

EMPRESA DE DISTRIBUCIÓN ELÉCTRICA DE LIMA NORTE-EDELNOR S.A.A.

Fecha de comité: 20 de mayo de 2016 con EEFF¹ al 31 de diciembre de 2015		Sector Eléctrico, Perú
Aspecto o Instrumento Clasificado	Clasificación	Perspectiva
Acciones Comunes	PCN1	Estable
Bonos Corporativos (2°, 3°, 4° y 5° Programa)	pAAA	Estable
Equipo de Análisis		
Stephania Valencia O. svalencia@ratingspcr.com	Carla Miranda P. cmiranda@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 instrumentos.”

Racionalidad

En comité de clasificación de riesgo, PCR acordó ratificar la clasificación de las Acciones Comunes (Nivel1) y Bonos Corporativos (pAAA), emitidos por la Empresa de Distribución Eléctrica de Lima Norte S.A.A.-Edelnor. La decisión tomada se sustenta en la favorable evolución de los ingresos por distribución de energía eléctrica, producto de la demanda en su zona de concesión, los cuales incidieron favorablemente en sus indicadores de rentabilidad. La calificación también recoge aspectos como la mejora en los indicadores de liquidez, adecuada cobertura de servicio de deuda con un apalancamiento financiero moderado, el *know how* y *expertise* que le brinda el Grupo Enel, a través de sus principales accionistas, así como la expansión del nivel de sus inversiones que contribuyen al desarrollo de su infraestructura en su zona de concesión.

Resumen Ejecutivo

- **Suscripción de contratos para asegurar el suministro de energía eléctrica en el mediano y largo plazo.** Dentro de la política energética de Edelnor se tiene como objetivo asegurar la demanda energética en el corto, mediano y largo plazo, con lo cual la empresa tiene contratos asegurados por 23,011 GWh para abastecer energía eléctrica en el horizonte de tiempo 2015-2017 permitiéndole así estabilizar su demanda en la zona de concesión. Cabe destacar que los principales proveedores de energía de la compañía son Enersur y Edegel, los cuales presentan una concentración del 38.19% y 19.69% respectivamente sobre la energía comprada en MWh. Asimismo, la compañía presenta concesiones de carácter indefinido en una zona que abarca los 1,517 km² y tiene 65 contratos firmados para cubrir los requerimientos de energía de sus clientes.
- **Incremento sostenido de sus ingresos.** 96.88% de los ingresos de la compañía provienen de la distribución de energía eléctrica, y los otros ingresos operativos están compuestos por los movimiento en redes, venta de mercadería, comisión de cobranzas, entre otros. Los ingresos operativos de Edelnor registraron un avance del 14.77% con respecto al 2014 debido a la mayor facturación en los clientes residenciales, industriales y comerciales. Además, se debe precisar que las tarifas eléctricas mostraron un incremento de 16.0% durante los últimos 12 meses según el BCRP, y es así que el precio promedio de venta de energía creció. Cabe mencionar que los ingresos de la compañía se encuentran vinculados a la estabilidad de su demanda y se encuentran en continuo crecimiento.
- **Descenso en los indicadores de rentabilidad, a raíz del fortalecimiento patrimonial e incremento del nivel de activos.** La utilidad neta de Edelnor registró una tasa de crecimiento anual del 2.34% producto de la expansión de los ingresos operativos pese al incremento de los costos operativos (mayores compras de energía y encarecimiento de los precios de compra de energía). No obstante, el fortalecimiento patrimonial a través de los resultados acumulados redujo el ROE, mientras que en el ROA cayó por el incrementó del activo a través del activo fijo neto (ejecución de obras).
- **Deuda financiera coberturada.** Los indicadores de solvencia de la compañía se encuentran en niveles saludables, a raíz del fortalecimiento patrimonial y la mayor generación de ingresos que se refleja en un mayor nivel de EBITDA, con lo cual la compañía tiene capacidad de tomar más deuda a través de la emisión de bonos para financiar sus planes de inversión para los siguientes periodos. Las fuentes de fondeo de Edelnor se encuentran compuestas por la emisión de bonos corporativos, préstamos bancarios y operaciones de leasing financiero. Asimismo, la deuda financiera se encuentra coberturada a través

¹Auditados.

de EBITDA, con lo cual Edelnor no expone su patrimonio. Es importante mencionar que Edelnor financia 40.30% de sus activos con recursos propios.

- **Deterioro en sus indicadores de liquidez.** Los ratios de liquidez de Edelnor muestran un descenso con respecto al 2014, lo cual se explica por la menor generación de efectivo y al mayor desembolso de actividades de financiamiento y de inversión, con lo cual el activo corriente se redujo y el pasivo corriente registró un crecimiento debido a los ingresos diferidos (adelantos de dinero para ejecución de obras). Cabe mencionar que como parte de la gestión del circulante, Edelnor y las empresas vinculadas al Grupo Enel realizan operaciones de préstamos *intercompany*, con el objetivo de optimizar los excedentes de caja, a ello se le debe añadir que la compañía mantiene líneas comprometidas crediticias con instituciones financieras locales de primer nivel por el monto de PEN 225.00 MM, a fin de afrontar sus necesidades de liquidez cuando se considere oportuno.
- **Expansión del nivel de inversiones.** Las inversiones de Edelnor registraron una expansión del 13.49% con respecto al 2014, las cuales estuvieron enfocadas a atender la creciente demanda energética, ampliación de la cobertura del servicio prestado, mejorar la calidad del servicio y reducir las pérdidas de energía. El financiamiento de las inversiones se realiza principalmente vía emisiones de bonos corporativos.
- **Respaldo económico-financiero del Grupo Enel.** Edelnor forma parte del grupo Enel- la más grande empresa eléctrica en Italia con operaciones en más de 30 países de 4 continentes- y con una capacidad instalada neta de alrededor de 89 GW. Además, su subsidiaria Enersis, es una de las principales multinacionales eléctricas privadas de Latinoamérica, desarrollando actividades de generación, distribución y comercialización de electricidad. Esto le permite a Edelnor contar con el *know how* y el *expertise* del Grupo, además de poder explotar las sinergias que nacen producto de los distintos procesos del negocio energético del país.

Analisis 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 la generación hidroeléctrica, y termoeléctrica, esta última utiliza como insumos gas natural, carbón y petróleo; 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".

-Cientes Regulados. Alrededor de 6.45 millones de clientes². 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 OSINERGMIN, de acuerdo con los criterios, las metodologías y los modelos económicos establecidos en la Ley de Concesiones Eléctricas (LCE) y su Reglamento.

-Cientes Libres. 275 grandes consumidores de electricidad³ (importantes complejos mineros, comerciales e industriales) con una demanda de potencia superior a 2,500 Kw cada uno. 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. Los clientes que se encuentren entre los 200 Kw y se ubiquen por debajo de los 2,500 Kw, pueden elegir entre ser considerado como clientes libres o regulados.

Entorno Energético

La electricidad en el Perú es generada fundamentalmente por centrales térmicas⁴ (49.79% a Dic. 2014), de las cuales el 71% de centrales térmicas utiliza gas natural proveniente de los yacimientos de Camisea; y por centrales hidroeléctricas (50.2% a Dic. 2015)⁵. La mayor participación de centrales que utilizan gas natural se justifica en los costes atractivos que ofrece el proyecto Camisea en comparación con otras fuentes energéticas. Además, la mayor disponibilidad debido al gaseoducto sur peruano permitirá descentralizar parte de la concentración de producción de electricidad de la zona centro, causado fundamentalmente por las dificultades de transporte. Por otro lado, el consumo de energía se encuentra muy ligado al desarrollo de la economía, en el caso peruano, en mayor medida a las empresas mineras e industriales de hierro y acero. El consumo de energía alcanzó un incremento interanual de 4.8%⁶ (40,031.3 GWh a Dic. 14; 42,225.7 a Dic. 15), porcentaje mayor al crecimiento del PBI durante el mismo periodo (2.9% a Dic. 15) y en línea con la *performance* del PBI en minería e hidrocarburos (9.3%).

Actualmente, el MEM enfatiza que el sector se ha recuperado de la caída en su margen de reserva⁷ del 2008, gracias al crecimiento de la oferta de generación eléctrica debido al acceso del gas de Camisea⁸ y a la mayor expansión de infraestructura de generación, sobre todo de aquellas centrales termoeléctricas que utilizan el gas de Camisea. Sin embargo, la demanda

² Fuente: MINEM. Actualizado a diciembre 2014.

³ Ídem.

⁴ Donde el 71% proviene del uso de gas de Camisea (BCRP).

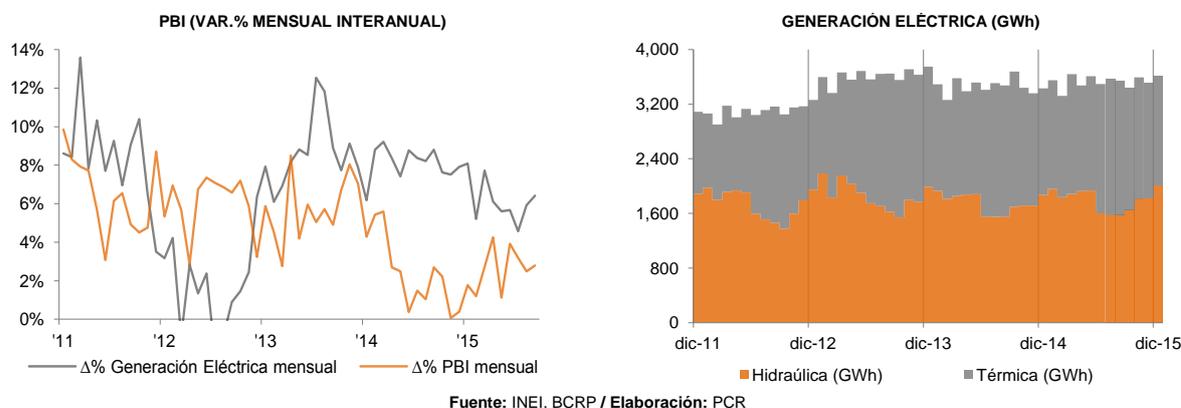
⁵ Generación de energía eléctrica (MEM) a Diciembre 2014.

