres:** 289 grandes consumidores de electricidad (importantes complejos mineros, comerciales e industriales) con una demanda de potencia superior a 2,500 Kw. Los precios de carga y energía y otras condiciones de suministro de electricidad a los clientes libres se negocian libremente. El proveedor puede ser una empresa de generación, de distribución o cualquier otro proveedor minorista.

Evolución Sectorial

A junio de 2014, la producción anual total de energía en el Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN) ascendió a 20,648 GWh, presentando una disminución interanual de 491 GWh (-4.54%), la cual se explica por la menor producción hidráulica (-6.57%) y termoeléctrica (-2.30%). El consumo eléctrico se encuentra muy relacionado a la actividad económica de un país, observándose una relación directa. En ese sentido, el coeficiente de correlación entre el PBI del Perú y la generación eléctrica es elevada, por lo que, dadas las buenas perspectivas de crecimiento de la economía peruana para los próximos años, se espera un buen desempeño del sector eléctrico peruano.



Fuente: COES, BCRP. / Elaboración: PCR



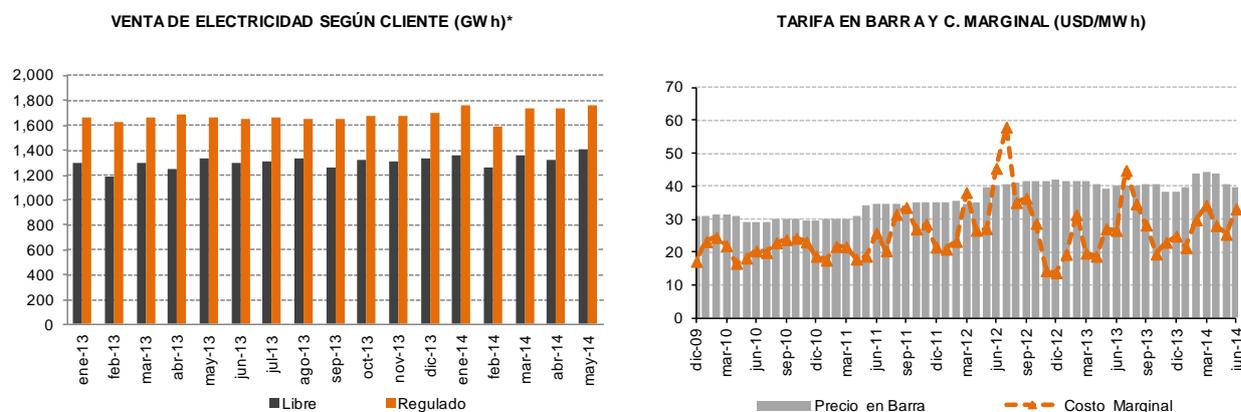
Fuente: MINEM, COES, OSINERGMIN / Elaboración: PCR

El precio en barra registrado para los meses de abril, mayo y junio fue USD 44.07/MWh, USD 40.77/MWh y USD 39.91/MWh, respectivamente; dichas tarifas remunerar los costos fijos y variables de las centrales de la generación eléctrica e incluyen la tarifa

³ Descuenta del pasivo total, los pasivos diferidos y la caja

⁴ Fuente: MINEM

de sistema principal y garantizado de transmisión. Por otro lado, el costo marginal registrado para los meses mencionados fue de USD 28.10/MWh, USD 25.42/MWh y USD 33.16/MWh, respectivamente. Finalmente, las ventas de energía a clientes finales a nivel nacional durante los primeros cinco meses del 2014 ascendieron a 15,310 GWh, mayor en 4.28% con respecto a las ventas del periodo similar del año anterior. Cabe resaltar que se observó un incremento tanto las ventas a clientes libres como a clientes regulados, los que representan el 43.91% y el 56.09% del total, respectivamente.



*Último dato disponible a febrero 2014
Fuente: MINEM, COES, OSINERGMIN / Elaboración: PCR

Fuente: MINEM, COES, OSINERGMIN / Elaboración: PCR

Aspectos Fundamentales

Reseña

A inicios de 1994 se fragmentó a la empresa pública de electricidad Electrolima⁵ y se creó la empresa generadora de energía eléctrica, Empresa de Generación Eléctrica de Lima (Edegel S.A.) y cuatro empresas distribuidoras de energía eléctrica, Empresa de Distribución Eléctrica de Lima Norte S.A. (Edelnor S.A.), Empresa de Distribución Eléctrica del Sur S.A. (Edelsur S.A.), Empresa de Distribución Eléctrica de Chancay S.A. (EdeChancay S.A.) y la Empresa de Distribución Eléctrica de Cañete (EdeCañete S.A.).

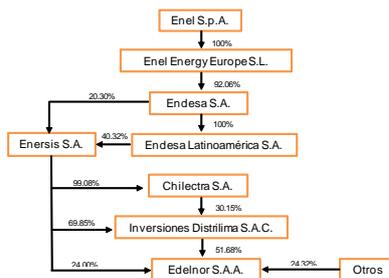
En julio de 1994 Inversiones Distrilima S.A. se adjudicó la buena pro del 60% de las acciones de Edelnor S.A. Luego, en diciembre de 1995 Inversiones Distrilima S.A. se adjudicó la buena pro por el 60% de EdeChancay S.A. En agosto de 1996, Edelnor S.A. fue absorbida por EdeChancay S.A., la que cambió su denominación social a Empresa de Distribución Eléctrica de Lima Norte S.A. Finalmente, el 10 de septiembre de 1998, se aprobó la modificación total de su estatuto social por lo que la empresa pasó a ser una sociedad anónima abierta (Edelnor S.A.A.).

Grupo Económico

Inversiones Distrilima S.A., empresa que se adjudicó el paquete accionario de Edelnor; es una sociedad anónima debidamente constituida en conformidad a las leyes de nuestro país. Sus socios son las siguientes compañías: Enersis, conglomerado de inversiones en el área de energía de servicios públicos en Chile, Argentina y Colombia; Chilectra, compañía que distribuye energía eléctrica a Santiago de Chile, Edesur en el sector sur de Buenos Aires y Condesa en Bogotá; Endesa, principal empresa eléctrica en los sectores de generación, transmisión y distribución en España. Por su parte, Endesa es controlada indirectamente por Enel S.p.A., la más grande eléctrica en Italia con operaciones en 40 países y con capacidad de 97,000 MW, ofreciendo su servicio a 61 millones de clientes.

