

Electrodunas S.A.A. (ELD)

Informe Semestral

Rating

Tipo Instrumento	Rating Actual	Rating Anterior
Obligaciones de Largo Plazo	AA(pe)	AA(pe)

Con información financiera no auditada a junio 2018
 Clasificaciones otorgadas en Comités de fecha
 26/11/2018 y 03/07/2018.

Perspectiva

Estable

Indicadores Financieros

S/. MM	12M Jun 18	dic-17	dic-16
Ingresos	353,261	359,430	366,652
EBITDA	77,491	74,713	74,633
Flujo de caja operativo (CFO)	55,257	55,695	25,654
Deuda financiera total	196,551	195,925	169,687
Caja e inversiones corrientes	17,933	13,205	14,735
Deuda financiera total / EBITDA	2.54	2.62	2.27
Deuda financiera neta / EBITDA	2.31	2.45	2.08
EBITDA / Gastos financieros	4.25	3.99	5.92

Fuente: Electro Dunas

Metodologías Aplicadas: Metodología de Empresas no Financieras (01-2017)

Analistas

Gustavo Campos R.
 (511) 444 5588
gustavo.campos@aai.com.pe

Julio Loc L.
 (511) 444 5588
julio.loc@aai.com.pe

Fundamentos

Apoyo & Asociados Internacionales (Apoyo & Asociados) ratificó la clasificación de AA(pe) a las Obligaciones de Largo Plazo de ELD, la cual se sustenta en lo siguiente:

Nivel de ingresos estables y predecibles: El negocio de distribución de energía, en el Perú, muestra flujos estables, ya que se trata de monopolios a perpetuidad en cada una de las áreas concesionadas. Además, las distribuidoras prestan un servicio de primera necesidad, por lo que su demanda es inelástica ante desaceleraciones en la economía. Por su parte, las tarifas se fijan cada cuatro años, de acuerdo a la regulación del sector, lo cual le da cierta predictibilidad a sus flujos.

Esta característica le ha permitido a ELD superar situaciones complicadas, ya que la generación de flujos no se interrumpe mientras se continúe con el suministro de energía eléctrica.

Estructura de capital adecuada y diversificación de sus fuentes de financiamiento: los indicadores de apalancamiento de ELD se han mantenido en niveles cercanos o menores a 2.0x en los últimos cinco años (límite máximo de 2.5x establecido por ELD para el mediano plazo), luego de haber mostrado niveles mayores a 4.5x. Adicionalmente, un mayor acceso a fuentes de financiamiento, las cuales incluyen entidades financieras y mercado de capitales, le permiten a ELD incrementar su flexibilidad financiera y poder mejorar sus condiciones de financiamiento.

Cabe señalar que las inversiones de ampliación (potenciales usos de las fuentes de fondeo) son discrecionales, lo que le da a la Empresa flexibilidad para realizarlas, ya que están en función del crecimiento de la demanda de energía proyectada. Además, debido a que dichas inversiones deberán reflejarse en las tarifas de distribución establecidas por el regulador, ELD tiene mayor certeza sobre el retorno de éstas.

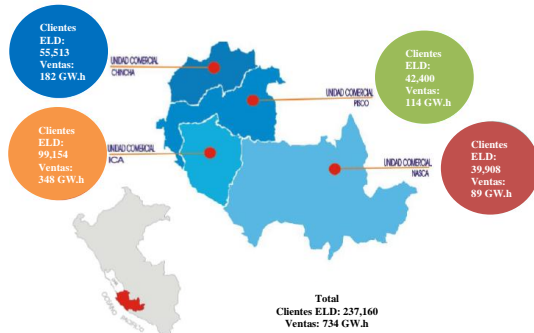
Desempeño operativo que impacta en el nivel de rentabilidad: la tendencia mostrada por las últimas revisiones tarifarias evidencia una probabilidad muy baja de que las tarifas se ajusten a la baja. No obstante, la sensibilidad de los flujos ante cambios tarifarios puede ser mitigada por el desempeño operativo de la distribuidora, mediante la estabilidad de su estructura de costos y gastos sobre la generación del negocio. Si bien las mejoras operativas y estructurales que mostró Electrodunas le han permitido incrementar su generación de caja, así como sus márgenes de rentabilidad, es importante que éstas se mantengan en los próximos periodos.

¿Qué podría modificar las clasificaciones asignadas?

Apoyo & Asociados considera que si se liberan las garantías que respaldan los financiamientos de ELD, su flexibilidad financiera aumentaría y permitiría mejorar la clasificación de riesgo a AA+(pe). Asimismo, considera que para lograr lo anterior, deberá mantener niveles de apalancamiento (Deuda Financiera / EBITDA) por debajo de 3.0x.

■ **Perfil**

Electro Dunas (ELD) es una empresa que se dedica a la distribución y comercialización de energía eléctrica en las provincias de: Ica, Pisco, Chincha, Nazca y Palpa (Ica); Castrovirreyna y Huaytará (Huancavelica); y, Lucanas, Parinacochas, Paucar del Sara y Sucre (Ayacucho).

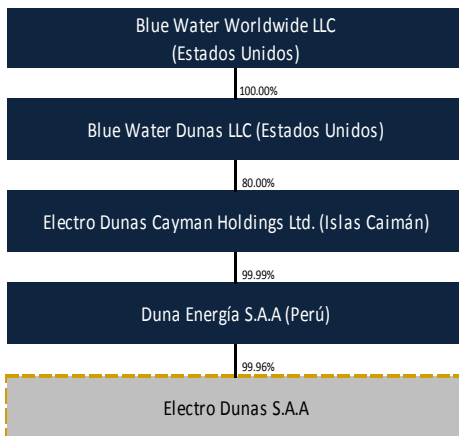


Fuente: ELD

Al cierre de junio 2018, ELD atendió a un total de 237,160 clientes, con un total de energía vendida de 734.4 GWh. El principal accionista de ELD es Dunas Energía, un *holding* cuyo accionista es una empresa constituida en Islas Caimán, Electro Dunas Cayman Holdings, LTD. (99.96%).