⁶ Venta de energía eléctrica a nivel nacional (MEM).

⁷ El porcentaje en el que la oferta eléctrica excede la demanda eléctrica. La caída del margen de reserva en 2008 (30% a Dic.07, 23% a Dic. 08) se debe a que la oferta eléctrica se mantuvo constante entre el 2007 y el 2008, mientras que la demanda sí se incrementó en el 2008.

⁸ Lo que ha generado un nodo energético en el distrito de Chilca (Cañete).

también ha experimentado un aumento impulsado por el mayor dinamismo de los clientes libres (en particular, del sector minero) y el progresivo crecimiento del consumo de electricidad de los hogares, los cuales están en función de sus mejores ingresos y equipamiento; y la incorporación de nuevos usuarios al sistema⁹. En este sentido, en los próximos tres años se espera un incremento de la demanda de energía eléctrica gracias al ingreso de nuevos usuarios en el sistema eléctrico, a la entrada en operación de nuevos proyectos a partir del 2016 (Cerro Verde y Las Bambas), y a las mejores perspectivas de la economía peruana (4.0% a Dic. 2016 y 4.8% a Dic. 2017). Por consiguiente, la exportación de energía eléctrica permitirá la complementariedad de sistemas eléctricos de países vecinos como el caso de Ecuador.



Generación

La estructura de la matriz energética ha cambiado con el transcurso de los años. Si bien se ha mantenido la participación de la energía hidráulica y térmica como principales fuentes de electricidad en el país (98.3% a Dic. 2015), el Plan Energético Nacional fomenta una matriz energética renovable en el marco de un desarrollo económico sustentable. Por ello, desde diciembre del 2012 se aprecia un incremento de la energía eólica y a partir de abril 2014 en la energía solar, aunque estas representan aún una parte mínima de la producción total en la actualidad (1.2% y 0.5% respectivamente de la producción nacional a diciembre del 2015). Además, durante el 2014, 32 centrales RER iniciaron operaciones, con una potencia instalada de 517 MW, lo cual significa un 5.3% de la potencia instalada a nivel nacional. La producción de energía eléctrica aumentó 6.6% a diciembre del 2015, a raíz de la expansión en la generación de energía hidroeléctrica y termoeléctrica. Dicho nivel es cercano al crecimiento promedio de la producción de electricidad registrada entre 2008 y 2013 (6.5%), acorde con la recuperación de la economía peruana en el transcurso del 2015. Las centrales que generan mayor electricidad son Electroperú en el Mantaro (11.6%), que es la central de generación hidroeléctrica más grande e importante del Perú; la central térmica del grupo Kallpa-TV (4.3%); y la central térmica del grupo Chilca-TV (3.6%). Por su parte, la producción de energía en plantas térmicas es hasta cuatro veces más costosa que la generada en centrales hidroeléctricas¹⁰, esto se debe a que en las primeras el costo de combustibles¹¹ se incrementa considerablemente por sus costos variables. No obstante, se debe considerar el ciclo hidrológico en la generación de electricidad, que abarca en los meses de noviembre a mayo, y está compuesto por un periodo de avenida¹², seguido de un periodo de estiaje¹³.

Entre las tendencias del subsector de generación, se encuentra el mayor uso de gas natural¹⁴ como insumo para la generación termoeléctrica, dado que es una fuente más barata, y ambientalmente amigable, y en adición, ayuda al objetivo de diversificación de fuentes energéticas. En cuanto a las perspectivas del sector, se espera un crecimiento por encima del promedio debido a las mayores cifras proyectadas de crecimiento económico, además de las inversiones previstas para los siguientes periodos.

Principales generadoras

Los principales productores de energía eléctrica por grupo económico son: i) el Estado (23.4% del total), a través Electroperú (16.0% del total), Egasa (2.8%), San Gabán (1.8%), Egemsa (2.2%) y Egesur (0.5%), ii) Grupo Enel (19.9% del total), a través Edegel (16.2% del total), Chinango (2.5%) y Empresa Eléctrica de Piura (1.3%), iii) Enersur (16.0% del total), y iv) Kallpa Generación (11.5% del total). Lima concentra el 41.7% del total de consumo de energía eléctrica, destacando que el 31.4% de la población se ubica en la capital. El consumo promedio de energía per cápita fue de 1,299.1 KWh/hab al 2015, resaltando que el mayor consumo de energía per cápita sigue siendo el de Moquegua (10,361.3 KWh/hab) en línea con su PBI (S/.51,293 KWh/hab) que se mantiene en el primer lugar. Por otro lado, es importante resaltar que se observa una elevada concentración de producción

⁹ Anuario Ejecutivo de Electricidad 2014 (MEM).

¹⁰ Existen dos tipos i) de pasada, sólo aprovecha el movimiento del caudal, ii) de embalse, se beneficia también de la creación de una represa.

¹¹ El precio de Gas Natural en Boca de Pozo tiene un precio fijo máximo de 1 USD/MMBTU determinado en el Contrato de Licencia de explotación del Lote 88 de Camisea para los generadores eléctricos.

¹² Frecuentes precipitaciones, lo cual eleva el caudal de los ríos.

¹³ Escasas precipitaciones.

¹⁴ Ley Promoción del Desarrollo de la Industria del Gas Natural (Ley 27133), y su Reglamento D.S. N° 040-99-EM.

de energía en el centro del país¹⁵ (63.7% al 2015), lo cual incrementa el riesgo de abastecimiento, en caso de desastres naturales o en caso que alguna central falle.

Transmisión

La transmisión de energía eléctrica en el país se realiza a través del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SEIN) y los Sistemas Aislados (SSAA). En el último Anuario Ejecutivo a diciembre del 2014, el MEM enfatiza la necesidad de reforzar los sistemas de transmisión existentes a través de líneas de media, alta y muy alta tensión, con el objeto de garantizar la transmisión de energía eléctrica.

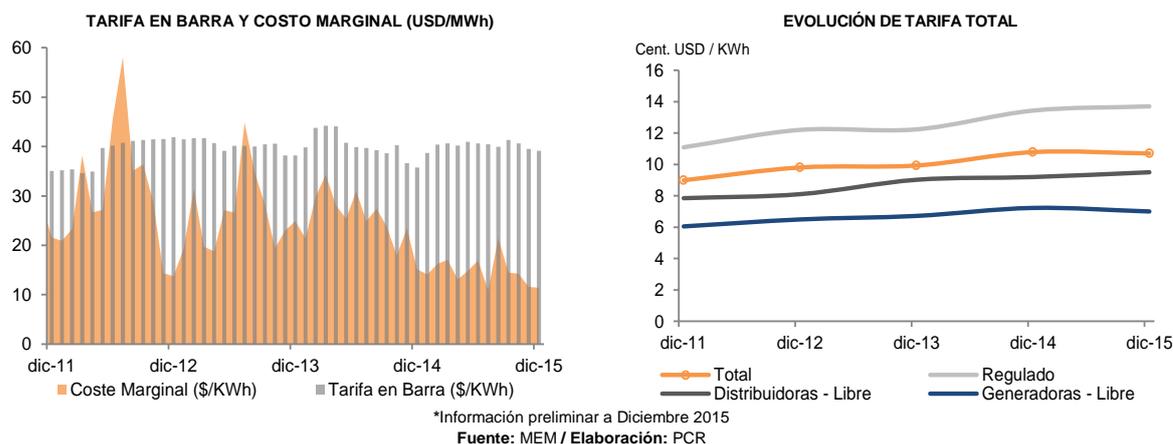
Las líneas más relevantes en el sistema son aquellas de mayor voltaje, es decir, las comprendidas entre 220 kV y 500 kV. Estas, no sólo conducen electricidad a mayores distancias, sino también generan menores pérdidas energéticas en comparación con líneas de transmisión de menor voltaje. Precisamente, a diciembre del 2014, se observa un incremento en la longitud de las líneas de transmisión de 220 kV (5.1%) y de 500 kV (195%). El aumento en casi 200% en la instalación de líneas de transmisión de 500 kV se debe a la entrada en operación de la primera línea de 500 kV Chilca-La Planicie-Zapallal, perteneciente a la empresa ISA Perú S.A.¹⁶. Asimismo, el MEM enfatiza el rol activo del COES en la evolución de transmisión eléctrica, ya que, elabora un Plan de Transmisión que identifica los principales puntos de congestión y, ante ello, propone alternativas de solución. De este modo, se anticipa a los hechos, minimizando los posibles inconvenientes que se pueden generar a los usuarios del sistema eléctrico.

Distribución

El número de empresas de distribución que operan en el mercado eléctrico peruano es de 24. Las compañías de distribución con mayor participación de mercado¹⁷ son: Edelnor (20.2%), Luz del Sur (15.4%), Electronorte Medio (11.5%) y Electrocentro (10.6%). En total, estas empresas facturaron un total de USD 2,974 MM, provenientes en su mayoría de clientes regulados (93.8%, USD 2,788 MM a Dic. 14¹⁸).

