Feller Rate
Calificadora de Riesgo

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
09/06/2016 2:48 PM m.manzano
47785

INFORME DE CALIFICACION

CONSORCIO ENERGÉTICO PUNTA CANA - MACAO, S. A.

JUNIO 2016

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
09/06/2016 2:48 PM m.manzano
47785

Feller Rate
Calificadora de Riesgo | Dominicana

CONSORCIO ENERGETICO PUNTA CANA - MACAO S.A.

INFORME DE CALIFICACION - JUNIO 2016

	Junio 2015	Junio 2016
Solvencia	AA	AA+
Perspectivas	Estables	Estables

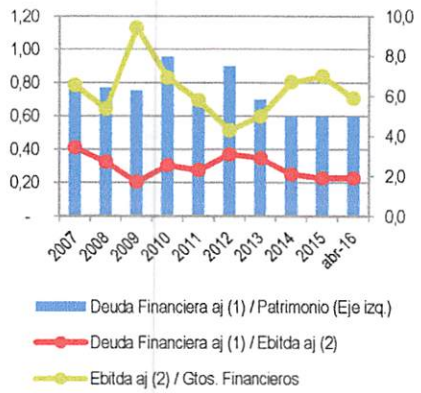
** Detalle de calificaciones en Anexo.*

Indicadores Relevantes

	2014	2015	Abril.16*
Margen Ebitda	19.3%	29.1%	32,1%
Rentabilidad operacional	9,0%	12,4%	12,0%
Rentabilidad patrimonial	23,0%	18,5%	13,3%
Deuda fin. aj (1) / Patrimonio	0,6	0,6	0,6
Ebitda aj (2) / Gastos financieros	6,7	7,0	5,9
Deuda financiera aj (1) / Ebitda aj (2)	2,1	1,9	1,9
Deuda financiera neta aj (3) / Ebitda aj (2)	1,3	1,3	1,4
Liquidez corriente	3,4	1,9	2,2

**Indicadores anualizados donde corresponda*

Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



(1) Deuda financiera más cuentas por pagar al municipio, instrumentos derivados, deuda contratista y deuda por línea de transmisión en 2007
(2) EBITDA más dividendos recibidos de filiales
(3) Deuda financiera ajustada menos los fondos disponibles
**Indicadores anualizados donde corresponda*

Fundamentos

El alza en la calificación desde "AA" a "AA+" de Consorcio Energético Punta Cana - Macao S.A. (CEPM), tanto para la solvencia como para sus bonos corporativos, obedece al sólido crecimiento a nivel consolidado a través del fuerte desempeño de sus operaciones y márgenes, manteniendo acotados niveles de endeudamiento. Lo anterior, ha permitido consolidar una posición defensiva ante escenarios económicos adversos, con importantes niveles de liquidez y ha demostrado la consistencia de su estrategia y políticas en los últimos años.

La calificación refleja su condición de operador eléctrico integrado dentro de un sistema aislado en una concesión de largo plazo, ajeno a los riesgos del sistema eléctrico interconectado nacional. Asimismo, considera la existencia de clientes con contratos de largo plazo e indexados a la principal variable de costo (combustible), con baja morosidad y buenos indicadores de calidad de servicio y eficiencia.

En contrapartida, incorpora la dependencia del sector turístico, la exposición a los precios de los combustibles y la importancia de EGE Haina como proveedor de energía.

Durante los últimos periodos, la capacidad de generación de Ebitda de la compañía ha mostrado un robustecimiento debido tanto a los menores precios de los combustibles como a mejoras de carácter estructural realizadas en eficiencia y en la incursión del negocio térmico, alcanzando márgenes en torno al 30%.

En los primeros 4 meses de 2016, los ingresos de CEPM cayeron un 16,7% en relación a abril de 2015, alcanzando los US$ 50,9 MM, debido a la fuerte caída en un 19,2% de los precios promedio de venta, contrarrestado por el leve aumento de un 1,4% de las ventas físicas, con respecto a igual periodo del año anterior. La caída de la tarifa por energía eléctrica se explica por la disminución del precio promedio del barril de petróleo en igual periodo y las cláusulas de indexación del precio de la energía en los contratos. Sin embargo, dada la fuerte caída en los costos de operación, debido al aumento en el consumo de barriles de petróleo a menor precio y el leve aumento de compras de energía, el margen Ebitda aumentó alcanzando un 32,1% a abril de 2016 vs. 29,7% en abril de 2015.