Es importante mencionar que son tres las empresas que componen el Grupo Electro Dunas. La primera y más importante es Electro Dunas. Seguida de Perú Power Co. que opera desde el año 2016. Es un desarrollador y propietario de pequeños módulos de activos de generación de energía, los cuales se encuentran arrendadas a ELD.

Finalmente, la tercera empresa que opera, desde el 2016, es Cantaloc. Dicha empresa es un proveedor de soporte comercial y operativo para ELD, la cual se encarga de desarrollo de proyectos de ingeniería y logra mejorar la eficiencia operativa de la empresa.

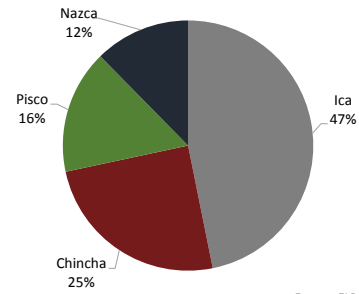


Fuente: ELD

■ **Operaciones**

Electrodunas cubre un área de distribución de 5,402 km², en la cual brinda energía eléctrica a 237,160 clientes, los cuales se concentran principalmente en el departamento de Ica. La empresa distribuye el área atendida en cuatro Unidades Comerciales: Ica, Chincha, Pisco y Nazca.

Distribución de Ingresos (\$) - ELD
12M Junio 2018

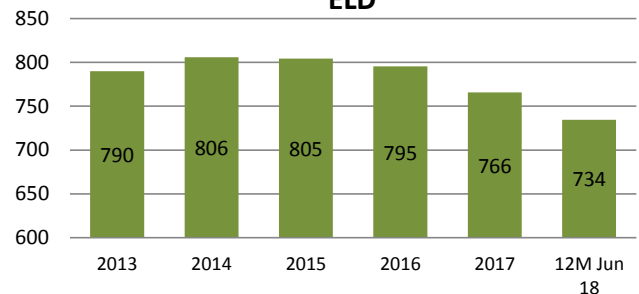


Fuente: ELD

Las Instalaciones de ELD están compuestas por: 285.3 km en una terna y 83.4 km de doble terna, de líneas de subtransmisión de 60 kV, 5,439 km de líneas de media y baja tensión, 14 subestaciones de transformación de 293 MVA de potencia, 2,359 subestaciones de distribución y 79,245 luminarias de alumbrado público.

Por otro lado, al cierre del primer semestre del 2018, la distribución de la energía vendida por sectores económicos fue: Agroindustrial (61%), Comercial (19%), Minería (12%), Pesquería (6%) y Textil (2%).

Evolución de ventas de energía (GW.h)
ELD



Fuente: ELD

Al cierre del año móvil a junio 2018, las ventas de energía eléctrica ascendieron a 734.4 GWh, 4.1% por debajo de lo registrado durante el 2017 (765.8 GWh). Esta disminución se explica por la migración de clientes regulados al mercado libre de terceros.

Adicionalmente, se debe mencionar que, a partir del primer semestre del 2018, se produjo un aumento en los precios de

venta de energía producto del mayor Factor de Balance de Potencia.

Por su parte, al cierre del periodo analizado, el total de clientes atendidos por la Compañía ascendió a 237,160 usuarios. Cabe mencionar que ha tenido un crecimiento de 3.5% anual del 2012 al 2017 (196,995). Dichos clientes se encuentran distribuidos en media y baja tensión, los cuales representaron el 0.7% y 99.3%, respectivamente.

Según la última publicación disponible de Osinergmin (diciembre 2017), la facturación de los clientes de ELD (media tensión) se concentran principalmente en el sector típico 2 (96.1%). En menor proporción participan en los sectores típicos 3, 4 y sector típico rural con 2.5, 0.8 y 0.6%, respectivamente.

ELD adquiere la mayor parte de la energía que comercializa a través de contratos firmados con generadoras. Así, luego de realizar una licitación privada abierta a las generadoras, se contrató la totalidad de la demanda proyectada de ELD para el 2018, volúmenes que ascendieron a 126.4 MW.

Durante el 2017, estuvieron vigentes contratos con nueve generadoras (contratos firmados producto de las licitaciones realizadas por ELD, contratos regulados bilaterales con generadoras y/o contratos de tipo libre bilateral).

Así, al cierre del año móvil a junio 2018, se compró energía por 845.7 GWh, por debajo de lo comprado en el 2017 (888.6 GWh). Cabe mencionar que el 68% de la compra de energía fue a través de contratos firmados con generadoras y el 32% fue generado por la Central de Generación Distribuida Luren.

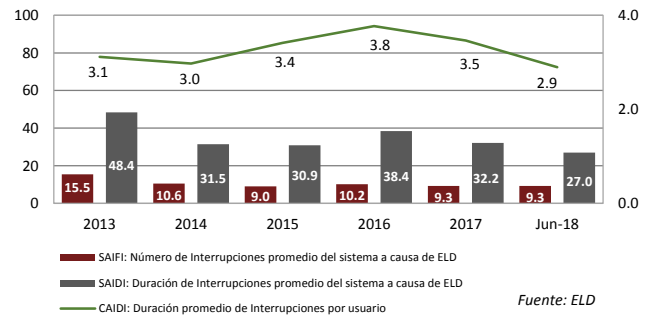
Por otro lado, es importante resaltar las actividades que ELD ha realizado para reducir el nivel de pérdidas de energía en distribución. Dichos trabajos tuvieron un nuevo enfoque desde el 2013, y se tradujeron en resultados concretos respecto de periodos anteriores.