Tarifas eléctricas

A diciembre del 2015, el precio medio de las tarifas eléctricas de las empresas generadoras disminuyó en 3.1%, a raíz de la reducción del precio de las distribuidoras por segundo año consecutivo (USD 0.072 KWh a Dic. 14, USD 0.07 KWh a Dic. 15). A nivel de sectores económicos, se observa que el sector residencial experimentó una mayor reducción en el precio medio (-1.9% a Dic. 2015), seguido del sector comercial (-0.2% a Dic. 2015) y el alumbrado público (-0.2% a Dic. 2015). Por el contrario, el precio medio del sector industrial ascendió en 0.1 centavos de dólar por KWh (+0.5% a Dic. 2015). Respecto al precio medio por nivel de tensión, haciendo distinción entre el mercado libre y regulado, muestra considerables diferencias en las empresas distribuidoras. Para el año 2015, el nivel de Muy Alta Tensión (MAT) para el mercado libre fue de 8.9 cent USD / KWh, mientras que para el regulado fue de 7.9 cent USD / KWh; Alta Tensión (AT) fue de 9.2 cent USD / KWh para el primero y 8.9 cent USD / KWh para el segundo; Media Tensión (MT), 9.6 cent USD / KWh para el mercado libre y 10.5 cent USD / KWh para regulado; finalmente, el nivel de Baja Tensión (BT) no existe para el mercado libre, mientras que para el mercado regulado fue de 15.6 cent USD / KWh.



Al 2015, el precio medio de distribuidoras fue de 13.3 cent USD / KWh (+1.5% mayor a lo presentado en el 2014). Las tarifas del mercado eléctrico peruano se han incrementado respecto a años anteriores debido a los factores de ajuste de las tarifas eléctricas. Aun así, se encuentran por debajo del promedio en Latinoamérica, ya que, a diciembre del 2015, la tarifa promedio para el sector residencial fue de 14.0¹⁹ cent USD / KWh (Perú se encuentra en el puesto 7 de 15 países), 10.3 cent USD / KWh para el sector comercial (Perú, puesto 10) y 7.8 cent USD / KWh para la industria (Perú, puesto 11). La competitividad del Perú, en cuanto a las

¹⁵ Lima, Callao, Junín, Huánuco, Ucayali y Pasco.

¹⁶ MEM.

¹⁷ Medido por el número de clientes que atienden.

¹⁸ Última información disponible en el MEM.

¹⁹ Consumo residencial mensual de 300 KWh.

tarifas eléctricas, se explica a la elevada concentración de centrales hidroeléctricas en su matriz eléctrica, además de los bajos costos del gas natural usado en el 96.2% de las centrales termoeléctricas.

Proyectos de inversión

Los anuncios de proyectos de inversión privada para los años 2016 y 2017 ascienden a USD 24.4 mil MM, de los cuales, el sector eléctrico representa el 12.9% del monto inversión prevista, por debajo del sector minero (28.9%), el sector de hidrocarburos (15.8%) y el sector de infraestructura (14.1%)²⁰. A diciembre del 2015, el último proyecto aprobado por el MEM fue la línea de transmisión Marcona-Socabaya-Montalvo y subestaciones asociadas (500 KW) presentado por el Consorcio Transmantaro. La fecha de inicio del proyecto se estima para febrero del 2017, con una inversión de USD 446 MM.

Actualmente se observa una alta dependencia al gas natural como fuente de energía (47.6%), mientras que la energía eólica aporta en 256 GWh (0.6%) de la oferta de electricidad; la energía solar, 199 GW (0.5%); y la energía hidráulica, 21,001 GWh (50.2%)²¹. No obstante, el Gobierno estima que las energías renovables tendrán una participación del 60% en la matriz energética nacional entre los años 2020 y 2021. Para ello, a través del Plan Energético Nacional, el Estado fomenta el desarrollo de centrales hidroeléctricas y de generación de energías renovables no convencionales (solar, eólica, entre otras). En este sentido, cinco de los diez anuncios de proyectos de inversión comprenden centrales hidroeléctricas dentro de las cuales destacan: la Central Hidroeléctrica Cerro del Águila (510 MW) y la Central Eléctrica Curibamba (195 MW). Del mismo modo, el anuncio del proyecto del Parque Eólico Samaca es una muestra del compromiso por el desarrollo de energías no convencionales en el país.

PRINCIPALES ANUNCIOS DE PROYECTOS DE INVERSIÓN EN EL SECTOR ELÉCTRICO: 2016-2017

Empresa	Proyecto de inversión
Enersur, Kallpa Generación	Nodo energético del Sur
Quimpac S.A, Inkia Energy	Central Hidroeléctrica Cerro del Águila
Inveravante	Centrales Hidroeléctricas Acco Pucará
Interconexión Eléctrica (ISA)	Línea de Transmisión 500 KV-Marcona-Socabaya-Montalvo y subestaciones asociados
Grupo Enel	Central Hidroeléctrica Curibamba
Odebrecht S.A.C	Central Hidroeléctrica Belo Horizonte
Isolux de México, Isolux Ingeniería de España	Lt Moyobamba-Iquitos (220 KV)
Corsán-Corviam; Energy y Enex	Central Hidroeléctrica Molloco
Generación Eléctrica Las Salinas	Parque Eólico Samaca
Termochilca S.A.C	Central Térmica Santo Domingo de Olleros-Ciclo Combinado

Fuente: BCRP / Elaboración: PCR

Aspectos Fundamentales

Reseña

A inicios de 1994, se fragmentó la empresa pública de electricidad Electrolima²² 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 el 60% de las acciones de Edelnor S.A., y posteriormente, en diciembre de 1995 Inversiones Distrilima se adjudicó el 60% del accionariado de EdeChancay S.A. En agosto de 1996, Edelnor S.A. fue absorbida por EdeChancay S.A., la cual cambió su denominación social a Empresa de Distribución Eléctrica de Lima Norte S.A. Finalmente, el 10 de setiembre de 1998 se aprobó la modificación total de su estatuto social por lo cual la empresa pasó a ser una sociedad anónima abierta (Edelnor S.A.A.).

Grupo Económico

Enersis presenta una participación accionarial del 75.54% en Edelnor de manera directa e indirecta, a través de Inversiones Distrilima S.A., la cual forma parte del Grupo Enel, y es una de las principales multinacionales, líder en el mercado eléctrico y gas en el mundo, la cual realiza operaciones en más de 30 países y tiene presencia en Latinoamérica a través de sus subsidiarias en Argentina, Brasil, Colombia, Chile y Perú. Cuenta con aprox. 89 GW de capacidad instalada neta y distribuye electricidad y gas mediante una red de 1.9 MM de Km. Cabe mencionar que Edelnor pertenece al Grupo Enel, a través de la participación económica del 60.6% que el Grupo mantiene en Enersis. El Grupo Enel posee calificaciones internacionales de Standard & Poor's de BBB y de Fitch BBB+, ambos con perspectiva estable. En el tercer trimestre del 2014, Enel a través de Enel Energy Europe adquirió el 100% de las acciones de Endesa Latinoamericana (propietaria del 40.32% de capital social de Enersis) y el 20.30% de las acciones de Enersis. Según la Compañía, esta reorganización societaria del Grupo Enel no generará ningún cambio en su estructura de control debido a que Enersis, Endesa y Enel Energy Europe forman parte del mismo Grupo. Por su parte, Edegel (generadora de energía eléctrica), pertenece al grupo Enel a través de sus subsidiarias Generandes Perú S.A y Empresa Nacional de Electricidad S.A, con una participación conjunta del 83.60%.

²⁰ Reporte de Inflación (BCRP) a Marzo 2016.

²¹ Plan Energético Nacional 2014-2025 (MEM).

²² 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 de 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.

Es de mencionar que dentro del Grupo se está llevando a cabo una reorganización societaria, mediante la división de Enersis²³, una de las principales multinacionales eléctricas de Latinoamérica, con el fin de separar las actividades de generación y distribución en Chile y el resto de operaciones fuera del mencionado país. Se resalta que las operaciones derivadas de la reorganización no requerirían aportes adicionales de recursos por parte de los accionistas, y no tendría impacto alguno en las operaciones de Edelnor.

Accionariado, Directorio y Plana Gerencial

Al cierre del 2015, el capital social de la compañía asciende a PEN 638'563,900, representado por 638'563,900 acciones comunes, las cuales tienen un valor nominal de PEN 1.00 por acción; éstas se encuentran autorizadas, emitidas y pagadas. Los principales accionistas de Edelnor son: Inversiones Distrilima S.A. (51.68% de participación), holding de empresas de generación y distribución de energía eléctrica; Enersis S.A. (24.00%), conglomerado de inversiones en el área de energía de servicios públicos en Chile, Argentina y Colombia, y Credicorp (6.82%), holding de empresas de servicios financieros. Por su parte, Inversiones Distrilima es controlada por Enersis, la cual posee 69.85% de sus acciones, mientras Enersis es controlada indirectamente por Enel S.p.A. El Directorio se encuentra encabezado por el Sr. Carlos Tembory, quien es ingeniero industrial y posee más de 20 años de experiencia en el sector energético. Asimismo, se desempeña como director en otras empresas relacionadas al mismo rubro. La Plana Gerencial es dirigida desde el 15 de enero del 2015 por el Sr. Walter Néstor Sciutto, quien realizó estudios de ingeniería eléctrica, anteriormente desempeñó el cargo de gerente técnico y subgerente de Distribución. La gerencia Económico-Financiera es ocupada por el Sr. Paolo Giovanni Pescarmona, quien desde el 2000 ha trabajado para el Grupo Enel, ocupando diversos cargos como gerente de Finanzas, Administración, Planificación y ha ejecutado proyectos de construcción de plantas eléctricas.

ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL-DICIEMBRE 2015

Accionistas		%	Directorio	
Inversiones Distrilima S.A.	51.68	Carlos, Tembory Molina	Presidente	
Enersis S.A.	24.00	Fernando, Fort Marie	Vice Presidente	
AFP Integra S.A. - Fondo 1, 2 y 3	6.94	Gianluca, Cacciapuli	Director	
Credicorp Ltda.	6.82	Walter Néstor, Sciutto Brattoli	Director	
Profuturo AFP - Fondo 1, 2 y 3	2.55	Walter Néstor, Sciutto Brattoli	Director	
Lopez de Romaña Dalmau Hernando Diego	1.00	Mario Alberto, Ferrari Quiñe	Director	
Poppe de Rivero Santiago Felipe	0.90	José Nicolás, De Bernardis Cuglievan	Director	
El Pacífico-Vida Cía. de Seguros y Reaseguros	0.51	Paolo ,Giovanni Pescarmona	Director	
De Aliaga Fernandini Jose Agustín Eulogio	0.48	Carlos, Solís Pino	Director	
El Pacífico-Peruano Suiza Cía. de Seguros y Reaseguros	0.33			
Otros	4.79			
Total	100.00			
		Plana Gerencial		
		Walter Néstor, Sciutto Brattoli	Gerente General	
		Paolo ,Giovanni Pescarmona	Gerente Económico Financiero	
		Juan Miguel, Cayo Mata	Gerente de Regulación	
		Carlos, Solís Pino	Gerente Comercial	
		Luis Antonio, Salem Hone	Gerente Legal	
		Rocío, Pachas Soto	Gerente de Organización y RR.HH.	
		María Alicia, Martínez Venero	Gerente de Comunicación	

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

Desarrollos Recientes

- El 17 de marzo de 2016 se comunica a la SMV la decimoctava emisión del Quinto Programa de Bonos Corporativos por el monto de PEN 70.00 MM.
- Con fecha de 16 de marzo de 2016 se comunica a la SMV la decimonovena emisión del Quinto Programa de Bonos Corporativos por el monto de PEN 37.75 MM.
- Con fecha 15 de marzo de 2016 se aprueba la Política de Dividendos para el 2016, la cual establece que se distribuirán dividendos con cargo a las utilidades del ejercicio 2016 de hasta el 85% de las utilidades de los trimestres de marzo, junio y setiembre de 2016.
- El 23 de julio de 2015, en Junta Obligatoria Anual de Accionistas de fecha de 23 de marzo del 2015, el Directorio acordó distribuir a partir del 27 de agosto del 2015 un dividendo en efectivo a cuenta del ejercicio 2015 de PEN 10,632,727.50 sobre un total de 638,563,900 acciones.
- El 14 de julio de 2015, Edelnor coloca la décimo séptima emisión, serie A correspondiente al Quinto Programa de Bonos Corporativos por el monto de PEN 70.00 MM.
- En enero 2015, se realizó el cambio de denominación social de Enel Energy Europe S.R.L a Enel Iberoamérica S.R.L y de Endesa Latinoamérica S.A a Enel Latinoamérica S.A.
- El 23 de marzo del 2015, se aprobó en la Junta Obligatoria Anual de Accionistas repartir dividendos definitivos del ejercicio 2014 por el monto de PEN 154.23 MM.
- Con fecha 20 de marzo de 2015, Edelnor realizó la convocatoria del proceso de licitación para la contratación de suministro de potencia y energía asociada a largo plazo por un periodo de 10 años, con el fin de garantizar el abastecimiento de energía a sus clientes regulados.

²³ Durante diciembre 2015, Moody's rebajó la clasificación de riesgo de Enersis de Baa3 a Baa2 con perspectiva estable, dado que a raíz de la reorganización de la compañía, Enersis ya no tendrá acceso a las utilidades provenientes de Chilectra, así como de las empresas de origen chileno que forman parte del Grupo.

- El 14 de enero del 2015, se comunicó a la SMV el cambio de presidente del Directorio, cargo que lo ejerce actualmente el Sr. Carlos Temboury, y el cargo de gerente general, lo desempeña actualmente es el Sr. Walter Sciutto.

Operaciones e Inversiones

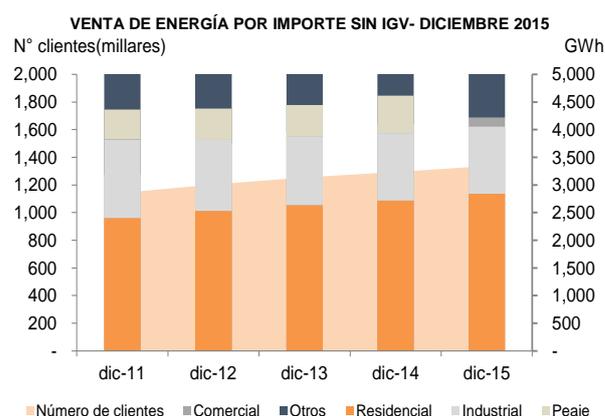
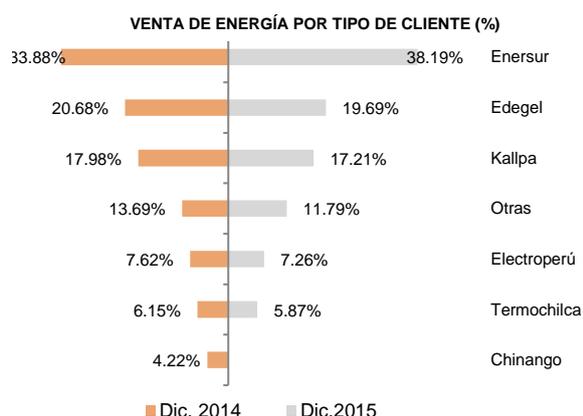
Operaciones

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 a 52 distritos de manera exclusiva y comparte 5 distritos adicionales con la empresa distribuidora de la zona sur de Lima. La compañía abarca un área de 1,517 Km². Además, presta servicios relacionados a 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. Además, Edelnor realiza otros servicios relacionados al giro principal como trabajos de movimiento de redes y la 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.

Clientes y Proveedores

Al 2015 la base de usuarios de Edelnor fue de 1.33 MM (2014: 1.29 MM), llegando a registrar una tasa de crecimiento anual del 3.33%. Dicha variación aumentó principalmente en los clientes del tipo residencial en términos nominales, los cuales representan 94.72% del total de la base de usuarios, en tanto 5.28% corresponden a clientes comerciales, industrial, entre otros. Cabe mencionar que durante el 2015 se realizaron 14,711 conexiones a viviendas y nuevos suministros de energía. En el mercado libre, se tienen aprox. 82 clientes, entre los cuales figuran Alicorp, Nestlé, Lima Airport Partners, Corporación José R. Lindley, etc. Cabe destacar que la base de clientes de Edelnor viene experimentando un crecimiento sostenido durante los últimos cinco años, a una tasa promedio anual del 4.02%²⁴, a raíz de la ampliación de la cobertura en su zona de concesión y a su sólida estrategia corporativa. De otro lado, las ventas físicas de energía de la compañía alcanzaron el volumen de 7,645,434 MWh, presentando un incremento anual del 3.89% (+286,181 MWh) por los mayores volúmenes de energía vendidos a los clientes del tipo peaje y residencial. El 37.13% de las ventas físicas se concentran en los clientes del tipo residencial y el 22.08% en los clientes comerciales. Es así que las ventas de energía por importe (sin IGV) registraron un avance del 14.77% con respecto al 2014.

Edelnor para asegurar el suministro de energía a sus clientes (regulados y libres) realiza concursos de licitación pública para el corto plazo (2014-2017) y largo plazo (hasta el 2031). En este sentido, Edelnor tiene 65 contratos firmados de suministro de energía principalmente con Edegel, Chinango y Empresa Eléctrica de Piura S.A a fin de garantizar el suministro de energía. La compañía ha suscrito tres contratos de licitación con Enersur, cuya vigencia varía entre el 2021 y 2025 por una potencia contratada fuera de hora punta, que oscila entre 25.8 MW y 159.3 MW. Asimismo, suscribió un contrato de corto plazo por cuatro años, cuyo vencimiento será en el 2017 por una potencia fuera de hora punta de 150 MW. A diciembre 2015, los principales proveedores de energía de Edelnor son: Enersur (38.19%), Edegel (19.69%) y Kallpa (17.21%). Es así que la compañía para atender la demanda energética en su zona de concesión compró energía por 7,493,649 MWh, la cual se expandió en 2.99% con respecto al 2014. Cabe mencionar que la compañía tiene asegurado a través de contratos, aproximadamente 23,011 GWh de energía eléctrica para el periodo 2015-2017.