Al 31 de abril de 2016, la deuda financiera alcanzó los US$ 100,9 millones, manteniéndose estable desde el año 2013. Producto de lo anterior, el leverage financiero aj. y la Deuda aj./Ebitda aj. anual alcanzaron 0,6x y 1,9x, respectivamente, en línea con lo esperado por Feller Rate.

CEPM mantiene una amplia flexibilidad financiera favorecida por una robusta posición de liquidez (con recursos en caja por US$ 27 millones, a abril de 2016, con vencimientos de deuda por US$ 15 millones en el corto plazo), una estructura de vencimientos de deuda preferentemente en el largo plazo y un importante acceso al crédito dado su buen historial de relaciones con agencias, bancos internacionales y bancos locales, contando con líneas de crédito sin uso en torno a los US$ 25 millones.

Perspectivas: Estables

Feller Rate espera que la compañía mantenga su amplia flexibilidad financiera y fuerte perfil de negocio, niveles de deuda financiera en torno a los US$ 100 millones, junto con un capex de inversión acotado (financiado principalmente con fondos propios). Asimismo, se espera Ebitda ajustado esperado en torno a los US$ 40 millones los próximos años (considerando un acotado aporte de dividendos desde CESPM para los próximos años y la volatilidad inherente ligada al precio de los combustibles.), permitiendo mantener el indicador en torno a 2,5x.

Aspectos que pueden influir en la calificación son cambios regulatorios, el crecimiento esperado del sector turismo la importancia relativa de los negocios *no core*, exposición a contingencias legales e incrementos en los niveles relativos de deuda que no permitan sostener los indicadores crediticios dentro de la categoría de la calificación.

FACTORES SUBYACENTES A LA CALIFICACION

Fortalezas

- Concesión de largo plazo con operación aislada y exclusiva en zona de distribución.
- Contratos indexados a largo plazo para los principales clientes, con buena calidad crediticia.
- Alta flexibilidad financiera.
- Confiabilidad de su parque generador.

Riesgos

- Generación basada en combustibles derivados del petróleo.
- Dependencia del suministro de energía por parte de EGE Haina.
- Concentración de actividad en sector hotelero.
- Riesgos regulatorios.
- Riesgo de catástrofes naturales.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

Propiedad

La Compañía es controlada en un 99,99% por CEPM Energy, Ltd., controlada por Interenergy Holdings.

Interenergy holdins es una compania dedicada a la generacion y distribucion de electricidad con activos en Republica DOminicana, Panama, Jamaica y Chile. Incursiona ademas en el neogcio de distribucion de gas natural a clientes commerciales y telecomunicaciones. Sus accionistas son Interenergy Partners LP, Portland Private equity fund y el IFC/ALAC

PERFIL DE NEGOCIOS *SÓLIDO*

CEPM es una empresa privada que genera, transmite y distribuye energía eléctrica en dos sistemas aislados, independientes del Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI), en la zona turística de Punta Cana-Bávaro y Bayahibe, en este último caso a través de su subsidiaria CEB. Además, la compañía suministra energía eléctrica a hoteles en el área de Puerto Plata y Samaná. Adicionalmente, la compañía provee energía térmica y participa en el negocio de fibra óptica, junto con la inclusión durante 2013, al negocio de TV Digital interactiva con MCR-ACTIVA.

Operación exclusiva en zona otorgada a través de una concesión de largo plazo le permite aislarse de los riesgos del SENI

CEPM posee la concesión exclusiva hasta abril del año 2032 para la explotación de infraestructura eléctrica y distribución del sistema aislado eléctrico en las zonas de Bávaro, Cabeza de Toro, Punta Cana, Verón, el Cortecito, Macao y hoteles en La Altagracia, República Dominicana. La concesión, ratificada por el Estado Dominicano en junio de 2007, entrega el derecho de acordar contratos de venta con los clientes considerando los precios establecidos por la Superintendencia de Electricidad (SIE). Además, la compañía debe requerir y obtener autorización escrita de la SIE para una total o parcial transferencia de acciones a través de venta, arrendamiento, transferencia entre personas asociadas, fusión, adquisición o cualquier otro acto que implique una transferencia de los derechos de explotación. Para el caso de Bayahibe, la concesión se oficializó con el acta N° 1.272 de la Corporación Dominicana de Electricidad en el año 2001.