No obstante, el indicador de pérdidas registrado a junio 2018 (10.63%) se encuentra ligeramente por debajo del registrado en el 2017 (12.38%), debido principalmente tanto a las menores pérdidas en subtransmisión como de distribución.

Cabe señalar que, según el *U.S. Energy Information Administration* (EIA), las pérdidas técnicas de energía (no contempla la pérdida comercial de las redes de distribución) por transmisión y distribución promedio en EE.UU. es de 6% anual.

Por su parte, ELD mostró una mejora en los indicadores de calidad de servicio al cierre del primer semestre del 2018. Al respecto, tanto el SAIFI, SAIDI y CAIDI disminuyeron con respecto al 2017. Esta disminución se dio por la menor cantidad de interrupciones imprevistas y programadas por causa propia y de terceros.

Evolución de la Calidad del Servicio por Usuario - ELD



Cabe mencionar que, al cierre del 2017, la Empresa fue reconocida como la distribuidora con los mejores indicadores de calidad del servicio. Como podemos ver en los siguientes gráficos comparativos.

■ Marco regulatorio

La distribución de energía, al igual que la generación y la transmisión, se encuentran regulados por la Ley General de Concesiones Eléctricas (Ley N° 25844) y su reglamento. En ella se establecen, entre otros temas, los derechos y obligaciones de las empresas concesionarias de distribución de energía y las tarifas de energía y distribución.

La tarifa de la energía a nivel de generador a distribuidor está compuesto por el promedio ponderado de dos precios: el precio en barra y el precio firme. El primero es determinado por el regulador, y se aplica en los contratos bilaterales pactados con dicho precio y para los retiros sin contratos. El segundo es el promedio ponderado de los precios resultantes de las subastas realizadas por los distribuidores.

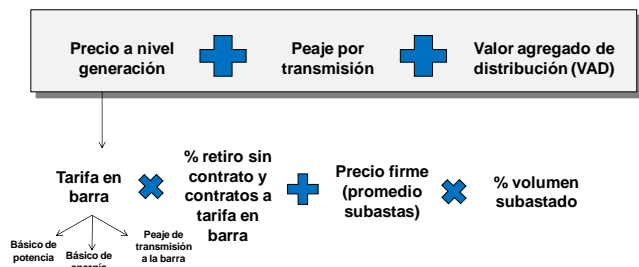
Las tarifas de distribuidor a usuario están compuestas por: (i) Los Precios a Nivel de Generación; (ii) Los peajes de transmisión; y, (iii) El Valor Agregado de Distribución. El primero está explicado en el párrafo anterior, y el segundo se refiere al peaje que se debe pagar a las empresas que prestan el servicio de transmisión. Tanto el Precio a Nivel Generación como el peaje de transmisión se comportan como un *pass through* para la distribuidora.

El Valor Agregado de Distribución lo determina el Organismo Supervisor de la Inversión en Energía y Minería – OSINERGMIN, siguiendo el modelo de empresa eficiente para cada sector típico. Para ello, toma en consideración los siguientes aspectos:

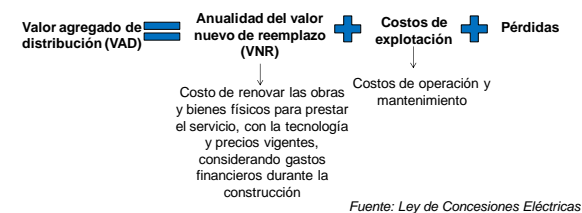
- a) Costos asociados al usuario, independiente de su demanda de potencia y energía, que corresponden a la

medición, facturación, distribución y comisión de cobranza.

- b) Pérdidas estándares de potencia y energía, tanto técnicas como no técnicas.
- c) Costos estándares de inversión, mantenimiento y operación asociados a la distribución, por unidad de potencia suministrada. Los costos estándares de inversión se calculan a través de la anualidad del Valor Nuevo de Reemplazo de las instalaciones.



La estadística muestra que el VAD ha tenido una tendencia creciente a lo largo de los últimos años, sin embargo presenta algunas excepciones (en el VAD de media tensión), como se puede ver en los siguientes cuadros.



VAD Media Tensión (S/. / kW)

	Nov-93	Nov-97	Nov-01	Nov-05	Nov-09	Nov-13
ST1	5.86	8.02	9.86	11.07	12.23	11.86
ST2	5.73	5.89	7.69	8.17	9.16	10.90
ST3	8.67	15.45	12.43	12.89	18.38	20.60
ST4		19.27	23.91	25.25	23.29	25.04
ST5				31.89	40.39	48.67
ST6						36.56
SER					47.08	172.86
Especial				17.19	19.40	19.40

Fuente: ELD

VAD Media Tensión (variación)

	Nov-93	Nov-97	Nov-01	Nov-05	Nov-09	Nov-13
ST1		36.9%	22.9%	12.3%	10.5%	-3.0%
ST2		2.8%	30.6%	6.2%	12.1%	19.0%
ST3		78.2%	-19.5%	3.7%	42.6%	12.1%
ST4			24.1%	5.6%	-7.8%	7.5%
ST5					26.7%	20.5%
ST6						100.0%
SER						267.2%
Especial					12.9%	0.0%