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

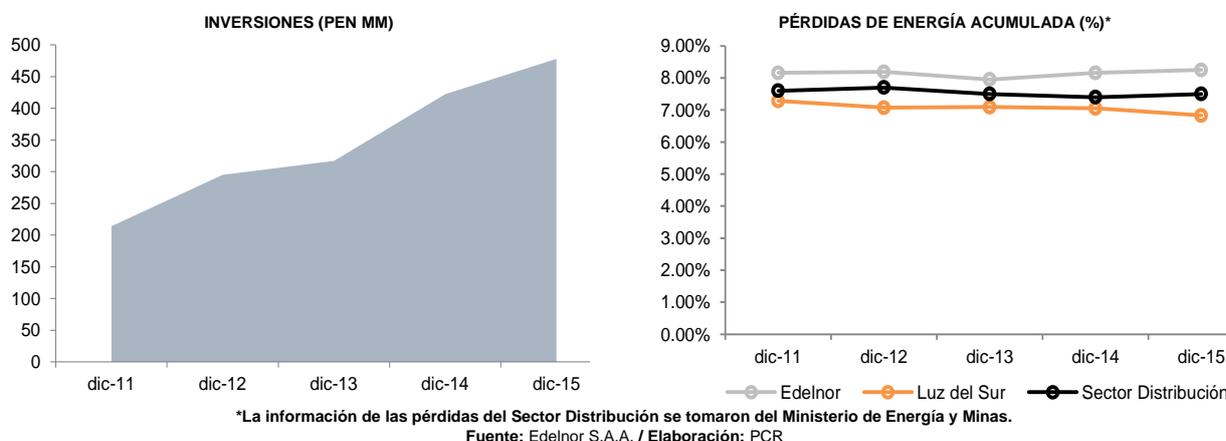
Infraestructura e Inversiones

En el año 2015, Edelnor realizó inversiones por PEN 477.86 MM, presentando una tasa de crecimiento anual del 13.18% (+PEN 55.66 MM) con respecto al 2014, lo cual refleja que el nivel de inversiones de la compañía viene creciendo a una tasa

²⁴ Tasa de crecimiento promedio anual compuesta. Para su cálculo se tomó como referencia los cierre de años 2010 y 2015.

promedio compuesta anual del 21.43%²⁵ en el lapso de los últimos cinco años. Algunos de los proyectos de inversión realizados durante el 2015 corresponden principalmente a atender los requerimientos de demanda por energía, ante lo cual la compañía ha mejorado las redes de distribución. Se observa que en el lapso de los últimos años la compañía viene invirtiendo más del 50% (del total de inversiones) para atender la creciente demanda energética. Respecto a las inversiones en distribución eléctrica se debe destacar la instalación de aprox. 176 km de red en proyectos, así como la ejecución de obras a asentamientos humanos con las conexiones de 14,711 viviendas. Asimismo, se realizaron nuevos suministros en el 2015 como Plaza Lima Norte, Minka, SENATI, Energía Plus Lima SAC, etc. Las inversiones en transmisión se enfocaron a mejorar la potencia en las subestaciones en algunos distritos, así como la instalación de nuevas líneas en los distritos de San Juan de Lurigancho y del Cono Norte.

Edelnor cuenta con una red eléctrica de 27,323.7 Km al 2015 (2014: 26,660.5 Km), las cuales se concentran principalmente en Baja tensión (servicio particular y alumbrado público). Asimismo, se ejecutaron 43,287 solicitudes de nuevas conexiones. Cabe mencionar que el financiamiento de las inversiones de la compañía se realiza mediante la emisión de bonos corporativos. Las pérdidas de energía de Edelnor se situaron en 8.25% (2014: 8.16%) y se sitúa por encima de las compañías de distribución eléctrica (7.50%), lo cual se explica por el alto índice de hurto de energía en grandes clientes, comerciales e industriales. Ante lo cual la compañía viene implementando un Plan de Formalización de clientes con el objetivo de reducir dicho indicador, así como un mayor número de inspecciones y la incorporación de tecnologías implementadas para la detección temprana de hurtos. No obstante, en el lapso de los últimos años se observa una tendencia decreciente en las pérdidas de energía producto de las inversiones que destina la compañía a este rubro, pese a ello las pérdidas de energía de Edelnor se ubicaron por encima de Luz del Sur y del sector.



Análisis Financiero

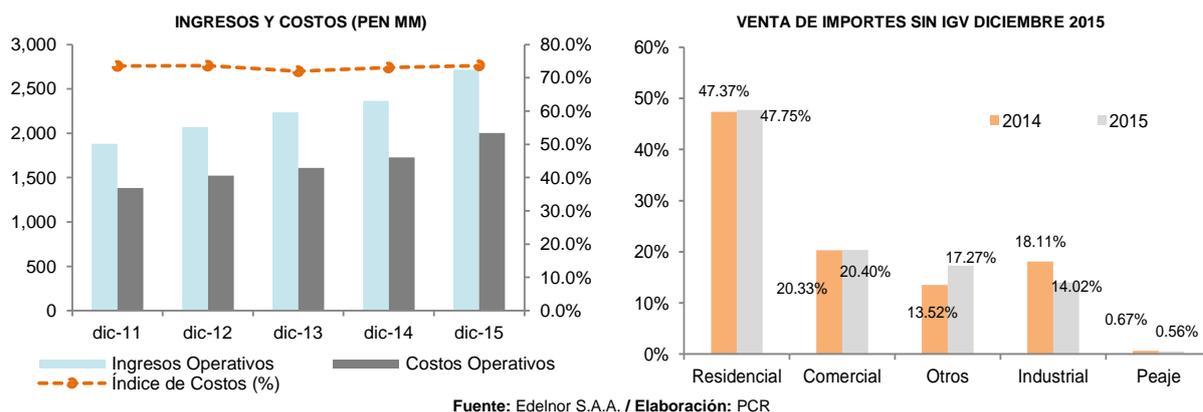
Eficiencia Operativa

La estructura de ingresos de Edelnor estuvo compuesta principalmente por la distribución de energía (96.88% del total de ingresos); y 3.12% corresponde a otros ingresos operativos, tales como movimiento de redes, venta de mercadería, comisión de cobranzas y transferencia de activos procedentes de clientes. Los ingresos operativos totales registraron un avance del 14.77% (+PEN 349.52 MM) con respecto al 2014 debido al mayor volumen de facturación en los clientes residenciales, industrial y comercial. Asimismo, es importante señalar que las tarifas eléctricas han registrado un aumento del 16% en los últimos doce meses según el Reporte de Inflación del BCRP y las notas de prensa de OSINERMINING por la actualización de los precios de generación, distribución y transmisión, los cuales se encuentran afectados por el alza del tipo de cambio y al aumento del Índice de Precios por Mayor. Es así, que al analizar el precio promedio ponderado de venta de energía de la compañía, este reportó un incremento anual del 13.33% principalmente en los clientes del tipo Otros, Industrial y Residencial. Además, las ventas físicas por tipo de cliente crecieron en 3.89% por los clientes del tipo Otros y de Baja tensión, los cuales compensaron la caída en los clientes libres. De este modo, las ventas cerraron el ejercicio 2015 en PEN 2,716.06 MM (2014: PEN 2,366.54 MM), a raíz de diversos factores, entre los que figuran el aumento de la base de clientes, mayor volumen de facturación, conjuntamente con un incremento en los precios de distribución eléctrica. Durante los últimos 5 años, las ventas totales han registrado una tasa de crecimiento promedio anual del 7.73%²⁶. Es importante señalar que según proyecciones del COES²⁷ la demanda por energía eléctrica se expandirá entre un rango de 6%-10% para el 2018. Los ingresos de Edelnor se caracterizan por permanecer estables y se encuentran en continuo crecimiento, producto de la concesión del servicio de distribución en la zona norte de Lima Metropolitana y en las demás zonas (Callao, Huaura, Huaral, Barranca y Oyón).

²⁵ Para el cálculo se tomó como referencia los cierres de año del 2010 y 2014.

²⁶ Tasa de crecimiento compuesta anual. Para el cálculo se utilizaron los cierres de año 2009 y 2014.

²⁷ Comité de Operación Económica Del Sistema Interconectado Nacional.



Los costos operativos crecieron en 15.75% con respecto al 2014, a raíz del mayor volumen de compra de energía y el incremento del precio medio de compra de energía (+14.3%). Cabe mencionar que 85.44% del costo operativo se concentra en la compra de energía, mientras que 14.56% de los costos corresponden a gastos de personal, tributos, suministros diversos, depreciación y amortización. De este modo, Edelnor obtuvo un índice de costos²⁸ de 73.69% (2014: 73.07%) y un margen bruto de 26.31% (2014: 26.93%). Los ingresos operativos muestran un menor ritmo de crecimiento a comparación de los costos operativos, con lo cual se obtuvo un índice de costos cercano al 70% a lo largo de estos últimos 8 años. Por otro lado, la carga operativa de Edelnor alcanzó el monto de PEN 188.48 MM, es decir, registró un crecimiento anual del 5.09% (+PEN 9.13 MM) a raíz de los mayores gastos administrativos (+8.20%), impulsados por la carga de personal y servicios prestados por terceros y de los gastos de ventas (+8.49%). Como consecuencia de ello, Edelnor obtuvo un EBIT por PEN 526.06 MM, monto superior en PEN 68.12 MM (+14.87%) con respecto al 2014, gracias a la expansión de los ingresos por distribución de energía, pese a la mayor carga operativa y al incremento de los costos de distribución. En términos porcentuales, el margen EBIT se situó en 19.37% (2014: 19.35%). Finalmente, la compañía generó un EBITDA por PEN 667.44 MM (2014: PEN 589.90 MM) lo cual se fundamenta en el crecimiento de sus ingresos operativos que contrarrestó el aumento de sus costos y carga operativa. Cabe destacar que el EBITDA de Edelnor muestra una tendencia creciente y un comportamiento estable a lo largo de los últimos cinco años.

Rendimiento Financiero

La utilidad neta de la compañía pasó de PEN 302.24 MM (2014) a PEN 309.33 MM (2015), es decir, registró un incremento de 2.34% por la expansión de sus ingresos operativos. Si bien se observa un aumento en los costos operativos (mayores compras de energía e incrementos de los precios de compra), estos crecieron en menor proporción que los ingresos operativos en términos absolutos, lo que le permitió a la compañía obtener una utilidad bruta de PEN 714.54 MM (2014: PEN 637.30 MM). Por su parte, los ingresos financieros fueron de PEN 16.29 MM y avanzaron en 8.71% (PEN 1.31 MM) a raíz de los intereses, recargos por mora y facilidades de pagos, así como del recupero por intereses de contingencias, ya que, la compañía realizó facilidades de pago para los clientes en situación de morosidad. En contraparte, los gastos financieros cerraron el ejercicio 2015 en PEN 93.82 MM (2014: PEN 68.78 MM) se ve un incremento respecto al periodo anterior por la ganancia realizada de instrumentos financieros de cobertura que se dio en el 2014 y que fue de PEN 22.3 MM.