El Estado Dominicano otorgó la concesión exclusiva a CEPM y CEB, para así asegurar el suministro eléctrico a la mayor zona turística de República Dominicana. El sistema se mantiene aislado para garantizar la calidad del servicio y mantenerlo alejado de los problemas SENI. Al operar dentro de una zona exclusiva de concesión, no ingresa al sistema de despacho eléctrico nacional, no estando sujeto al riesgo de despacho económico eficiente, importantes riesgos de morosidad y hurtos de energía, ni cortes programados, entre otros.

Dado que CEPM es distribuidor exclusivo en la zona, no existe competencia en generación y el principal riesgo es la autogeneración de los grandes clientes, que ha alcanzado cerca del 10% aproximado de la capacidad total instalada en República Dominicana. La autogeneración se minimiza con precios relativamente competitivos, calidad de servicio y enfoque al cliente.

Eventuales nuevos generadores deben considerar los costos de instalar sus propias líneas de transmisión o el pago de peajes a CEPM, otorgando fuertes barreras a la entrada.

Sistema integrado con altos niveles de eficiencia operacional; no obstante, expuesto a la volatilidad del precio de los combustibles

La compañía cuenta con una capacidad instalada de generación de 110 MW en Punta Cana-Bávaro y de 15 MW en Bayahibe. Además, posee 5,3 MW y 1,8 MW de potencia instalada en los Hoteles RIU de Puerto Plata y Samaná, respectivamente. En transmisión, posee una línea de 138 kV y de 124 km. de largo, que le permite transportar la energía comprada a EGE Haina en la planta Sultana del Este (San Pedro de Macorís) hasta la Planta Bávaro, en Punta Cana. En distribución, CEPM cuenta con 411,6 km. de líneas y 8 subestaciones, operando a 69 kV y distribuyendo a clientes finales en 12,5 kV. Además, a partir de octubre de 2011, inició sus operaciones el parque eólico Quilvio Cabrera, con una potencia cercana a los 8MW, el cual fue ampliado en 25 MW durante 2013.

La generación de la compañía es exclusivamente térmica, en base a Heavy Fuel Oil (HFO) y Light Fuel Oil (LFO), por lo que los costos quedan expuestos a variación del precio de los combustibles, lo cual es mitigado a través de cláusulas de indexación en sus contratos con clientes.

La compañía diversificará el mix de generación, mediante la conversión a gas natural de sus plantas para operar con ambos tipos de combustible.

La compañía cuenta con planes de mantenimiento correctivos y/o preventivos para asegurar la disponibilidad de los activos y mantener una adecuada calidad del servicio. Los indicadores de gestión de calidad SAIFI[1] y SAIDI[2] (1,5 veces y 1,4 horas respectivamente) exhiben un desempeño

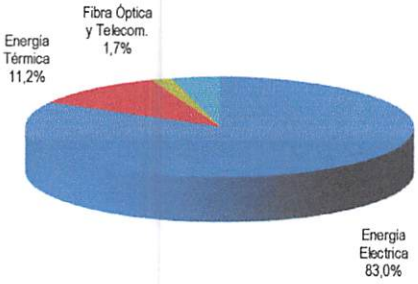
[1] *System Average Interruption Frequency Index*: Número de interrupción en el suministro a cada cliente en un año.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

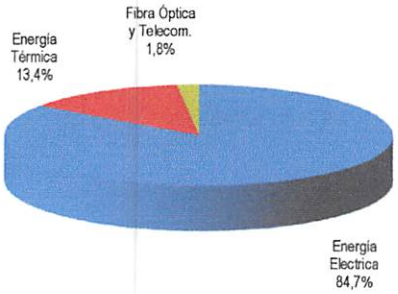
Distribución de los ingresos

Abril de 2016 anualizado



Distribución del Ebitda

Abril de 2016 anualizado



histórico superior a países desarrollados como Italia, España y Finlandia, lo que refleja una alta calidad de su gestión operativa. A nivel local, los mencionados indicadores, reflejan una altísima disponibilidad de suministro de energía para sus clientes a toda hora, junto con una frecuencia de cortes casi nula, escenario muy diferente con respeto al SENI. Asimismo, las pérdidas de energía se han mantenido estables en torno a un 6%, lo que se compara positivamente con las pérdidas de 30% - 40% que se observan en el SENI.