Fuente: ELD

VAD Baja Tensión (S/. / kW)

	Nov-93	Nov-97	Nov-01	Nov-05	Nov-09	Nov-13
ST1	18.28	28.56	34.76	37.76	45.96	42.81
ST2	18.31	28.13	30.97	31.65	38.51	44.61
ST3	23.66	26.94	41.71	42.44	56.48	59.02
ST4		38.27	39.43	44.87	60.96	90.10
ST5					63.39	91.62
ST6						109.53
SER					81.21	318.34
Especial				20.35	33.83	32.89

Fuente: ELD

VAD Baja Tensión (variación)

	Nov-93	Nov-97	Nov-01	Nov-05	Nov-09	Nov-13
ST1		56.2%	21.7%	8.6%	21.7%	-6.9%
ST2		53.6%	10.1%	2.2%	21.7%	15.8%
ST3		13.9%	54.8%	1.8%	33.1%	4.5%
ST4			3.0%	13.8%	35.9%	47.8%
ST5					44.5%	4.0%
ST6						100.0%
SER						292.0%
Especial					66.2%	-2.8%

Fuente: ELD

En noviembre del 2013, se realizó la revisión tarifaria para los siguientes cuatro años, así como la clasificación de los sectores típicos y la determinación del VNR de cada empresa eficiente.

Dicha revisión ha sido favorable para ELD, ya que se ha alcanzado un mejor reconocimiento de sus costos operativos y de inversión para prestar el servicio de distribución. Así, oficialmente (información de OSINERGMIN), la tarifa se incrementó en 3.9%.

Sin embargo, el impacto en los ingresos de ELD fue de 48.5% respecto al 2013, ya que se reflejó no solo el incremento en la tarifa, sino también el incremento del número de clientes en ciertos sectores típicos, los cuales son parte del área de influencia de ELD y se trata de zonas con mayores retornos.

Cabe mencionar que el MINEM prorrogó los plazos de vigencia del VAD de Electro Dunas del periodo 2013-2017 hasta el 31 de octubre del 2018. Y actualmente está en proceso de determinación el VAD del 2018 - 2022

Descripción del sector

El sector de distribución de energía está compuesto por diversos concesionarios, los cuales tienen el monopolio a perpetuidad para la distribución de la energía en sus respectivas áreas concesionadas.

En el Perú, la mayor parte de las distribuidoras son empresas públicas, las cuales prestan el servicio en la mayoría de las provincias del país. ELD, al igual que Luz del Sur S.A.A. y Enel Distribución son unas de las pocas empresas privadas de distribución de energía en el Perú.

A diferencia de estas últimas, cuyo sector típico predominante es el 1, ELD se concentra principalmente en el

sector típico 2, por lo que sus pares son principalmente empresas públicas que podrían tener incentivos diferentes a los económicos, que podrían influenciar en la determinación de la tarifa de distribución.

Sin embargo, en los últimos 25 años, desde la reforma del sector eléctrico, las tarifas se han incrementado con el fin de garantizar la oportunidad del servicio con eficiencia y calidad, tal como se ha demostrado en la última revisión tarifaria.

■ Estrategia

La estrategia de ELD consiste en el crecimiento del negocio de distribución y el desarrollo de negocios nuevos, con la aplicación de la Mejores Prácticas Corporativas y programas de mejoras de calidad y reducción de pérdidas.

Lo anterior estaría acompañado de la aplicación de prácticas de buen gobierno corporativo, con un enfoque en el servicio al cliente y una adecuada estructura de capital, tal como lo establece su Plan Estratégico.

A partir del Planeamiento Estratégico 2013 – 2018 establecido por la gerencia de ELD, se ha trabajado fuertemente en realizar cambios con la finalidad de posicionar a la empresa dentro del mercado.

Dichos cambios han tenido un importante impacto en los resultados y en la calidad de la prestación de servicio. Así, durante el 2015, se creó la Gerencia de Compras de Energía y Tarifas con el fin de realizar estudios tarifarios y análisis de oferta, demanda y compra de energía; además de realizar inversiones teniendo en cuenta la mejora en la calidad del servicio (cinco proyectos de renovación en Chincha, Pisco e Ica).

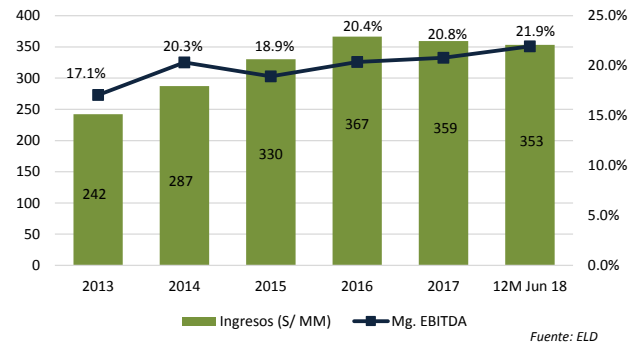
■ Desempeño Financiero

El negocio de distribución eléctrica suele tener un comportamiento bastante estable, con un crecimiento constante en su nivel de ventas, el cual está en función del volumen de energía vendido y el precio de la misma.

Sin embargo, los márgenes de rentabilidad están en función del Valor Agregado de Distribución (VAD) establecido por el regulador, la composición de sectores típicos y las eficiencias que logre el distribuidor.

Así, los ingresos de Electro Dunas han registrado una tendencia ascendente durante los últimos cinco años. De esta manera, la tasa de crecimiento anual compuesto (CAGR) para el periodo 2013-2017 fue de 10.4%.