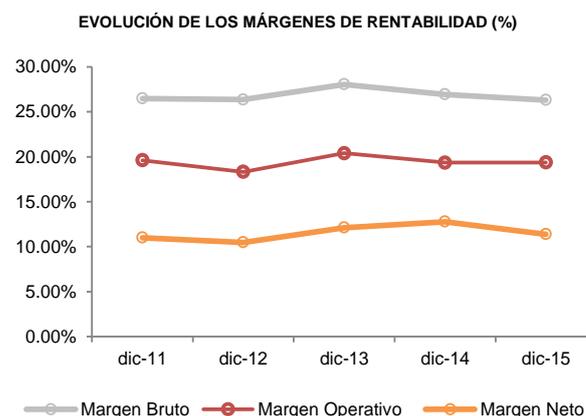
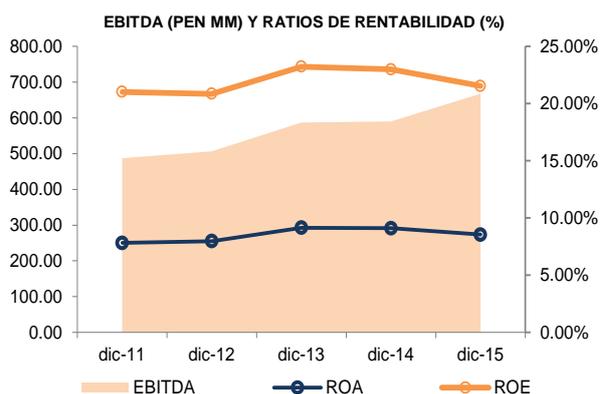
El ratio de rentabilidad sobre el patrimonio (ROE²⁹) fue de 21.53% (2014: 22.98%) y el ratio de rentabilidad sobre los activos (ROA³⁰) se situó en 8.54% (2014: 9.10%). El ROE se redujo como consecuencia del fortalecimiento patrimonial a través de los resultados acumulados, mientras que la utilidad neta creció en menor medida y no pudo sopesar el incremento del patrimonio. Respecto al ROA, éste cayó debido al aumento del nivel de activos, relacionado al considerable aumento del activo fijo neto, el cual se encuentra vinculado a la ejecución de obras y las obras en curso. Respecto a los márgenes de la compañía, estos se contrajeron con respecto al 2014 a excepción del margen operativo que mostró un leve crecimiento.

Respecto a la exposición cambiaria, Edelnor no se encuentra fuertemente expuesta como Edegel, ya que, presenta una posición pasiva neta de USD 7,524 (2014: USD 6,957) debido a las cuentas por pagar comerciales y a las relacionadas, además no presenta una pérdida significativa por diferencia de tipo de cambio por lo cual la compañía no cubre su exposición con instrumentos financieros derivados. Por su parte, la exposición a fluctuaciones de la tasa de interés para Edelnor es mínima debido a que las tasas de interés de sus préstamos, emisiones de bonos y leasing financiero se encuentran a tasas fijas, con lo cual la compañía aminora este riesgo.

²⁸ Costo de distribución/Ingresos totales.

²⁹ Utilidad neta/Patrimonio promedio.

³⁰ Utilidad neta/Activo Promedio.

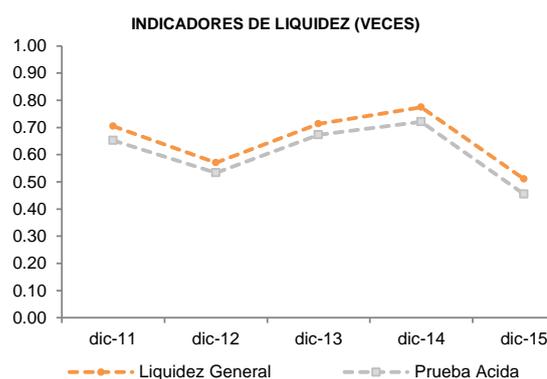
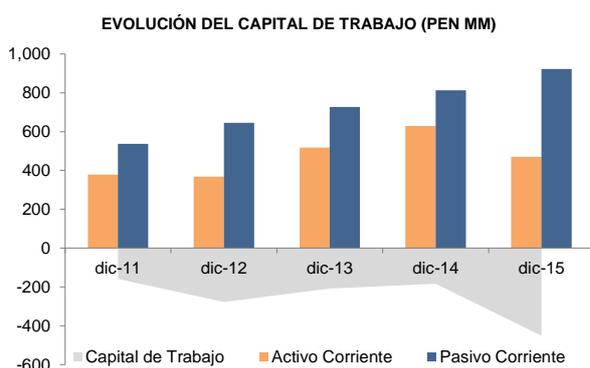


Fuente: Edelnor S.A.A. / Elaboración: PCR

Liquidez

Al 2015, Edelnor registró un nivel de activo corriente por PEN 470.91 MM, llegando a presentar un retroceso de 25.13% (-PEN 158.09 MM) con respecto al 2014. El principal componente del activo corriente que explica dicha variación es el rubro de efectivo y equivalentes de efectivo, los cuales totalizaron en PEN 63.91 MM y retrocedieron en 77.68% por el mayor desembolso de actividades de financiamiento (amortización de préstamos bancarios y de la obtención de nuevas líneas de financiamiento) y de inversión (compra de propiedades, planta y equipo). Además, el flujo de actividades de operación retrocedió en 24.69%. No obstante, el rubro de cuentas por cobrar comerciales mostró un crecimiento anual del 21.52% (+PEN 58.48 MM), producto del mayor volumen de facturación de energía y de las facturas por cobrar a nuevos negocios. Es importante mencionar que el deterioro de las cuentas por cobrar se redujo en 7.29% a comparación del 2014 gracias a que la compañía ha establecido facilidades de pago para los clientes que presenten deudas de tres meses a más para así mejorar la gestión del circulante.

De otro lado, el pasivo corriente de Edelnor registró un incremento del 13.48% con respecto al cierre del ejercicio 2014 (+PEN 109.55 MM) por los ingresos diferidos que corresponden a transferencias para la ejecución de obras de media y baja tensión, así como de obras relacionadas a intercambios viales. Otros factores que explican el aumento en el pasivo corriente corresponden a las cuentas por pagar a las relacionadas, las cuales pasaron de PEN 43.38 MM (2014) a PEN 125.22 MM (2015); y a los pasivos financieros que crecieron en 7.81% por los préstamos bancarios (Interbank y BBVA Continental). Cabe mencionar que la porción corriente de los bonos ha decrecido en 36.85%. Si se excluye del análisis a los ingresos diferidos, estos mostrarían un retroceso anual del 5.38% explicado por la disminución del rubro otras cuentas por pagar (representa 13.26% del pasivo corriente) debido al menor saldo de los anticipos de clientes y terceros. De este modo, el capital de trabajo fue deficitario en mayor proporción con respecto al 2014 por dos factores: disminución del efectivo y la toma de deuda a través de préstamos bancarios y las emisiones vigentes de los bonos corporativos. Sin embargo dicha situación es similar en otras compañías privadas como Luz del Sur debido a los importantes montos que destinan a su programa de inversiones (CAPEX), los mismos que se reflejan en indicadores de liquidez por debajo de la unidad.



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

En este sentido el indicador de liquidez general se situó en 0.51x (Dic 2014: 0.77x) y la prueba ácida³¹ fue de 0.46x (Dic 2014: 0.72x) por la menor generación de efectivo que se reflejó en una reducción del activo corriente (-25.13%), frente al incremento del pasivo corriente de 13.48% con respecto al cierre del ejercicio 2014. Ambos indicadores muestran una tendencia decreciente en el periodo 2010-2012 y luego a partir del 2013 se observa una lenta recuperación para situarse por debajo de 0.60x. Se precisa que la compañía tiene un periodo medio de cobro de 40 días, similar al del 2014, el cual ha venido mejorando desde el 2010; mientras que el periodo medio de pago no muestra una tendencia uniforme. A modo de

³¹ (Activo corriente-Existencias-Otros activos no financieros)/Pasivo Corriente

resumen, la compañía no cubre sus obligaciones de corto plazo por lo cual se financia con préstamos de similar vencimiento. Adicionalmente, la compañía tiene un sistema de gestión financiera del circulante entre las compañías (*cash pooling*)³² del Grupo Enel en Perú, mediante la realización de préstamos con el fin de optimizar los excedentes de caja, sumado a ello Edelnor mantiene líneas comprometidas bancarias por el monto de PEN 225.00 MM con diversas entidades financieras de primera línea del país, permitiéndole así afrontar sus necesidades de liquidez de manera eficiente y en el momento que lo considere oportuno.