El 19 de Octubre 2013 se formalizó la adquisición por parte de Enersis de los derechos sociales de Inversiones Sudamericana Ltda que mantenía la empresa Eléctrica de Colina Ltda, el cual ascendía al 0.00001%. Como consecuencia de la adquisición, Enersis ha adquirido la totalidad de derechos sobre Inversiones Sudamericana, produciéndose la disolución de esta última, al haberse reunido todos los derechos sociales en un socio. Así, Enersis posee la propiedad indirecta en 51.68% y la propiedad directa del 24% de las acciones representativas del capital social de Edelnor S.A.A.

⁵ Nuevo marco legal a través del Decreto Legislativo 674 dirigida a eliminar disposiciones que restrinjan la libre iniciativa privada y, el rol del Estado se enmarcaría en promover, subsidiar y regular. A fines del 1992, se promulgó el Decreto Ley N°25844, Ley de Concesiones Eléctricas, la cual se basó en la experiencia de Chile y las tendencias de la época. Se dividieron las actividades en generación, transmisión y distribución de energía eléctrica.



Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

Accionariado, Directorio y Plana Gerencial

Al 30 de junio de 2014, el capital social de la compañía asciende a S/. 638'563,900, representado por 638'563,900 acciones comunes, las cuales tienen un valor nominal de S/. 1.00 por acción; éstas se encuentran autorizadas, emitidas y pagadas. La estructura accionaria es la siguiente:

ESTRUCTURA ACCIONARIA DE EDELNOR S.A.A	
Accionistas	%
Inversiones Distrilima S.A.	51.68
Enersis S.A.	24.00
Credicorp Ltda	6.82
Prima AFP –S.A. - Fondo 1, 2 y 3	3.51
AFP Integra S.A. - Fondo 1, 2 y 3	3.39
Profuturo AFP - Fondo 1, 2 y 3	2.36
EL PACIFICO-Peruano Suiza Cia de Seguros y Reaseguros	0.92
Otros	7.32
Total	100,00

Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

Asimismo, el directorio y la plana gerencial se encuentran conformados de la siguiente manera:

COMPOSICIÓN DEL DIRECTORIO Y PLANA GERENCIAL			
Directorio		Principales Gerentes	
Reynaldo Llosa Barber	Presidente	Ignacio Blanco Fernández	Director Gerente General
Ignacio Blanco Fernández	Vice Presidente	Raffaele Enrico Grandi	Gerente Económico Financiero
José María Hidalgo Martín-Mateos	Director	Walter Sciutto Brattoli	Gerente Técnico
Fernando Fort Marie	Director	Carlos Solís Pino	Gerente de Comercialización
Cristian Eduardo Fierro Montes	Director	Luis Salem Hone	Gerente Legal
María Cecilia Blume Cillóniz	Director	Rocío Pachas Soto	Gerente de Organización y RR.HH.
Paolo Giovanni Pescarmona	Director	Pamela Juana Gutiérrez Damiani	Gerente de Comunicación
Claudio Eduardo Helfmann Soto	Director	Alfonso José Valle Cisneros	Gerente de Regulación

Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

Desarrollos Recientes

- Durante el mes de julio de 2014, se aprobaron las líneas de crédito *full commitment* con los bancos Scotiabank (S/. 50.00 MM), BBVA Banco Continental (S/. 35.00 MM) y Citibank (S/. 30.00 MM).
- Con fecha 24 de julio de 2014, se aprobó en la junta de directores la distribución de dividendos por un total de S/. 17, 321,045.79 a cuenta del ejercicio 2014.
- Con fecha 24 de junio de 2014 se procedió a la cancelación del bono de la duodécima emisión correspondiente al primer programa de bonos corporativos por un monto de S/. 40.00 MM.
- Con fecha 13 de junio de 2014 se procedió a la cancelación del bono de la sexta emisión correspondiente al tercer programa de bonos corporativos por un monto de S/. 25.00 MM.
- Con fecha 09 de junio de 2014 se procedió a la cancelación del bono de la undécima emisión correspondiente al tercer programa de bonos corporativos por un monto de S/. 20.00 MM.
- Con fecha 13 de mayo de 2014 se procedió a la cancelación del bono de la décima séptima emisión correspondiente al tercer programa de bonos corporativos por un monto de S/. 29.50 MM
- Con fecha 22 de abril de 2014, se aprobó en la junta de directores la distribución de dividendos por un total de S/. 13, 404, 094.82 a cuenta del ejercicio 2014.
- Con fecha 22 de abril de 2014 se procedió a la cancelación del bono de la novena emisión correspondiente al primer programa de bonos corporativos por un monto de S/. 20.00 MM.
- Con fecha 10 de abril de 2014 se procedió a realizar la oferta pública de la novena emisión correspondiente al 5to programa por un monto de S/. 100.00 MM.
- Con fecha 11 de junio de 2014 se procedió a realizar la oferta pública de la décima emisión correspondiente al 5to programa por un monto de 60.00 MM

- Con fecha 11 de junio de 2014 se procedió a realizar la oferta pública de la décima emisión correspondiente al 5to programa por un monto de 100.00 MM

Operaciones e Inversiones

Operaciones

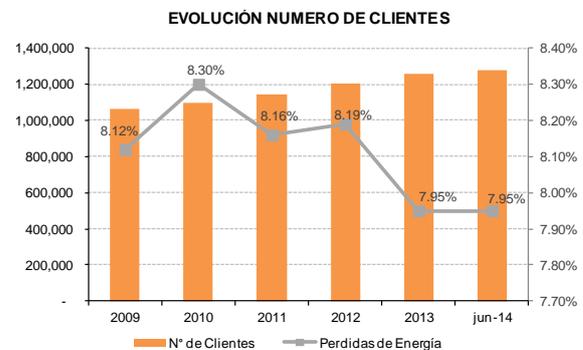
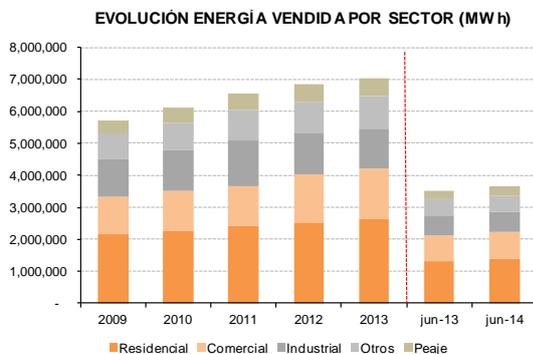
La principal actividad de Edelnor S.A.A. es la distribución y comercialización de energía eléctrica en la zona norte de Lima Metropolitana, en la Provincia Constitucional del Callao y las provincias de Huaura, Huaral, Barranca y Oyón. Atiende 52 distritos de manera exclusiva y comparte 5 distritos adicionales con la empresa distribuidora de la zona sur de Lima. La empresa abarca un área de 1,517 Km². Además, presta servicios relacionados de nuevas conexiones, cortes y reconexiones de suministro por deuda, servicio de reposición y mantenimiento de equipos, alquiler de líneas de distribución y servicios complementarios tales como rehabilitación de suministros y traslados. La empresa realiza otros servicios relacionados al giro principal como trabajos de movimiento de redes y venta de bloques de potencia.