Evolución de Ingresos - ELD



Sin embargo, los ingresos de ELD registraron una ligera disminución, al cierre del año móvil a junio 2018, de 1.7% con respecto al 2017. Así los ingresos ascendieron a S/ 353.3 millones. Lo anterior fue resultado principalmente del menor volumen de energía vendido (-4.1% con respecto al volumen vendido en el 2017), principalmente por la migración de clientes regulados a clientes libres.

Esta disminución en los ingresos fue parcialmente mitigada por los mayores ingresos por peaje por la venta de energía a terceros.

Cabe mencionar que, durante los últimos 12 meses a junio 2018, el precio promedio de ventas de energía incrementó con respecto al 2017 de S/ 44.8 por KWh a S/ 46.4 por KWh. Lo anterior, producto de un mayor precio a nivel de generación, transmisión y distribución y del incremento del uso del peaje.

Por su parte, el costo de ventas registró una ligera disminución con respecto a diciembre 2017 de 4.7% debido a la migración de clientes regulados a libres. Así el monto ascendió a S/ 237.5 millones. Adicionalmente, se debe mencionar que la energía adquirida disminuyó de 737.6 GWh a 575.3 GWh.

Cabe mencionar que el precio promedio de compra registrado, durante los últimos 12 meses a junio 2018, fue ligeramente inferior al del 2017 (S/ 23.5 por KWh en el 2017 vs. S/ 23.2 por KWh a los 12M junio 2018). De este modo, la proporción del costo de ventas sobre los ingresos, durante el periodo analizado, fue inferior a lo registrado al cierre del 2017 (de 69.3% a 67.2%).

Es importante resaltar que la energía es el componente más importante dentro de la estructura de costos, ya que representa más del 80% del costo de ventas. No obstante, dicho componente, al igual que el costo de transmisión, funciona como un *pass through*, por lo que la variación en el costo de estos componentes no debiera impactar en el margen operativo de ELD.

Respecto a los gastos administrativos de la Empresa, estos registraron un incremento de 8.9% respecto del 2017. Lo anterior, a causa de los mayores gastos de personal (+ S/ 2.3 millones), principalmente por bonos a funcionarios, y gastos de asesoría e informes en regulación tarifaria y mayor consumo de suministros y repuestos (+ S/ 0.4 millones).

Cabe señalar que los gastos administrativos representaron el 8.1% de los ingresos al cierre del año móvil a junio 2018, mientras que en diciembre 2017, esta participación ascendió a 7.3%.

Por su parte, los gastos de comercialización registraron un ligero incremento (de S/ 32.5 millones a diciembre 2017 a S/ 33.3 millones al cierre del año móvil a junio 2018). Este incremento se debió al mayor gasto por servicios prestados por terceros (+S/ 0.6 millones vs. diciembre 2017), principalmente por mantenimiento de activos eléctricos, lectura y reparto de consumos de energía eléctrica.

En términos relativos a los ingresos del periodo, los gastos de comercialización tuvieron un ligero incremento en cuanto a su incidencia. Al cierre del periodo analizado, ésta fue de 9.4%.

De este modo, el EBITDA generado durante los últimos 12 meses a junio 2018 se incrementó respecto del 2017 (+3.7%). Así, este ascendió a S/ 77.5 millones (S/ 74.7 millones a diciembre 2017).

Cabe señalar que el promedio de los últimos cinco años fue de S/ 62.3 millones, lo que demuestra una evolución del mismo en términos absolutos. Adicionalmente, el margen EBITDA mostró una ligera mejora con respecto al año anterior, el cual se incrementó de 20.8% a 21.9% a los 12 meses a junio 2018.

En cuanto al nivel de coberturas, la generación operativa del negocio, ha permitido a la Empresa alcanzar niveles de coberturas bastante holgados. De este modo, al cierre del año móvil a junio 2018, la cobertura de intereses (EBITDA / Gastos Financieros) se incrementó con respecto al cierre del 2017 (de 4.0x a 4.3x), ELD mantiene una holgura importante entre lo generado y los gastos financieros.

Por su lado, la cobertura de servicio de deuda (EBITDA / Servicio de Deuda) también registró un ligero incremento con respecto al 2017 (de 0.71x a 0.73x). Este aumento en ambos indicadores se explica por el menor costo de ventas, lo que resultó en un mayor EBITDA y en menor medida por menores intereses sobre préstamos de terceros.

Cabe mencionar que, al cierre del año móvil a junio 2018, se registraron mayores ingresos por S/ 1.5 millones con respecto a diciembre 2017. Lo anterior se dio por una mayor cantidad de ingresos por devolución de impuestos.

Por el contrario, en el rubro de otros gastos, estos disminuyeron con respecto a diciembre 2017 en S/ 3.6 millones. Esta disminución se debió principalmente a que no se registraron cargas por provisiones.

Cabe mencionar que la Empresa no cuenta con una posición significativa de instrumentos financieros en moneda extranjera. De este modo, se registró una ganancia por diferencia de cambio por S/ 0.3 millones a 12 meses a junio 2018.

Así, el resultado neto del periodo ascendió a S/ 30.0 millones (S/ 24.3 millones a diciembre 2017). Este aumento en la utilidad neta se traduce en un mayor nivel de ROE de la Compañía, el cual asciende a 12.7% al cierre de los últimos 12 meses a junio 2018 (10.4% a diciembre 2017).

En términos de generación de caja, ELD registro un Flujo de Caja Operativo de S/ 55.3 millones al cierre del periodo analizado (S/ 55.7 millones en el 2017). Junto con el ingreso neto de deuda en el periodo por S/ 21.5 millones, permitió que la Compañía cubra el pago de inversiones en activos fijos y activos intangibles (sistemas operativos) y pago de dividendos por S/ 30.6 y 21.9 millones, respectivamente. Así, la caja acumulada ascendió a S/ 17.9 millones (S/ 13.2 millones a diciembre 2017).