Endeudamiento y Solvencia

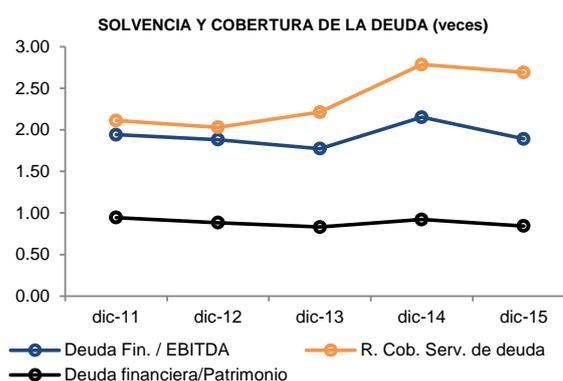
El pasivo total de Edelnor registró un crecimiento de 3.17% con respecto al cierre del ejercicio 2014, principalmente por los ingresos diferidos y las cuentas por pagar a las relacionadas. Por su parte, la deuda financiera representa 56.93% del nivel de pasivos, cuyo monto alcanza los PEN 1,262.37 MM y retrocedió en 0.50% por la deuda de largo plazo. Las obligaciones financieras se encuentran compuestas principalmente por bonos, cuyo monto asciende a PEN 1,069.70 MM al 2015 y se concentran principalmente en el Cuarto y Quinto Programa de Bonos Corporativos, cuyo destino principal es financiar el plan de inversiones de la compañía (mejorar la infraestructura y la calidad del servicio) y el refinanciamiento de su deuda. Es importante señalar que en julio del 2015 se realizó la decimoséptima emisión del quinto programa por PEN 70.00 MM, con vencimiento a 4 años y a una tasa de interés del 6.125%. Asimismo, a mediados de marzo del 2016 se realizó la decimotava emisión por PEN 37.75 MM a 366 días, así como también la decimonovena emisión por PEN 70.00 MM a 13 años y a una tasa de interés del 8.125%, correspondiente al Quinto Programa de Bonos Corporativos. Cabe mencionar que 52.78% de los bonos emitidos (incluye intereses) presenta un vencimiento superior al año 2021. Por su parte, los préstamos bancarios de Interbank (PEN 91.00 MM) y del BBVA Continental por un total de PEN 89.00 MM. Edelnor también mantiene contratos de arrendamiento financiero por PEN 12.67 MM con Banco Santander, Interbank y BBVA Continental y préstamos con empresas relacionadas, entre las cuales figuran Inversiones Distrilima S.A.C y Empresa Eléctrica de Piura S.A.

El patrimonio de la compañía al cierre del ejercicio 2015 totalizó en PEN 1,497.05 MM, tras incrementarse en 8.77% con respecto al cierre del ejercicio 2014 por los resultados acumulados provenientes de ejercicio anteriores. De este modo, la compañía financia 40.30% de sus activos con recursos propios y el remanente se financia a través de obligaciones financieras (emisión de bonos, préstamos bancarios y operaciones de leasing financiero). Es así que el endeudamiento patrimonial se situó en 1.48x (Dic.14: 1.56x) y el ratio de deuda financiera/EBITDA fue de 1.89x (Dic.14: 2.15x). Los indicadores de solvencia fueron menores a lo registrado en el ejercicio 2014, a raíz del fortalecimiento patrimonial y la mayor generación de EBITDA, evidenciando que Edelnor puede cubrir sus intereses y la parte corriente de su deuda de largo plazo. En cuanto a la cobertura de la deuda³³, esta se posiciona en niveles adecuados y en el 2015 se situó en 2.69x (Dic.14: 2.78x), mostrando así que el nivel de deuda registrado no impacta sobre el EBITDA y el patrimonio de la compañía. Cabe mencionar que el resguardo financiero que debe cumplir la compañía es del orden de 1.70x (ratio de endeudamiento) para el segundo, tercer y cuarto programa de bonos corporativos, el cual ha venido cumpliendo satisfactoriamente desde el inicio de las emisiones.

La compañía firmó tres contratos swaps para cubrir sus flujos ante las emisiones de sus bonos indexados a la inflación (primer programa de bonos corporativos), con lo cual se obtuvo el 100.00% de su deuda a tasas de interés fijas; y al cierre del 2014 los contratos vencieron, obteniéndose una ganancia aproximada de PEN 22.29 MM.

ESTRUCTURA DE LA DEUDA FINANCIERA (PEN MM) ³⁴				
DEUDA	dic-15			Total
	Porción Corriente	Porción No Corriente	No Corriente	
Bonos Corporativos	85.20	984.50	1,069.70	
Préstamos Bancarios	60.00	120.00	180.00	
Arrendamientos financieros	9.02	3.65	12.67	
Total	154.22	1,108.15	1,262.37	
dic-14				
DEUDA	Porción Corriente	Porción No Corriente	No Corriente	Total
Bonos Corporativos	134.91	999.70	1,134.61	
Préstamos Bancarios	-	120.00	120.00	
Arrendamientos financieros	8.14	6.03	14.17	
Total	143.05	1,125.73	1,268.78	

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



³² Las operaciones de optimización de cajas entre las empresas del grupo en el Perú tienen líneas de crédito por USD 55.50 MM o su equivalente en nuevos soles por un plazo máximo de 18 meses.

³³ Ratio de cobertura de servicio de deuda = EBITDA A 12 M/Gastos financieros a 12 M+ Parte Corriente de deuda de largo plazo.

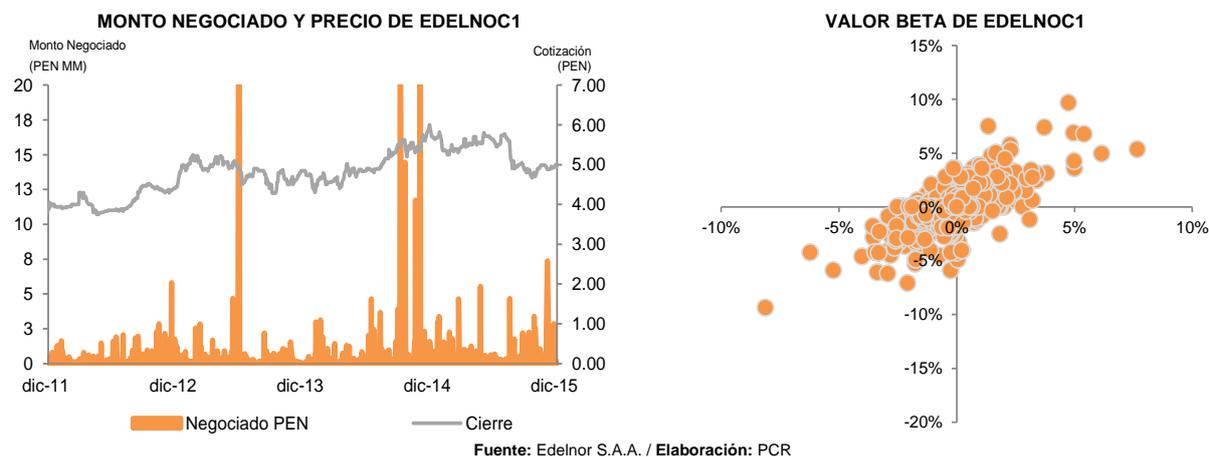
³⁴ No incluye los préstamos *intercompany*

Instrumentos Clasificados

Acciones Comunes

Al 31 de diciembre 2015, 17 empresas eléctricas listan en la Bolsa de Valores de Lima, las cuales presentan una capitalización bursátil de PEN 20,769.59 MM y representan 6.72% de la capitalización bursátil en la BVL. Respecto a Edelnor, ésta tiene una capitalización bursátil de PEN 3,160.89 MM y representa 1.02% en el mercado bursátil. Asimismo, EDELNOC1 forma parte del Índice de la Bolsa de Valores de Lima y tiene un peso de 2.0734%, en tanto en el Índice del Subsector Eléctricas tiene un peso de 20.6916%³⁵.

Edelnor S.A.A cuenta con capital social suscrito y pagado por 638'563,900 acciones comunes con valor nominal de PEN 1.00, las cuales se encuentran autorizadas, emitidas y pagadas. La totalidad de las acciones de la compañía se encuentran inscritas 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. Al 2015, la cotización promedio del año a precio de cierre de EDELNOC1 fue de PEN 5.35 (2014: PEN 4.98) y la cantidad negociada promedio fue de 93,676 (2014: 177,064), con lo cual se obtuvo un monto negociado promedio de PEN 494.11 MM (2014: 932.86 MM). La desviación estándar del precio de la acción fue de 0.33 durante el periodo comprendido entre enero y diciembre del 2015, con un coeficiente de variabilidad³⁶ de 6.18%, (2014: 7.77%), reflejando una menor homogeneidad en la cotización. El valor beta de las acciones de Edelnor al 31 de diciembre del 2015 fue de 0.4344, lo que significa que los rendimientos de la acción no son muy sensibles ante los rendimientos de la BVL (característica inherente de las compañías que brindan servicios públicos). En este sentido, durante los últimos ejercicios el sector energético se ha mostrado menos volátil que otros sectores como el de minería (caída de los precios de los commodities) y reporta una tendencia positiva a comparación del mercado en su conjunto, dado el carácter defensivo del sector. Para concluir, el desempeño obtenido en la acción de Edelnor durante el 2015 se fundamenta en el *know how* y el *expertise* que le brinda el Grupo Enel a la compañía e indicadores financieros saludables.



Política de dividendos

Dentro de la política de dividendos 2015, la compañía acordó distribuir hasta el 85% de las utilidades en los trimestres de marzo, junio y setiembre del presente año provenientes de las operaciones que realiza. Durante el 2014, se pagaron dividendos por el monto total de PEN 164.771 MM, cifra superior a lo reportado en el 2013 (PEN 97.65 MM). A mediados de marzo del 2015, se aprobó en la Junta Obligatoria Anual de Accionistas repartir dividendos definitivos del ejercicio 2014 por el monto de PEN 154.23 MM y dividendos a cuenta del ejercicio 2015 por PEN 34.40 MM.