Edelnor es titular de dos concesiones definitivas de distribución de electricidad, dos concesiones definitivas de transmisión de electricidad y una autorización para desarrollar actividades de generación, otorgadas por el Estado Peruano, todas con carácter de plazo indefinido.

Además de las operaciones relacionadas de manera directa a la distribución de energía, Edelnor en su calidad de empresa sostenible y con sentido de responsabilidad social cuenta con una serie de servicios y productos no tradicionales lo cuales no solo agregan valor al estado de resultados, también genera una mejor calidad de vida para personas de los diferentes sectores económicos del país, teniendo así proyectos como Mundogar y Maseguros..

Principales Clientes y Proveedores

Edelnor mantiene una tendencia constante y positiva en relación al crecimiento del total de sus clientes por venta de energía y peaje⁶, registrando variaciones anuales de entre el 3% y el 5.25%. A junio del 2014 la totalidad de sus cliente sumó 1, 276,676, de esta manera registró un incremento anual del 3.77% en comparación a junio de 2013. En relación a la distribución de los mismos, estos se encuentran concentrados en un 94.54% dentro del sector residencial, mientras que el segundo sector con mayor presencia en la empresa son aquellos clientes derivados del sector comercial, representando el 3.26%. Por otra parte, este último sector mantiene una participación mayor en relación a la energía consumida, representando así el 22.68% del total de los 3, 676,038 MWh vendidos por Edelnor, el sector residencial ocupa el 37.56% del consumo de dicho total. Asimismo, la cantidad de energía vendida ha mostrado la misma tendencia positiva de los clientes en cuanto al crecimiento, presentando de esta manera un incremento del 4.25% en comparación a los 3, 526,062 MWh vendidos en junio 2013.



Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

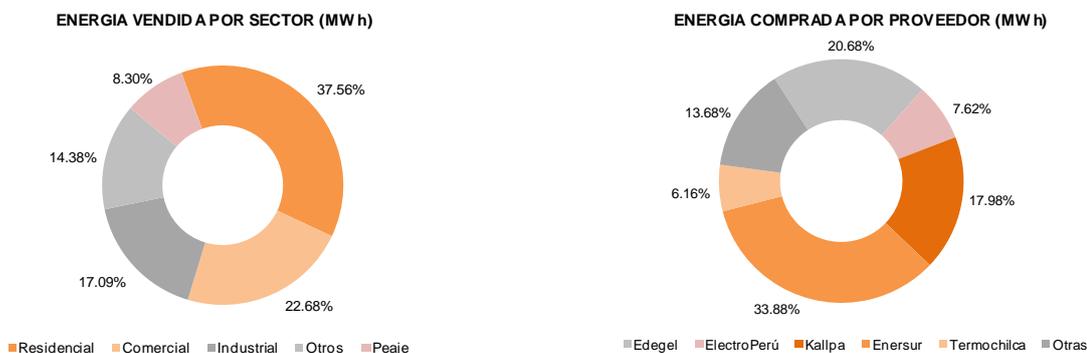
Es importante mencionar que si bien el número de clientes de la empresa se ha ido incrementando de manera constante, Edelnor ha mostrado un correcto manejo de su nivel de pérdidas de energía, siendo así que este indicador se ha mantenido en un 7.95%, mostrando una positiva evolución en los últimos años; esto es consecuencia de los constantes esfuerzos e inversiones empleados por la empresa para mantener un adecuado control sobre sus instalaciones.

Si bien Edelnor por su condición de empresa eléctrica es considerado monopolio natural, los usuarios que tienen un consumo mayor a 1000 KW, denominados "clientes libres", tienen la libertad de elegir a la empresa que prefieran para que les suministre energía eléctrica. A junio 2014, Edelnor contó con un total de 79 clientes libres, disminuyendo de esta manera en 4 clientes a comparación a junio 2013, por consecuencia de esta disminución, la energía vendida a este tipo de clientes pasó de S/. 441,642 MWh en junio 2013 a 420,400 MWh.

⁶ Alquiler a terceros de las redes para el uso de energía, por el cual se cobra una comisión.

En cuanto a proveedores, Edelnor realizó en el 2012 dos licitaciones. La primera, de corto plazo (2013-2017) para asegurar contratos de suministro de energía hasta el 2017. La segunda, de largo plazo (2016-2027) por 160.8 MW. En ambas licitaciones se adjudicó el 100% de lo solicitado. Además, a inicios del año 2014 se inició el suministro de Termochilca, cuya licitación la ganó en el 2010 por 180 MW a 8 años. Termochilca es considerada la central térmica en ciclo abierto de mayor potencia y eficiencia en el Sistema Eléctrico Interconectado Nacional.

Entre los proveedores de la empresa se puede encontrar a Enersur, Edegel, Kallpa, Electroperú, entre otras, resaltando que tan solo en las dos primeras empresas (Enersur y Edegel) se concentra el 54.56% de los compras de energía de la compañía, ascendiendo estas a 2, 006,724 MWh de un total de 3, 678,178 MWh comprados en los primeros seis meses del 2014.



Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

Infraestructura e Inversiones

La empresa cuenta a junio 2014 con una instalación de redes eléctricas por una longitud mayor a los 26,340 km, lo cual implicó un crecimiento del 0.94% frente a diciembre 2013, asimismo la distribución de la redes se encuentra centrada en redes de baja tensión (82.00%), distribuyéndose entre redes para el servicio particular y para el alambrado público.

DISTRIBUCIÓN DE LAS REDES ELECTRICAS (KM)		
	dic-13	jun-14
Alta Tensión	500.5	500.6
Medía Tensión	4,191.3	4,241.6
Baja Tensión	21,402.3	21,597.9
Total	26,094.1	26,340.1

Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

Edelnor, como una de las mayores empresas de distribución de energía en el país, destina de manera constante fondos para inversiones con miras a mejorar el servicio, así como su alcance y la relación con sectores de interés, teniendo entre estas inversiones las empleadas a la atención y electrificación de nuevos proyectos para la ampliación de redes en asentamientos humanos, mejora en la infraestructura destinada al alambrado público, además de inversiones destinadas a la reducción de pérdidas comerciales. Para el año 2014, la empresa tiene un presupuesto de S/. 329.72 MM, incrementándose así en un 12.10% en comparación al monto utilizado durante el año 2013, asimismo gran parte de este presupuesto está destinado a mejoras de índole técnica, tales como el incremento y mejora de los sistemas de subtransmisión y distribución, siendo el monto destinado para estos de S/. 276.54 MM, mayor en un 10.07 % al destinado durante el 2013. Asimismo, la empresa ha incrementado el presupuesto destinado al control de perdidas, pasando este de S/. 5.81 MM a S/. 9.38 MM.