La operación de CEPM es autosustentable, no requiere de subsidios y posee un mejor estándar de calidad de servicio que el sistema interconectado de República Dominicana. Además, la integración vertical le permite no exponerse a riesgos de contraparte comercial con otras compañías eléctricas dentro de la industria.

Negocios anexos de menor importancia en la estructura de ingresos favorecen la fidelización de clientes

CEPM comercializa energía térmica, principalmente venta de agua fría, vapor y agua caliente, para limpieza, aire acondicionado y calefacción, entre otros. Sus clientes son principalmente hoteles a quienes suministra electricidad.

La fibra óptica inicio su operación en el año 2009. La compañía cuenta con una conexión OPGW de 235 km. entre Bávaro-Punta Cana y el Punto de Acceso a la Red del Caribe cerca de Santo Domingo.

En 2013, CEPM adquirió el 50% de las cuotas sociales de la sociedad de Servicios TV Satélite MCR, SRL, empresa que presta servicios de Cable TV a hoteles en virtud de una concesión territorial dentro de la zona de CEPM. El otro 50% pertenece al grupo internacional System Industrial Group (SIG), con amplia experiencia en Chile, Brasil y Argentina. De todas formas, MCR consolida con CEPM.

Si bien MCR-ACTIVA (marca comercial) tiene un perfil de negocios de mayor riesgo con CEPM al encontrarse en una industria competitiva, no aislada e intensiva en capital para lograr adecuados crecimientos, esta adquisición no tiene efectos sobre el perfil de riesgo de CEPM dado su acotado tamaño (US$ 500.000 de ingresos anuales) y el bajo impacto financiero de la transacción.

En noviembre de 2013, se otorgó un crédito por US$ 1,14 millones con garantía de CEPM y SIG para financiar el plan de inversiones 2014-2018. Con todo, en base a los montos y márgenes esperados, los indicadores crediticios individuales deberían estar en línea con los parámetros de la actual categoría de CEPM.

Estos negocios, además de diversificar levemente las fuentes de ingresos y mejorar la rentabilidad de la operación entregan servicios adicionales para fidelizar a los clientes y constituir barreras de entrada para potenciales competidores.

Sustitución de inversión indirecta en EGE Haina por inversión indirecta en Consorcio Energético de San Pedro de Macorís

Hasta octubre de 2014, CEPM tenía el 49% de participación en Caribe Energy Ltd., empresa donde poseía un 60,6% de los derechos económicos. Esta compañía es un vehículo de inversión indirecto en EGE Haina, la mayor empresa de generación eléctrica de República Dominicana (en base a su capacidad instalada), que cuenta con 23% de la capacidad instalada del país y cerca del 20% de los contratos con distribuidoras de la nación.

A través de un intercambio accionario con Basic Energy BVI, CEPM permutó su 13% de control indirecto en Ege Haina por el 38% de control indirecto en Consorcio Energético de San Pedro de Macoris (CESPM), manteniéndola como inversión en empresa relacionada.

Esta operación está enmarcada dentro de la separación de intereses con los co-inversionistas de EGE Haina lo que permite a la administración tener un mejor control de los activos CESPM.

Cabe destacar que esta operación no tuvo efectos en caja y el valor de las acciones es muy similar, con efectos contables muy acotados.

---

[2] *System Average Interruption Duration Index:* Duración de la ininterrupción total del suministro para cada cliente en un año.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

Cifras de la operación

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Generación propia (GWh)	277	346	268	263	305	359	377
Compras fisicas netas (GWh)	349	378	466	506	481	478	505
Ventas fisicas (GWh)	589	682	693	719	741	750	816
Perdidas (%)	6,3	5,8	5,6	6,3	5,7	5,5	7,4
Precio de venta (US$/MWh)	220	235	272	276	271	261	196
Costo de generación (US$/MWh)	101	128	170	182	170	152	89
Costo de energía adquirida (US$/MWh)	90	111	147	151	144	131	72
Precio combustible (US$/BBl)	65	79	103	108	101	91	48