En línea con lo anterior, el efectivo generado por las operaciones de la empresa permite financiar la totalidad de sus inversiones, por lo que requiere de financiamiento de terceros para cubrir sus necesidades de efectivo (en el 2015 se amplió el uso de las líneas revolventes y a mediano plazo).

■ Estructura de Capital

A junio 2018, los pasivos de ElectroDunas ascendieron a S/ 317.9 millones (+2.1% con respecto a diciembre 2017). Éstos estuvieron compuestos principalmente por Deuda Financiera (61.8%), los impuestos y participaciones diferidas (13.0%) y por las Cuentas por Pagar Comerciales (11.2%).

Cabe señalar que, al cierre del año analizado, la deuda financiera solo incrementó en 0.2% con respecto al cierre del 2017.

De lo anterior, cabe mencionar que se incrementaron las líneas de capital de trabajo con BCP, Interbank, Scotiabank y BBVA a alrededor de US\$45 millones en conjunto. Así, el saldo por pagar de las líneas revolventes, al cierre de junio 2018, fueron de S/ 33.2, 29.8 y 11.0 millones para BC, BCP y SBP, respectivamente.

Por su parte, ELD mantiene un préstamo de mediano plazo con el BCP (monto máximo a desembolsar de S/ 154.95 millones). Dicho préstamo se celebró el 27 de diciembre del 2017, y sus fondos fueron destinados a re-perfilar el saldo de la deuda de mediano plazo que se mantenía vigente con el

BCP, inversiones en ampliación y renovación de red eléctrica.

Por otro lado, respecto a las líneas de *leasing*, éstas mantienen un monto máximo de US\$2, 3, 4 y 3 millones con BCP, Scotiabank, Interbank y Banco Continental, respectivamente. Cabe mencionar que, al cierre del primer semestre, se utilizó US\$0.7 millones de las líneas con BCP, IBK y SBP para la adquisición de transformadores, mobiliario, equipos de cómputo y vehículos.

De este modo, a junio 2018, la Compañía mantuvo obligaciones financieras con Interbank por un total de S/ 0.5 millones, con BCP por S/ 151.8 millones, con Scotiabank por S/ 12.9 millones y con Banco Continental por S/ 33.2 millones.

Cabe mencionar que la deuda de mediano plazo que mantiene con el BCP, se encuentra garantizada por el contrato de Fideicomiso de Garantía de Activos y la Modificación Integral al Contrato de Fideicomiso de Fuente de Pagos a favor del Banco de Crédito del Perú.

Así, por el mayor EBITDA generado y la ligera disminución en el saldo de la deuda financiera, el ratio de apalancamiento financiero (Deuda Financiera / EBITDA) se redujo de 2.62x en diciembre 2017 a 2.54x a los últimos 12 meses a junio 2018.

Al considerar la caja acumulada, el nivel de apalancamiento se reduce a 2.31x (2.45x a diciembre 2017). Dichos indicadores muestran que los flujos generados en dos años aproximadamente, son suficientes para cubrir la totalidad de la deuda financiera. Cabe mencionar que ELD ha fijado como límite máximo un ratio de apalancamiento de 2.5x en el mediano plazo.

ELD ha realizado esfuerzos para diversificar sus fuentes de fondeo, ya sea con distintos bancos (en el 2013 mantenía concentrada sus fuentes de fondeo en una institución financiera) o con un programa de bonos corporativos para reemplazar deuda en un mediano plazo.

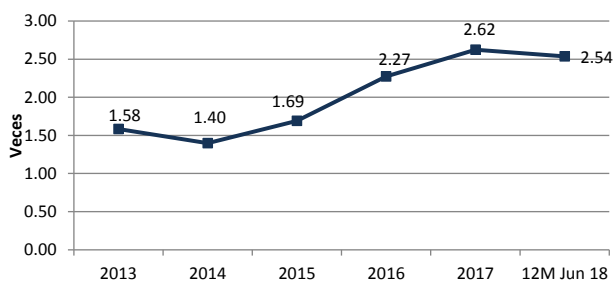
Respecto al patrimonio neto de ELD, éste se ha mantenido relativamente estable durante los últimos cinco años; sin embargo, al cierre de junio 2018, ELD registró un incremento dejando un saldo de S/ 241.5 millones (S/ 231.8 millones al cierre del 2017). Lo anterior debido a los mayores resultados acumulados.

Cabe mencionar que en Junta General de Accionistas celebrada en abril del 2015, se modificó el límite de disposición de las utilidades y/o reservas de 75% hasta por un 100% de las mismas.

Inversiones

Las inversiones ejecutadas, durante el primer semestre del 2018, estuvieron compuestas de la siguiente manera: proyectos de renovación del sistema de transmisión, ampliaciones y mejoras de sub estaciones de transmisión de los diferentes SET de Ica, Chincha, Pisco y Nazca (11.1%); ampliaciones y mejoras en la red primaria y secundaria, compra de equipos de protección, medición y contribuciones reembolsables (54.5%) y adquisición de unidades de transporte, obras civiles en las oficinas administrativas y comerciales, proyecto de reducción de pérdidas y mejoras en tecnología de la información (34.4%).

Evolución del apalancamiento - ELD



Fuente: ELD, AAI

Las cuentas por pagar comerciales corresponden principalmente a las compras de energía, compra de materiales y servicios y peajes y mecanismos de compensación. De este modo, el saldo al cierre del primer semestre del 2018 ascendió a S/ 35.5 millones (S/ 30.1 millones al cierre del 2017).