En relación al avance en el presupuesto de inversiones, este ha sido de un 44.87% durante el primer semestre 2014, siendo los mayores usos los relacionados a las inversiones en distribución con un 58.62% del monto presupuestado, seguido por las inversiones en subtransmisión con un avance acumulado de 29.47%. Cabe resaltar que la principal fuente de financiamiento para cubrir las inversiones de la empresa son las emisiones de bonos corporativos en el mercado local, con condiciones de plazo, moneda y costo financieros adecuados a su estructura financiera y operativa.

PRESUPUESTO DE INVERSIONES POR TIPO DE PROYECTO - EJECUCIÓN					
Clasificación	Junio 2013 (Miles de S/.)	Presupuesto 2013 (Miles de S/.)	Presupuesto 2014 (Miles de S/.)	Junio 2014 (Miles de S/.)	Avance Acum. %
Técnica	108,109	274,769	300,661	136,503	45.40%
Subtransmisión	17,808	72,511	101,067	42,623	42.17%
Distribución	82,269	178,726	175,472	84,780	48.32%
Incremento Alumbrado Público	8,032	23,532	20,946	9,100	43.45%
Proyecto Telecontrol	-	-	3,177	-	0.00%
Comercial	2,343	6,406	12,050	3,546	29.43%
Control de Pérdidas	2,204	5,807	9,378	3,343	35.65%
Infraestructura	139	845	2,672	203	7.60%
Otros (Mov Redes)	8,366	22,228	35,325	12,738	36.06%
Aportes	-8,366	-22,474	-35,325	-12,738	36.06%
Estructura	406	553	1,431	528	36.90%

Seguridad Patrimonial	-	-	78	-	0.00%
Servicio Generales	128	553	705	453	64.26%
Recursos Humanos	-	-	95	-	0.00%
Patrimonio	-	-	17	-	0.00%
Seguridad y Salud Laboral	-	-	117	-	0.00%
Económico Financiera	277	-	419	75	17.90%
Tecnología (ICT)	1,990	12,411	15,582	4,061	26.06%
Subtotal Capex de Mto	112,848	294,139	329,724	144,638	43.87%
Eficiencias por Identificar	-	-	-56,990	-	0.00%
Total Capex Neto	112,848	294,139	272,733	144,638	53.03%
Aportes	8,366	22,474	35,325	12,738	36.06%
Total Capex Bruto	121,214	316,613	365,049	157,376	43.11%

Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

Cabe destacar que la compañía garantiza la seguridad en el trabajo a través de su Sistema de Gestión de Seguridad y Salud Ocupacional (SGSSO) por el cual cuenta con una certificación OHSAS 18001; además, también cuenta con un reconocimiento (ISO 14001) obtenido en su Sistema de Gestión Ambiental. En el 2012 se realizaron 8 auditorías (6 internas y 2 externas) para darle seguimiento a ambas certificaciones, obteniendo resultados satisfactorios.

Análisis Financiero

Eficiencia Operativa

Edelnor ha mostrado durante el primer semestre del 2014, una continuidad en el crecimiento de sus ingresos, siendo así que totalizó durante dicho periodo ingresos por S/. 1,147.23 MM, mostrando una variación positiva del 11.96% frente a lo recaudado en el mismo periodo del año 2013; siguiendo esta tendencia el resultado anualizado⁷ de los ingresos de junio 2014 fue de un 5.88% superior a los ingresos generados durante todo el año 2013. Por otro lado, la distribución de los ingresos totales de la empresa se divide entre aquellos originados por la distribución de energía, los relacionados a otros servicios, tales como movimiento de redes, venta de mercaderías, comisiones de cobranzas y transferencia de activos procedentes de clientes. La distribución de energía, al ser la principal actividad de la empresa, representa el 97.36%, mientras la diferencia se encuentra repartida entre los otros servicios. La variación de cada uno de estos ingresos se presenta a continuación:

	Total S/. MM	Var. %
Distribución de Energía	1,147.23	11.96%
Movimientos de Redes	13.27	-4.27%
Venta de Mercaderías	8.36	22.22%
Comisiones de Cobranzas	1.23	-19.88%
Transferencia de activos Procedentes de Clientes	8.23	-

Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

La disminución de los ingresos por comisiones de cobranzas obedece a la temporal suspensión del contrato con uno de los clientes, el mismo que ya ha sido restablecido, asimismo los ingresos por movimientos de redes nace por la evolución del proyecto del tren eléctrico, lo que a su vez implicó la menor necesidad de recurrir a dicho servicio. En relación a los ingresos por venta de energía, estos pasaron de S/. 1,000.41 MM a S/. 1,122.15 MM, explicándose esto en los mayores precios promedio ponderado de la venta de energía, siendo esta de S/. 0.31 mientras que a junio 2013 la misma fue de S/. 0.28 viéndose un incremento del 10.71%; en adición a este mayor precio, la empresa también presentó un incremento tanto en la cantidad de clientes así como en su consumo promedió por cliente. Por otro lado, la mayor generación de ingresos se dio por parte de los clientes del tipo residencial con S/. 533.26 MM con lo cual tuvieron una participación del 47.52% sobre el total, presentando además un incremento del 11.20% en comparación al primer semestre del 2013, mientras que el incremento del precio promedio para estos clientes fue de S/. 0.39 por KWh siendo su variación del 8.33% positiva. Los clientes del tipo comercial representaron un ingreso de S/. 226.52 MM (20.19% del total), incrementándose en 15.87%, mientras que el precio a este tipo de cliente se incrementó en un 8.00% resultando en S/. 0.27 por KWh. Los clientes del tipo industrial representaron el 13.99% de los ingresos por ventas de energía, mostrando además una variación del 4.50% sobre los ingresos percibidos durante los primeros semestres del 2013 y 2014, siendo durante este último periodo un total de S/. 157.01 MM; el precio promedio de estos clientes fue de S/. 0.25 por KWh, siendo mayor a los S/. 0.24 MM por KWh de junio 2013.