CESPM surgió tras una licitación emitida por la Compañía Dominicana de Electricidad (CDE), en 1997, en la que fue elegida la propuesta presentada por un consorcio integrado por Cogentrix Energy (65%) y Scotia Energy (35%). En diciembre de 2006, CESPM fue adquirida totalmente por un consorcio liderado por el Grupo Basic Energy, quien pasó a tener el control de 3 unidades de ciclo combinado Siemens de 100 MW cada una, con un total de 300 MW. Con respecto a su gestión comercial, la compañía es poseedora de un contrato de compra de energía a 20 años (vence en 2022), con cláusulas *pass through*, con la CDE lo que constituye el primer y único contrato soberano ratificado por el Congreso Nacional dominicano a la fecha. Cabe mencionar que este contrato tiene clausulas *cross default* con otras obligaciones del gobierno dominicano, exhibiendo una alta importancia para el Estado.

Cabe desatacar que CESPM prepago toda su deuda financiera, la cual mantenía cláusulas de resguardo que le impedían el reparto de dividendos, y le generaban una importante posición de liquidez.

Feller Rate considera que para 2016-2017 CESPM no repartirá dividendos. Si bien CEPM ha dejado de percibir los flujos más estables desde EGE Haina, el robustecimiento de su propia generación de Ebitda y sus planes de inversión esperados permiten mantener los parámetros crediticios de CEPM dentro de los rangos esperados.

Fuerte dependencia de suministro de energía por parte de EGE Haina

CEPM tiene, además, una relación operativa y comercial con EGE Haina (clasificada en "A/Estables" por Feller Rate), mediante contratos de suministro eléctrico de largo plazo. Junto a los 124 MW totales de potencia instalada, la compañía tiene un contrato de suministro de energía de largo plazo (20 años) con EGE Haina, firmado en 2008. Este contrato, para un suministro de hasta 100 MW de potencia, corresponde a motores exclusivamente dedicados a CEPM (no conectados al SENI) y se encuentra indexado al precio de combustible más un margen variable de operación y mantenimiento al precio de la energía. En definitiva, cerca del 65% de la energía del sistema ha provenido de EGE Haina. Lo anterior, responde a privilegiar la eficiencia operacional dada las adecuadas economías de escala exhibidas por EGE Haina y a niveles de pérdida acotados al 5,5%.

Para mitigar los riesgos, CEPM cuenta con una opción de compra preferente sobre dichos motores en caso de cambios en la propiedad o quiebra de EGE Haina. Además, CEPM es un cliente importante de EGE Haina, sin morosidad en sus pagos, con una alta tasa de cobrabilidad y con adecuados fundamentos de crecimiento ligados al sector turismo en la región.

Cabe destacar que la Sultana ha agregado un quinto motor el cual empezó a operar el mes de marzo de 2016. Esto en línea con el aumento de la potencia demandada en *peaks* que ha ocurrido en los últimos años, manteniendo un adecuado margen de seguridad.

Adecuado abastecimiento de combustibles para la generación de energía eléctrica de CEPM

CEPM compra en el mercado internacional a precios *spot* el combustible usado para generación a proveedores como Glencore ltd., Vitol Inc. y Refinería Dominicana de Petróleo, exhibiendo una adecuada diversificación, sin exclusividad. A partir del año 2012, CEPM realiza en forma directa y por cuenta propia la gestión de provisión de combustible.

Alta concentración de los ingresos provenientes del sector hotelero, mitigado por la buena calidad crediticia de contrapartes y contratos de largo plazo con flexibilidad en los precios

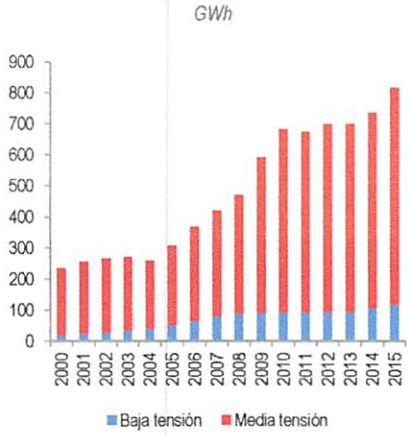
CEPM suministra energía a los grandes consumidores (media tensión), que tienen una potencia superior a 3 MW en voltaje de 12,4/7,2 KV; y a los pequeños consumidores (baja tensión), los cuales tienen una potencia menor a los 3 MW en voltaje de 240/120 V.