Resumen Financiero - Electrodonas S.A

Cifras en miles de Soles

Tipo de Cambio S./US\$ a final del Periodo

3.27 3.25 3.36 3.41 2.99 2.80 2.55

12M Jun 18 dic-17 dic-16 dic-15 dic-14 dic-13 dic-12

Rentabilidad

EBITDA	77,491	74,713	74,633	62,520	58,368	41,272	38,053
Mg. EBITDA	21.9%	20.8%	20.4%	18.9%	20.3%	17.1%	16.9%
EBITDAR	77,491	74,713	74,633	62,514	58,365	41,271	38,053
Margen EBITDAR	21.9%	20.8%	20.4%	18.9%	20.3%	17.1%	16.9%
(FFO + Cargos fijos) / Capitalización ajustada	20.8%	20.7%	16.3%	20.1%	15.6%	11.9%	8.0%
FCF / Ingresos	0.8%	0.9%	-11.5%	-4.0%	-8.2%	-3.9%	-3.6%
ROE	12.7%	10.4%	9.3%	7.1%	7.7%	8.4%	2.9%

Cobertura

Cobertura de intereses del FFO	4.99	4.72	5.25	7.56	7.62	6.04	3.76
EBITDA / Gastos financieros	4.25	3.99	5.92	6.55	8.08	5.75	5.29
EBITDA / Servicio de deuda	0.73	0.71	0.81	1.49	1.69	1.48	1.93
Cobertura de cargos fijos del FFO	3.99	3.72	4.25	6.57	6.63	5.04	2.76
FCF / Servicio de deuda	0.03	0.03	-0.45	-0.31	-0.68	-0.34	-0.41
(FCF + Caja + Valores Líquidos) / Servicio de deuda	0.19	0.16	-0.29	0.00	-0.38	-0.07	-0.11
CFO / Inversión en Activo Fijo	1.81	2.50	0.93	1.98	2.12	1.01	1.14

Estructura de capital y endeudamiento

Capitalización	44.9%	45.8%	41.8%	29.5%	23.2%	18.0%	17.3%
Deuda ajustada total / (FFO + GF+ Alquileres)	2.16	2.22	2.56	1.46	1.48	1.51	2.16
Deuda financiera total / EBITDA	2.54	2.62	2.27	1.69	1.40	1.58	1.53
Deuda financiera neta / EBITDA	2.31	2.45	2.08	1.48	1.22	1.40	1.38
Costo de financiamiento estimado	9.3%	10.4%	9.1%	10.2%	9.7%	11.6%	14.0%
Deuda financiera CP / Deuda financiera total	44.9%	44.0%	47.1%	30.8%	33.4%	31.8%	21.5%

Balance

Activos totales	559,387	543,304	533,428	490,064	472,866	488,219	469,350
Caja e inversiones corrientes	17,933	13,205	14,735	12,979	10,621	7,406	5,924
Deuda financiera Corto Plazo	88,232	86,176	79,972	32,549	27,252	20,793	12,549
Deuda financiera Largo Plazo	108,319	109,749	89,715	73,160	54,441	44,532	45,799
Deuda financiera total	196,551	195,925	169,687	105,709	81,693	65,325	58,348
Patrimonio Total	241,452	231,789	236,633	253,122	270,776	297,636	279,027
Capitalización ajustada	438,003	427,714	406,320	358,831	352,469	362,961	337,375

Flujo de caja

Flujo generado por las operaciones (FFO)	72,742	69,659	53,574	62,624	47,865	36,118	19,838
Variación de capital de trabajo	-17,485	-13,964	-27,920	-9,514	3,563	-717	-4,723
Flujo de caja operativo (CFO)	55,257	55,695	25,654	53,110	51,428	35,401	15,115
Flujo de caja no operativo / no recurrente	0						
Inversiones en Activos Fijos	-30,567	-22,286	-27,549	-26,780	-24,256	-35,069	-13,262
Dividendos comunes	-21,908	-30,115	-40,104	-39,447	-50,737	-9,808	-9,946
Flujo de caja libre (FCF)	2,782	3,294	-41,999	-13,117	-23,565	-9,476	-8,093
Otras inversiones, neto	-15,870	-14,589	3	580	18,131	10,216	-5,129
Variación neta de deuda	21,525	14,189	48,858	14,895	8,649	742	15,353
Otros financiamientos, netos	-4,690	-4,424	-5,106	0	0	0	0
Variación de caja	3,747	-1,530	1,756	2,358	3,215	1,482	2,131

Resultados

Ingresos	353,261	359,430	366,652	330,316	287,349	242,012	224,982
Variación de Ventas	-1.7%	-2.0%	11.0%	15.0%	18.7%	7.6%	11.0%
Utilidad operativa (EBIT)	53,927	51,495	53,129	41,958	39,004	23,475	20,781
Gastos financieros	18,235	18,744	12,597	9,543	7,226	7,172	7,199
Resultado neto	29,979	24,346	22,672	18,610	21,964	24,203	8,097

Información y ratios sectoriales

Venta de Energía (GWh.)**	734	766	795	805	806	790	753
Número de clientes	237,160	233,792	227,908	223,997	215,856	206,873	196,995

EBITDA: Utilidad operativa (sin incluir otros ingresos) + gastos de depreciación y amortización.