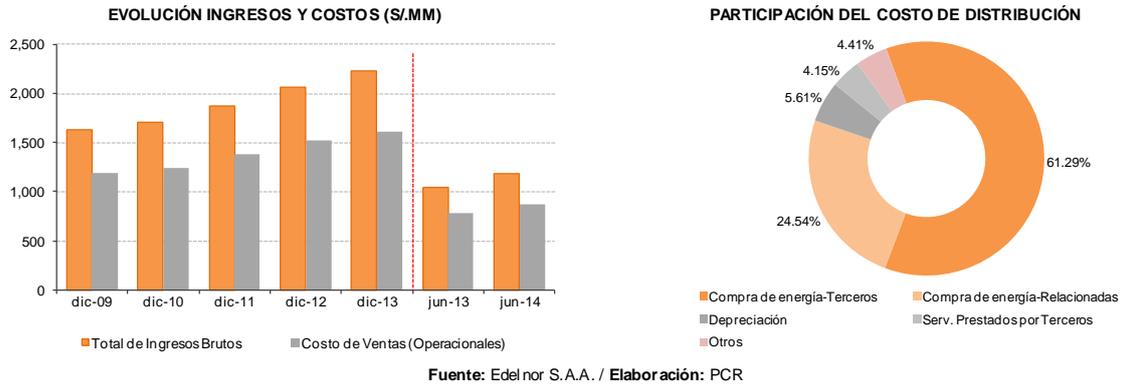
Venta de Energía	Residencial	Comercial	Industrial	Otros	Peaje	Total
N° de Clientes	1,206,990	41,676	1,092	26,902	16	1,276,676
Energía Vendida (MWh)	1,380,552	833,694	628,106	528,468	305,218	3,676,038
Importe sin IGV (S/.)	533,259	226,522	157,008	199,850	5,515	1,122,154
PPP Venta de Energía	0.39	0.27	0.25	0.38	0.02	0.31

Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

Durante el primer semestre del 2014, y en relación al incremento de la demanda de energía, los costos operativos se han visto incrementados, sumando así un total de S/. 867.56 MM, creciendo en un 10.71% en comparación a los costos incurridos

⁷ Ingresos junio 2014 - junio 2013 + diciembre 2013

durante los primeros 6 meses del 2013. La distribución de estos costos es similar a la presente en los ingresos, siendo de esta manera que los costos relacionados a la distribución representan el 97.86% de los costos totales.



En relación a los costos incurridos durante el primer semestre del 2014, aquellos relacionados a la distribución de energía sumaron S/. 849.03 MM, incrementándose en un 10.72%. La estructura de estos costos se divide en un 61.29% en compra de energía a terceros (S/. 520.385 MM), mientras que la compra a entidades relacionadas ascendió a S/. 208.31 MM, teniendo una participación del 24.54% de los costos de distribución, sin embargo esta participación fue menor a la registrada durante el primer semestre del 2014 donde la misma fue de un 30.01% (S/. 230.12 MM) siendo motivo de esto la mayor compra a la empresa ENERSUR, la cual pasó de S/ 394.39 MM a S/. 1,246.11 MM, además de que el inicio de operaciones de la generadora Termochilca durante el 2014, incrementó la participación de la compra a terceros, siendo el incremento por razón de esto de S/. 226.6 MM. Los demás componentes del costo de distribución se divide n entre la depreciación (5.61%), los servicios prestados por terceros (4.15%), entre otros (4.41%) como gastos de personal asociado, cargas diversas de gestión, tributos.

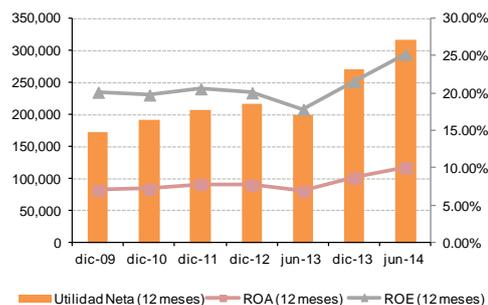
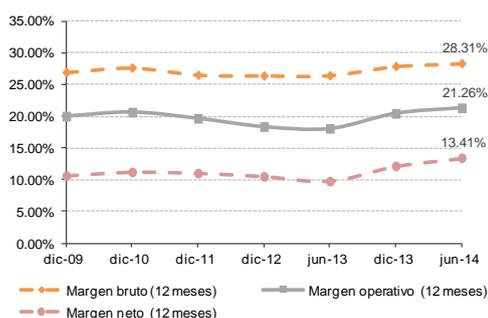
Edelnor registró durante los primeros seis meses del 2014 una utilidad bruta ascendente a S/. 310.75 MM, incrementándose de esta manera en un 18.04% frente a los S/. 263.26 MM del mismo periodo del año 2013. Siguiendo este resultado, el margen bruto generado por la empresa fue de un 26.37%, siendo este mayor al 25.15% de margen obtenidos durante el primer semestre del 2013; estos incrementos son consecuencia de las mayores variaciones presentadas por los ingresos por sobre los costos, siendo estas de 12.55% y 10.71% respectivamente. En relación a la utilidad operativa esta resultó en S/. 230.37 MM incrementándose en un 25.78% anual frente a lo obtenido a junio 2013; los gastos operativos fueron durante el primer semestre del 2014 de S/. 80.39 MM mostrando un leve incremento del 0.33%, siendo de esta manera que la mayor variación positiva de la utilidad operativa fue consecuencia del mayor incremento de la utilidad bruta frente al menor incremento de los gastos operativos. Estos gastos operativos se distribuyeron entre aquellos de índole administrativa (S/. 47.40 MM), comercial/ventas (S/. 40.40 MM) y diversos. Finalmente la empresa obtuvo una generación de EBITDA de S/. 295.59 MM, superior en un 12.49% anual; mientras que el EBITDA a 12 meses fue de S/. 635.61 MM; con un incremento anual del 27.17%; estos resultados brutos y operativos dan muestra de la mejora en el rendimiento de la empresa así como de su capacidad de generación de fondos para hacer frente a obligaciones actuales y futuras.

Rendimiento Financiero

Durante el primer semestre del 2014, Edelnor registró una utilidad neta ascendente a S/. 153.63 MM, mostrando una variación del 43.47% frente a los S/. 107.08 MM de junio 2013; siendo el motivo de este incremento el mayor precio y volumen de la energía vendida, mientras que los costos y los gastos operativos presentaron variaciones menores; siguiendo esta relación, el margen neto de la empresa fue de un 13.04%, mejorando frente a los 10.23% de periodo comprendido entre enero y junio de 2013.