Bonos Corporativos

Edelnor mantiene en circulación bonos corporativos correspondientes a cuatro programas. El objeto de las emisiones de deuda es el financiamiento de inversiones y el refinanciamiento de deuda. Cabe mencionar que los bonos no se encuentran garantizados con activos, pero sí están respaldados con el patrimonio de la compañía. El resguardo financiero que ha establecido Edelnor en sus Ofertas Públicas Primarias de Bonos (primer, segundo, tercer y cuarto programa), se basa en el ratio de endeudamiento, al cual se le descuenta del pasivo total, los pasivos diferidos y la caja, mientras que el quinto programa no establece *covenants* para el ratio de endeudamiento.

³⁵ Los pesos se obtuvieron de los índices de mercado de la Bolsa de Valores de Lima.

³⁶ Se calcula como la desviación estándar del precio de la acción del periodo / promedio del precio de la acción del periodo.

EMISIONES VIGENTES DE EDELNOR					
Segundo Programa de Emisión de Bonos Corporativos					
Bonos hasta por un monto de USD 150 MM. Garantías: Los bonos no cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del Emisor, estando respaldados genéricamente con su patrimonio.					
3ra Emisión					
Monto colocado	PEN 15 MM				
Series	B				
Tasa de interés	7.22%				
Fecha de colocación	29-ago-06				
Fecha de redención	31-ago-16				
Tercer Programa de Emisión de Bonos Corporativos					
Bonos hasta por un monto de USD 150 MM. Garantías: Los bonos no cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del Emisor, estando respaldados genéricamente con su patrimonio.					
7ma Emisión					
Monto colocado	PEN 25 MM				
Series	A				
Tasa de interés	7.13%				
Fecha de colocación	12-jun-08				
Fecha de redención	13-jun-16				
Cuarto Programa de Emisión de Bonos Corporativos					
Bonos hasta por un monto de USD 150 MM. Garantías: Los bonos no cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del Emisor, estando respaldados genéricamente con su patrimonio.					
	1ra Emisión		4ta Emisión		5ta Emisión
Monto colocado	PEN 30 MM	PEN 20 MM	PEN 20 MM	PEN 30 MM	
Series	A	B	A	A	
Tasa de interés	7.06%	6.50%	7.03%	7.44%	
Fecha de colocación	14-abr-10	29-oct-10	14-ene-11	05-ago-10	
Fecha de redención	15-abr-17	02-nov-17	14-ene-19	06-ago-20	
	9na Emisión		11ra Emisión		12da Emisión
Monto colocado	PEN 40 MM	PEN 50 MM	PEN 50 MM	PEN 50 MM	PEN 40 MM
Series	A	A	A	A	A
Tasa de interés	6.28%	6.06%	5.13%	5.56%	5.00%
Fecha de colocación	12-abr-12	09-may-12	24-ene-13	22-ago-12	06-nov-12
Fecha de redención	13-abr-22	10-may-32	25-ene-33	23-ago-22	07-nov-25
	13ra Emisión		15ta Emisión		
Monto colocado	PEN 40 MM		PEN 40 MM		
Series	A		A		
Tasa de interés	6.28%		6.28%		
Fecha de colocación	12-abr-12		12-abr-12		
Fecha de redención	13-abr-22		13-abr-22		
Quinto Programa de Emisión de Bonos Corporativos					
Bonos hasta por un monto de USD 300 MM. Garantías: Los bonos no cuentan con garantía específica sobre los activos o derechos del Emisor, estando respaldados genéricamente con su patrimonio.					
	1ra Emisión		2da Emisión	5ta Emisión	8va Emisión
Monto inscrito	PEN 50 MM	PEN 50 MM	PEN 80 MM	PEN 35.5 MM	PEN 60 MM
Series	A	B	A	A	A
Tasa de interés	6.75%	6.50%	6.34%	7.28%	7.38%
Fecha de colocación	22-ago-13	19-nov-13	17-sep-14	22-ago-13	19-nov-13
Fecha de redención	23-ago-20	20-nov-20	18-sep-24	23-ago-38	20-nov-38
	9na Emisión		10ma Emisión	11ma Emisión	12da Emisión
Monto colocado	PEN 100 MM	PEN 60 MM	PEN 100 MM	PEN 49 MM	PEN 70 MM
Series	A	A	A	A	A
Tasa de interés	6.78%	6.34%	5.84%	4.81%	6.13%
Fecha de colocación	10-abr-14	11-jun-14	11-jun-14	17-sep-14	15-jul-15
Fecha de redención	11-abr-21	12-jun-23	12-jun-19	18-sep-17	16-jul-19
	18va Emisión		19na Emisión		
Monto colocado	PEN 37.75 MM		PEN 70.00 MM		
Series	A		A		
Tasa de interés	5.96%		8.125%		
Fecha de colocación	14-marz-16		16-marz-16		
Fecha de redención	18-marz-17		17-marz-29		

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

EDELNOR S.A.A

ESTADO DE SITUACIÓN FINANCIERA (PEN MM)	dic-11	dic-12	dic-13	dic-14	dic-15
Activo Corriente	378.12	368.26	517.98	629.01	470.91
Activo No Corriente	2,254.14	2,433.84	2,596.79	2,896.51	3,243.52
Activo Total	2,632.26	2,802.10	3,114.76	3,525.51	3,714.43
Pasivo Corriente	536.91	646.19	726.64	812.91	922.46
Pasivo No Corriente	1,094.13	1,078.18	1,134.54	1,336.24	1,294.91
Pasivo Total	1,631.04	1,724.36	1,861.17	2,149.15	2,217.38
Patrimonio Neto	1,001.22	1,077.74	1,253.59	1,376.37	1,497.05
Total Pasivo y Patrimonio	2,632.26	2,802.10	3,114.76	3,525.51	3,714.43
Deuda Financiera	945.90	952.39	1,040.93	1,268.78	1,262.37
Corto Plazo	150.40	165.08	172.71	143.05	154.22
Largo Plazo	795.50	787.31	868.22	1,125.73	1,108.15
Parte Corriente de Deuda de Largo Plazo	150.40	165.08	172.71	143.05	154.22
ESTADO DE RESULTADOS (PEN MM)					
Total de Ingresos Brutos	1,879.76	2,068.55	2,234.85	2,366.54	2,716.06
Costo de Ventas (Operacionales)	1,382.07	1,523.54	1,608.08	1,729.25	2,001.52
Utilidad bruta	497.70	545.01	626.77	637.30	714.54
Gastos operacionales	128.95	166.12	170.86	179.36	188.48
Utilidad Operativa	368.74	378.89	455.91	457.94	526.06
Otros Ingresos y Egresos	-67.65	-61.56	-80.81	-55.09	-80.94
Ingresos Financieros	11.67	21.51	13.67	14.98	16.29
Gastos Financieros	80.39	84.32	92.56	68.78	93.82
Utilidad (Perdida) Neta del Ejercicio	206.68	216.70	270.70	302.24	309.33
EBITDA Y COBERTURA					
EBIT	368.74	378.89	455.91	457.94	526.06
EBITDA	487.16	506.35	586.88	589.90	667.44
EBIT / Gastos Financieros	4.59	4.49	4.93	6.66	5.61
R. Cob. Serv. de deuda	2.11	2.03	2.21	2.78	2.69
EBITDA / Gastos Financieros	6.06	6.01	6.34	8.58	7.11
Pasivo Total / Patrimonio	1.63	1.60	1.48	1.56	1.48
Deuda financiera/Patrimonio	0.94	0.88	0.83	0.92	0.84
Pasivo No Corriente / EBITDA	2.25	2.13	1.93	2.27	1.94
Deuda Fin. / EBITDA *	1.94	1.88	1.77	2.15	1.89
Pasivo Total / EBITDA	3.35	3.41	3.17	3.64	3.32
Índice de Dupont	20.64%	20.11%	21.59%	21.96%	20.66%
RENTABILIDAD					
Margen Bruto	26.48%	26.35%	28.05%	26.93%	26.31%
Margen Operativo	19.62%	18.32%	20.40%	19.35%	19.37%
Margen Neto	10.99%	10.48%	12.11%	12.77%	11.39%
ROA	7.82%	7.98%	9.15%	9.10%	8.54%
ROE	21.01%	20.85%	23.22%	22.98%	21.53%
CALCE DE CUENTAS DE CORTO PLAZO					
Liquidez General	0.70	0.57	0.71	0.77	0.51
Prueba Acida	0.65	0.53	0.67	0.72	0.46
Capital de Trabajo (PEN MM)	-158.79	-277.93	-208.66	-183.90	-451.55
Periodo Medio de Cobro (días)	51.49	46.46	40.50	40.09	39.90
Periodo Medio de Pago (días)	46.90	38.48	51.36	58.53	53.33
Periodo Medio de Permanencia de Inventario(días)	6.19	5.44	5.86	7.21	7.69
Ciclo de conversión de efectivo (días)	10.77	13.42	-4.99	-11.23	-5.75
INDICADORES DE MERCADO – ACCIONES COMUNES					
Cotización Promedio (PEN)	3.49	4.08	4.84	4.98	4.98
EPS	0.32	0.34	0.42	0.47	0.48
P/E	10.78	12.02	11.44	10.52	11.04
BTM	2.23	2.42	2.47	2.31	2.28
UPA	0.32	0.34	0.42	0.47	0.48
Capitalización Bursátil Promedio (PEN MM)	2,228.59	2,605.34	3,097.03	3,180.05	3,416.32
HISTORIAL DE CLASIFICACIONES					
Bonos corporativos	sep-14	dic-14	mar-15	jun-15	sep-15
Acciones comunes B	PC N1				
Perspectiva	pAAA	pAAA	pAAA	pAAA	pAAA
	Estable	Estable	Estable	Estable	Estable

*No incorpora los préstamos intercompany

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