Los consumidores en media tensión corresponden mayoritariamente al sector turístico (70-80% de clientes aprox.), empresas de agregados, construcción, plantas de tratamientos de aguas residuales y centros comerciales, entre otros. CEPM tiene 57 contratos PPA con estos consumidores, denominados en dólares y con cláusulas de indexación al CPI y al precio de

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

Evolución de las ventas por tipo de clientes



combustibles (HFO), con plazos desde los 2 a 20 años. Los precios son negociados entre ambas partes y son competitivos respecto a los precios no subsidiados del SENI.

Los consumidores en baja tensión corresponden a clientes residenciales. A abril de 2016, existían sobre 19.923 clientes que representaban aproximadamente un 15% de las ventas de energía de CEPM. Las tarifas cobradas están dentro de un contrato estándar que considera el traspaso de los costos de generación y transmisión a los clientes y se aplica una fórmula de indexación a los combustibles y CPI, monitoreado por la Superintendencia respectiva. Para disminuir la incobrabilidad de las cuentas, la compañía implementó sistemas que permiten el prepago de energía en clientes residenciales.

Las ventas de energía se encuentran concentradas en clientes hoteleros. Este riesgo de concentración se mitiga parcialmente por la alta fidelización de sus principales clientes, que poseen un extenso historial de relaciones comerciales y cuyos perfiles de solvencia cuentan con adecuada calidad e historial de pagos. Entre sus principales clientes se encuentran las cadenas Barceló, Melia, Riu, Iberostar, H Moon Palace y Central Romana, entre otros, existiendo una adecuada atomización dentro del sector hotelero.

Sostenido crecimiento de la demanda gracias al turismo en Punta Cana

Los ingresos han mostrado un crecimiento sostenido gracias a la fuerte demanda eléctrica, fundamentadas en el desarrollo turístico del sector de Punta Cana. Los ingresos por turismo han mantenido un crecimiento sostenido en República Dominicana, promediando un incremento anual del 35% los últimos 18 años. Esta industria representa cerca del 10% del Producto Interno Bruto, teniendo una importancia estratégica para el desarrollo de la nación.

La zona de Punta Cana es el área turística más visitada del país, considerando que el 58% de los turistas que llegan a la nación desembarcan en el aeropuerto ubicado en dicha localidad. Existe una relación entre estabilidad económica y turismo, exponiendo a bajos consumos eléctricos en periodos de contracción económica global. Sin embargo, en los últimos 5 años, el sector ha mantenido tasas de ocupación hotelera en un rango en torno al 70% indicadores que demuestran estabilidad en la demanda turística en República Dominicana.

Feller Rate espera un crecimiento de la demanda física en un rango del 2% para los próximos 5 años.

Riesgos de catástrofes naturales adecuadamente cubiertos por seguros

La zona de concesión presenta ciertos riesgos por su carácter tropical. Asimismo, desastres naturales pueden afectar las visitas y tasas de ocupación hotelera. La compañía posee seguros (US$ 63 millones) para cobertura de terremotos, huracanes y tormentas, tanto para daños en activos como perjuicios por paralización. Las contrapartes actuales son grupos de reaseguradores internacionales con una adecuada solvencia crediticia.

Presencia de riesgos regulatorios y legales ligados al sector

A la fecha, subsisten problemas en el sector eléctrico en República Dominicana, como los altos subsidios a las tarifas (como resultado de fijación tarifaria a los clientes regulados y una matriz concentrada en generación en base a derivados del petróleo), debilidad en la cadena de pagos, mala calidad de servicio y altos niveles de pérdidas y hurtos, entre otros. Sin embargo, CEPM opera en una zona exclusiva, no integrada al sistema interconectado y cuya concesión fue ratificada en junio de 2007. Eventuales riesgos regulatorios podría producirse en temas de tarificación, plan de obras e interconexión.