EVOLUCIÓN DE MARGENES

EVOLUCIÓN DE INDICADORES DE RENTABILIDAD



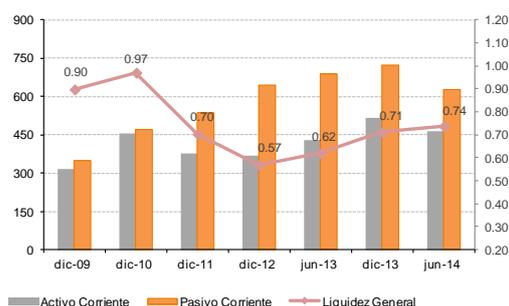
Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

En relación a los indicadores de rentabilidad estos mostraron variaciones positivas. El ROA a 12 meses alcanzó su nivel más alto en los últimos 4 años, registrando a junio 2014 un indicador del 10.05%, mientras que el mismo indicador a diciembre 2013 y junio 2013 fue de 8.70% y 6.90% respectivamente. Este incremento responde tanto al incremento de los resultados de la empresa, como a la menor variación registrada por parte del activo, la cual fue del 8.77% (frente al 43.47% de los resultados) entre el primer semestre 2013 y el primer semestre 2014, siendo el total del activo S/. 2,901.39 MM y S/. 3,155.89 MM respectivamente. El ROE a 12 meses se ubicó en un 25.25%, alcanzando siendo este resultado el más alto en los últimos 4 años, esto acentuado por el incremento de la utilidad anualizada, la cual fue de S/. 317.24 MM, presentando un incremento del 58.55%, variación superior al aumento del 12.41% que presentó el patrimonio entre junio 2013 y 2014.

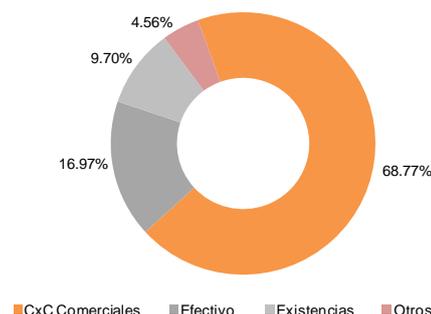
Liquidez

A junio 2014, Edelnor mantuvo un total de activos corrientes ascendente a S/. 462.18 MM, con lo cual registró un incremento del 7.94% frente a junio 2013. Esta variación responde a incrementos de las cuentas por cobrar comerciales y de las existencias de la empresa, la primera mostró un incremento del 14.36% totalizando a junio 2014 un monto de S/. 317.85 MM respondiendo esto al mayor volumen de energía consumida por los clientes lo que significó un mayor desenvolvimiento comercial y por ende el incremento de las cuentas por cobrar; mientras que las existencias aumentaron en un 49.53% resultando en un total de S/. 44.82 MM. Es importante mencionar que por el giro del negocio, las cuentas por cobrar y su correspondiente realización a efectivo puede presentar cierta volatilidad debido a que los clientes no muestran días de pagos fijos, por lo cual estos pueden pagar el primer día de un mes, y al siguiente mes cancelar su deuda días antes o después. Sin embargo la empresa mitiga el riesgo de indisponibilidad de efectivo, para ello cuenta con un programa de optimización de efectivo con Inversiones Distrilima S.A.C, permitiéndole contar con efectivo en el momento que sea necesario. Sumado a esto, la empresa contó a junio 2014 con líneas de crédito *full commitment* por un monto de S/. 110.00 MM con distintas entidades financieras de primer nivel y amplia solidez, asegurando así la capacidad de pago frente a sus acreedores (en julio 2014, estas líneas fueron incrementadas en S/. 115 MM, totalizando así S/. 225.00 MM). A junio 2014 la cuenta de efectivo de Edelnor totalizó en S/. 78.41 MM, incrementándose así en un 2.13% anual frente a junio 2013, mientras que de este monto la empresa ha colocado S/. 58.88 MM en depósitos a plazo en diversas entidades financieras de primer orden a fin de rentabilizar el efectivo sin exponer la disponibilidad de sus fondos ni incrementar el riesgo crediticio de contrapartida.

EVOLUCIÓN DEL ACTIVO Y PASIVO CORRIENTE (S./MM)



DISTRIBUCIÓN DEL ACTIVO CORRIENTE



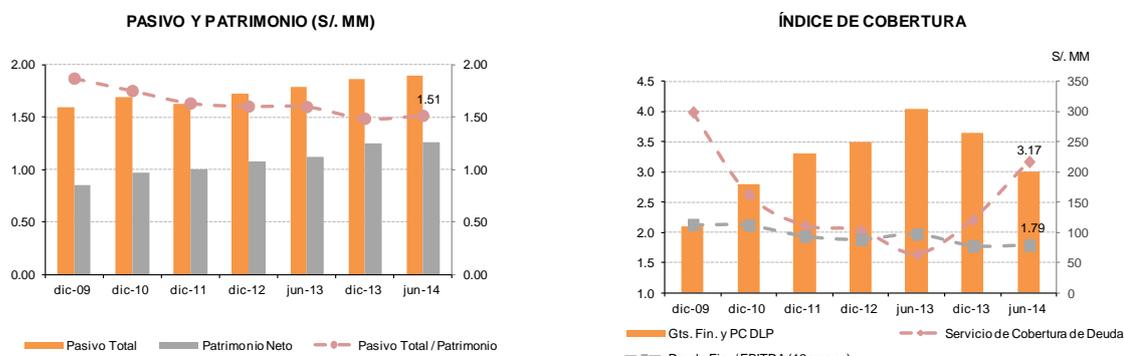
Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

Por otra parte, el pasivo corriente de la empresa sumó a junio de 2014 un total de S/. 626.15 MM viéndose reducido en 9.22% en comparación a los S/. 689.75 MM de junio 2013. Esta disminución responde al vencimiento de cerca de S/.125.00 MM correspondientes a bonos corporativos de Edelnor del primer y segundo programa; siendo de esta manera que a junio de 2014 la empresa registró un saldo por bonos con vencimiento corriente (menor a 1 año) ascendente a S/. 94.10 MM, mientras que en junio de 2013 dicho saldo fue de S/. 202.25; asimismo durante el 2014 se registró el paso de Bonos corporativos con vencimiento no corriente a corriente por un monto de S/. 94.91 MM. Por otra parte, las cuentas por pagar comerciales sumaron S/. 216.11 MM, siendo mayor en un 15.04% a lo adeudado en junio de 2013 explicándose este incremento en la mayor demanda de energía la cual fue obtenida a terceros. Dentro del pasivo corriente también se encuentran las cuentas por pagar a filiales y relacionadas, las cuales mantuvieron un saldo final a junio 2014 de S/. 121.52 MM, siendo la principal

empresa acreedora, Inversiones Distrilima S.A.C. con un saldo de S/. 85.56 MM. Los préstamos recibidos por parte de Inversiones Distrilima S.A.C se originan por el programa de optimización de efectivo, mediante el cual Edelnor puede recibir préstamos por parte de empresas del Grupo en caso presente necesidades de fondeo a corto plazo. Finalmente, Edelnor presentó un indicador de liquidez general de 0.74 veces mejorando de esta manera frente a las 0.71 veces de diciembre 2013 y a las 0.62 veces de junio 2013, siendo importante recalcar Edelnor mantiene diversas medidas de contingencia con el fin de poder satisfacer y cumplir con las deudas pactadas con sus acreedores.