FFO: Resultado neto + Depreciación y Amortización + Resultado en venta de activos + Castigos y Provisiones + Otros ajustes al resultado neto + variación en otros activos + variación de otros pasivos - dividendos preferentes

ANTECEDENTES

Emisor:	Electro Dunas S.A.A.
Domicilio legal:	Carretera Panamericana Sur Km. 300.5, La Angostura - Ica.
RUC:	20106156400
Teléfono:	(5156) 25-6161 / (511) 501-1900
Fax:	(5156) 25-6024

RELACIÓN DE DIRECTORES

José Luis D'Odorico	Presidente
Benjamín Griswold	Director
Roberto Santiváñez	Director
Diego Sebastián Ayala	Director
Brian Igoe	Director
Jon Ylvisaker	Director
Carlos Marozzi	Director

RELACIÓN DE EJECUTIVOS

José Luis Inchaurreondo	Gerente General
Roxana Palomino	Gerente de Administración y Finanzas
Gustavo Michelena	Gerente Comercial
David Chala	Gerente de Tarifas y Compras de Energía
Ernesto San Miguel	Gerente de Operaciones
Jorge Santiváñez	Gerente Legal
Roberto Lorenzati	Gerente de Recursos Humanos
Pablo Arapa	Gerente de Ingeniería
Eduardo Miranda	Gerente de Tecnología Informática
Gabriel Suarez (e)	Gerente de Auditoría Interna
Walter Sciotto	Gerente de Desarrollo

RELACIÓN DE ACCIONISTAS

Dunas Energía S.A.A.	99.96%
Accionistas minoritarios	0.04%

CLASIFICACIÓN DE RIESGO

APOYO & ASOCIADOS INTERNACIONALES S.A.C. CLASIFICADORA DE RIESGO, de acuerdo a lo dispuesto en el Reglamento de Empresas Clasificadoras de Riesgo, aprobado por Resolución CONASEV N° 074-98-EF/94.10, acordó la siguiente clasificación de riesgo para los instrumentos de la empresa **Electro Dunas S.A.A.**:

Instrumentos

Obligaciones de Largo Plazo

Perspectiva

Clasificación

Categoría AA (pe)

Estable

Definiciones

CATEGORÍA AA (pe): Corresponde a una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones financieras en los plazos y condiciones pactados. Esta capacidad no es significativamente vulnerable ante cambios adversos en circunstancias o el entorno económico.

(+) Corresponde a instituciones con un menor riesgo relativo dentro de la categoría.

(-) Corresponde a instituciones con un mayor riesgo relativo dentro de la categoría.

Perspectiva: Indica la dirección en que se podría modificar una clasificación en un período de uno a dos años. La perspectiva puede ser positiva, estable o negativa. Una perspectiva positiva o negativa no implica necesariamente un cambio en la clasificación. Del mismo modo, una clasificación con perspectiva estable puede ser cambiada sin que la perspectiva se haya modificado previamente a positiva o negativa, si existen elementos que lo justifiquen.

(*) La clasificación de riesgo del valor constituye únicamente una opinión profesional sobre la calidad crediticia del valor y/o de su emisor respecto al pago de la obligación representada por dicho valor. La clasificación otorgada o emitida no constituye una recomendación para comprar, vender o mantener el valor y puede estar sujeta a actualización en cualquier momento. Asimismo, la presente Clasificación de riesgo es independiente y no ha sido influenciada por otras actividades de la Clasificadora. El presente informe se encuentra publicado en la página web de la empresa (<http://www.aai.com.pe>), donde se puede consultar adicionalmente documentos como el código de conducta, la metodología de clasificación respectiva y las clasificaciones vigentes.

Las clasificaciones de riesgo crediticio de Apoyo & Asociados Internacionales Clasificadora de Riesgo (A&A) no constituyen garantía de cumplimiento de las obligaciones del calificado. Las clasificaciones se basan sobre la información que se obtiene directamente de los emisores, los estructuradores y otras fuentes que A&A considera confiables. A&A no audita ni verifica la veracidad de dicha información, y no se encuentra bajo la obligación de auditarla ni verificarla, como tampoco de llevar a cabo ningún tipo de investigación para determinar la veracidad o exactitud de dicha información. Si dicha información resultara contener errores o conducir de alguna manera a error, la clasificación asociada a dicha información podría no ser apropiada, y A&A no asume responsabilidad por este riesgo. No obstante, las leyes que regulan la actividad de la Clasificación de Riesgo señalan los supuestos de responsabilidad que atañen a las clasificadoras.

La calidad de la información utilizada en el presente análisis es considerada por A&A suficiente para la evaluación y emisión de una opinión de la clasificación de riesgo.

La opinión contenida en el presente informe ha sido obtenida como resultado de la aplicación rigurosa de la metodología vigente correspondiente indicada al inicio del mismo. Los informes de clasificación se actualizan periódicamente de acuerdo a lo establecido en la regulación vigente, y además cuando A&A lo considere oportuno.

Asimismo, A&A informa que los ingresos provenientes de la entidad clasificada por actividades complementarias representaron el 0.0% de sus ingresos totales del último año.

Limitaciones - En su análisis crediticio, A&A se basa en opiniones legales y/o impositivas provistas por los asesores de la transacción. Como siempre ha dejado en claro, A&A no provee asesoramiento legal y/o impositivo ni confirma que las opiniones legales y/o impositivas o cualquier otro documento de la transacción o cualquier estructura de la transacción sean suficientes para cualquier propósito. La limitación de responsabilidad al final de este informe, deja en claro que este informe no constituye una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A, y no debe ser usado ni interpretado como una recomendación legal, impositiva y/o de estructuración de A&A. Si los lectores de este informe necesitan consejo legal, impositivo y/o de estructuración, se les insta a contactar asesores competentes en las jurisdicciones pertinentes.