Endeudamiento y Solvencia

Edelnor registró un pasivo total ascendente a S/. 1,899.32 MM, con lo cual mostró un incremento anual del 6.49% frente a los S/. 1,783.58 MM de junio 2013, explicándose este incremento en las emisiones del quinto programa de bonos corporativos ocurridas entre agosto del 2013 y junio del 2014, por un monto de S/. 455.00 los cuales han tenido como destino la cancelación y reestructuración del pasivo financiero de la empresa (cancelación de emisiones anteriores). De esta manera la deuda financiera de largo plazo totalizó S/. 1,033.09 MM, estando compuesta por Bonos (S/. 910.70 MM), Préstamos bancarios (S/. 120.00 MM) y Arrendamientos Financieros (S/. 2.39 MM). Dentro del pasivo no corriente también se pueden encontrar cuentas del orden del Pasivo por impuesto a las ganancias, el cual fue de S/. 222.15 MM. En relación al patrimonio de la empresa esta sumó S/. 1,256.57 MM, viéndose incrementada en un 12.41% en comparación a junio 2013; explicándose esto en el incremento de la partida de resultados acumulados, la misma que pasó de S/. 332.87 MM en junio 2013 a S/. 484.82 MM en junio 2014. Esta menor variación del pasivo total (+6.49%) frente al patrimonio (+12.41%) originó el menor nivel de endeudamiento patrimonial resultando este en 1.51 veces en junio 2014, mientras que a junio 2013 se ubicó en 1.60 veces.



Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

El ratio de cobertura del servicio anual de la deuda a marzo 2014 fue de 3.17 veces. Así, Edelnor posee holgura para cubrir la porción corriente de su deuda estructural incluida gastos financieros. El ratio deuda financiera/EBITDA (12 meses) se encuentra en 1.79 veces a junio 2014, menor al 1.97 veces presentado en junio del año anterior, principalmente por el incremento del EBITDA, el cual pasó de S/. 499.81 MM a S/. 635.61 MM, teniendo así una variación del 27.17% anual, mientras que la deuda financiera se incrementó en una menor proporción, siendo su variación de un 15.30% anual.

Instrumentos Clasificados

Acciones Comunes de Edelnor S.A.A.

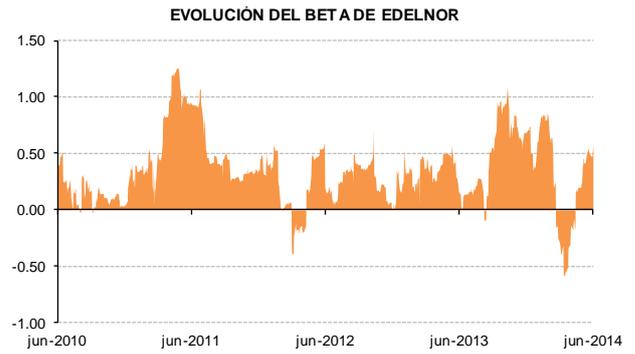
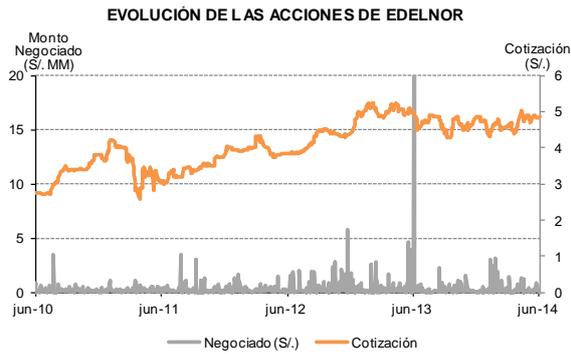
Edelnor S.A.A cuenta con capital social suscrito y pagado por 638,563,900 acciones comunes de valor nominal unitario de S/. 1.00, las cuales se encuentran autorizadas, emitidas y pagadas. La totalidad de las acciones de la compañía se encuentra inscrita en el Registro Público del Mercado de Valores de la SMV y se negocian a través de la Rueda de Bolsa de la Bolsa de Valores de Lima (BVL).

Al primer semestre del 2014, la cotización promedio de EDELNO1 fue S/. 4.68, resultando menor a los S/. 4.99 del primer semestre 2013. Por el lado de la cantidad negociada, en promedio del periodo analizado sumó 67,434 siendo mayor al promedio del 2013 el cual fue de 75,785. Asimismo, el IGBVL⁸ presentó un avance durante el primer semestre 2014, ubicándose en 16,662.28 puntos.

La desviación estándar del precio de la acción fue de S/.0.16 durante el periodo comprendido entre enero y junio 2014 (S/. 0.15 al primer semestre 2013), con un coeficiente de variabilidad⁹ de 3.48%, ubicándose en un nivel mayor, en comparación con el coeficiente presentado en años anteriores (3.06% al 2013), reflejando una mayor homogeneidad en la cotización.

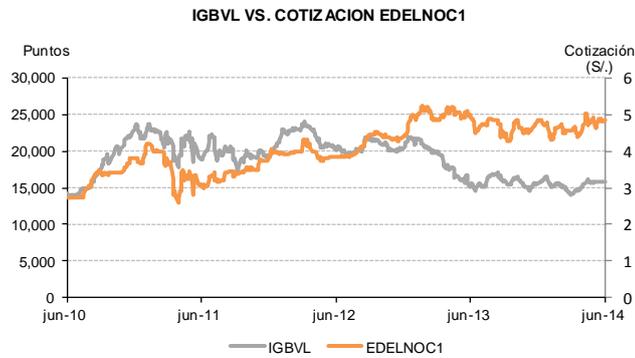
⁸ IGBVL: Índice General de la Bolsa de Valores de Lima

⁹ Se calcula como la desviación estándar del precio de la acción del periodo / promedio del precio de la acción del periodo.



Fuente: BVL /Elaboración: PCR

El valor beta de las acciones de Edelnor al final de marzo 2014 fue de 0.57, lo que indica que los rendimientos de EDELNOC1 presentan fluctuaciones similares a las de la BVL, siendo importante que este beta se volvió positivo en los últimos meses, mientras que anteriormente fue negativo. Este resultado se sustenta en los sólidos fundamentos con el que cuenta Edelnor, por lo cual se puede apreciar como la cotización de sus acciones se mantienen estables durante los últimos meses del primer semestre 2014.



Fuente: BVL /Elaboración: PCR

Política de dividendos

La empresa decidió en su junta de accionistas del 18 de marzo de 2014 la distribución de dividendos por el monto de S/. 122,556, 376.51, todo esto tomando en cuenta la disponibilidad de fondos y el equilibrio financiero de la empresa. Asimismo, dentro de su política de dividendos 2014, la empresa acordó distribuir hasta el 85% de las utilidades provenientes de la operación de la compañía en relación a los trimestres de marzo, junio y setiembre de 2014. Adicionalmente el 23 de mayo del 2014 se aprobó repartir dividendos por S/. 13, 404, 094.82.

EDELNOR							
HISTORIAL DE CALIFICACIONES							
	set-12	dic-12	mar-13	Jun-13	Set-13	dic-13	mar-14
	PC N1						
	pAAA						
Perspectiva	Estable						
En Miles de Nuevos Soles	dic-09	dic-10	dic-11	dic-12	jun-13	dic-13	jun-14
BALANCE GENERAL							
Activo Corriente	314,754	457,028	378,121	368,260	428,174	515,925	462,175
Activo Corriente prueba ácida	273,151	409,781	334,357	320,938	354,712	447,858	396,262
Activo No Corriente	2,136,305	2,197,484	2,254,140	2,433,838	2,473,217	2,596,785	2,693,710
Activo Total	2,451,059	2,654,512	2,632,261	2,802,098	2,901,391	3,112,710	3,155,885
Pasivo Corriente	350,286	470,531	536,909	646,185	689,754	724,586	626,155
Pasivo No Corriente	1,245,631	1,217,948	1,094,131	1,078,176	1,093,823	1,134,537	1,273,162
Pasivo Total	1,595,917	1,688,479	1,631,040	1,724,361	1,783,577	1,859,123	1,899,317
Patrimonio Neto	855,142	966,033	1,001,221	1,077,737	1,117,814	1,253,587	1,256,568
Total Pasivo y Patrimonio	2,451,059	2,654,512	2,632,261	2,802,098	2,901,391	3,112,710	3,155,885
Deuda Financiera	938,821	1,001,926	942,317	952,393	984,084	1,040,930	1,134,640
Corto Plazo	84,972	116,324	150,400	165,084	221,110	172,708	101,548
Largo Plazo	853,849	885,602	791,917	787,309	762,974	868,222	1,033,092
ESTADO DE GANANCIA Y PÉRDIDAS							
Total de Ingresos Brutos	1,630,665	1,712,035	1,879,762	2,068,553	1,046,883	2,234,851	1,178,308
Costo de Ventas (Operacionales)	1,192,204	1,239,184	1,382,067	1,523,540	783,619	1,612,433	867,556
Gastos operacionales	112,866	120,324	128,952	166,121	80,121	166,510	80,386
Resultado de Operación	325,595	352,527	368,743	378,892	183,143	455,908	230,366
Otros Ingresos y Egresos	-53,683	-58,788	-67,651	-61,557	-31,661	-80,807	-13,171
Ingresos Financieros	19,006	14,244	11,669	21,505	5,992	13,670	29,762
Gastos Financieros	-73,807	-73,032	-80,388	-84,320	-36,545	-92,562	-42,915
Utilidad (Pérdida) Neta del Ejercicio	172,618	191,416	206,677	216,704	107,084	270,698	153,629
Utilidad Neta (12 meses)	172,618	191,416	206,677	216,704	200,084	270,698	317,243
EBITDA Y COBERTURA							
Total de Ingresos Brutos (12 meses)	1,563,921	1,618,644	1,809,537	1,986,960	1,995,053	2,084,344	2,206,920
EBIT (12 meses)	325,595	352,527	368,743	378,892	370,654	455,908	503,131
EBITDA	441,538	473,199	487,163	506,349	246,858	586,881	295,590
EBITDA (12 meses)	441,538	473,199	487,163	506,349	499,814	586,881	635,613
Gastos Financieros	73,807	73,032	80,388	84,320	36,545	92,562	42,915
Gastos. Fin. y Pas. Cte. De Largo Plazo	110,672	180,356	230,788	249,404	304,583	265,270	200,480
EBIT / Gastos Financieros (12 meses)	2.94	1.95	1.60	1.52	1.22	1.72	2.51
Servicio de Cobertura de Deuda	3.99	2.62	2.11	2.03	1.64	2.21	3.17
EBITDA / Gastos Financieros (del periodo)	5.98	6.48	6.06	6.01	6.75	6.34	6.89
SOLVENCIA							
Pasivo Total / Patrimonio	1.87	1.75	1.63	1.60	1.60	1.48	1.51
Pasivo No Corriente / EBITDA (12 meses)	2.82	2.57	2.25	2.13	2.19	1.93	2.00
Deuda Fin. / EBITDA (12 meses)	2.13	2.12	1.93	1.88	1.97	1.77	1.79
Pasivo Total / EBITDA (12 meses)	3.61	3.57	3.35	3.41	3.57	3.17	2.99
RENTABILIDAD							
Margen bruto (12 meses)	26.89%	27.62%	26.48%	26.35%	26.39%	27.85%	28.31%
Margen operativo (12 meses)	19.97%	20.59%	19.62%	18.32%	18.03%	20.40%	21.26%
Margen neto (12 meses)	10.59%	11.18%	10.99%	10.48%	9.73%	12.11%	13.41%
ROA (12 meses)	7.04%	7.21%	7.85%	7.73%	6.90%	8.70%	10.05%
ROE (12 meses)	20.19%	19.81%	20.64%	20.11%	17.90%	21.59%	25.25%
CALCE DE CUENTAS DE CORTO PLAZO							
Liquidez General	0.90	0.97	0.70	0.57	0.62	0.71	0.74
Prueba Ácida	0.78	0.87	0.62	0.50	0.51	0.62	0.63
Capital de Trabajo	-35,532	-13,503	-158,788	-277,925	-261,580	-208,661	-163,980

Fuente: Edelnor S.A.A./ Elaboración: PCR