Con respecto a acciones legales en contra de CEPM, destacan

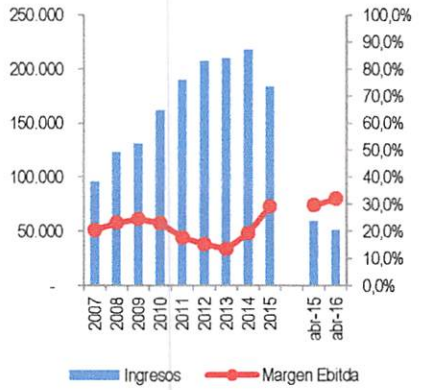
- Acción en nulidad del Contrato de Concesión de una de sus subsidiarias, presentado por una distribuidora local en 2008;
- Resolución que ordena a deshabilitar y desmantelar las redes instaladas por el Grupo en un área local, presentado por la Superintendencia de Electricidad en 2014
- Demanda en Reconocimiento de Deuda y Cobro de Pesos presentada en 2015 por la Empresa de Transmisión Eléctrica Dominicana (ETED) por concepto de alegada a

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

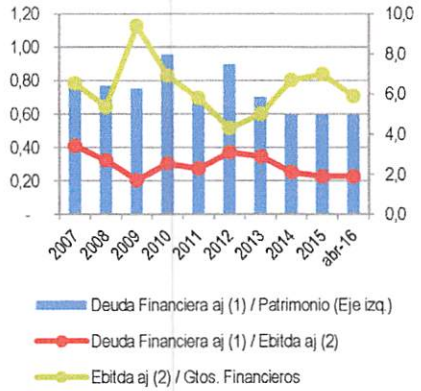
Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

Evolución de ingresos y márgenes

En miles de US$



Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



1) Deuda financiera más cuentas por pagar al municipio, instrumentos derivados, deuda contratista y deuda por línea de transmisión en 2007
(2) EBITDA más dividendos recibidos de filiales
(3) Deuda financiera ajustada menos los fondos disponibles
** Indicadores anualizados cuando corresponda*

Perfil de amortizaciones Obligaciones financieras

Al 30 de Mayo de 2016, millones de US$

	Deuda Bonos	Total
2016	4,7	4,7
2017	4.4	4.4
2018	-	-
2019	14.1	14.1
2020	-	-
2021	-	-
2022	-	-
2023	-	-
2024	-	-
2025	25	25
2026	51.8	51.8

facturas adeudadas, capital e intereses, en razón de una tasa o compensación por cesión y explotación de derecho con relación a una línea de transmisión propiedad del Grupo.

Cabe destacar que la compañía ha mantenido una activa gestión en estos ptocesos y no ha registrado provisión en relación con estos reclamos en los estados financieros consolidados, ya que considera, basado en la opinión de sus asesores legales, que no es probable que tales situaciones resultarán en un pasivo significativo o efecto material adverso en su condición financiera o resultados de operación. Con todo, Feller Rate mantiene un monitoreo continuo de estos litigios.

PERFIL FINANCIERO — *SATISFACTORIO*

Resultados y márgenes:

Satisfactoria capacidad de generación de caja expuesta a precios de combustibles

La capacidad de generación de Ebitda de la compañía ha mostrado un robustecimiento gracias a las mejoras realizadas en eficiencia y la incursión del negocio térmico. Asimismo, los menores precios de combustibles han apoyado el fortalecimiento adicional. Con todo, se espera que la compañía tenga una generación de Ebitda anual en el rango de las US$ 30-US$ 50 millones.

En 2015, las ventas registraron una disminución de US$ 34,2 millones en relación al 2014 como resultado de la caída de las tarifas promedio en un 24,7% (caída del precio de combustibles), contrarrestado parcialmente por el aumento de las ventas físicas de energía cercano al 4,3% e ingresos por servicios de operaciones y mantenimiento. En cuanto a los gastos y costos operativos, estos registraron una caída de US$ 45,1 millones debido a menores costos de combustibles, mayores eficiencias en las operaciones, menores perdidas eléctricas, menores costos de compra de energía, contrarrestado parcialmente por el gasto en contribuciones municipales de US$ 2,5 millones. Con todo, el Ebitda alcanzo a los US$ 53,4 millones exhibiendo un aumento desde los US$ 42,1 millones en 2014.

Durante los primeros 4 meses de 2016, los ingresos de CEPM cayeron un 16,7% en relación a abril de 2015, alcanzando los US$ 50,9 millones, debido a la fuerte caída en un 19,2% de los precios promedio de venta, contrarrestado por el leve aumento de un 1,4% de las ventas físicas, con respecto a igual periodo del año anterior. La caída de la tarifa por energía eléctrica se explica por la disminución del precio promedio del barril de petróleo en igual periodo (de US$ 52,8/barril a US$ 29,4/barril), y las cláusulas de indexación del precio de la energía en los contratos. Sin embargo, dada la fuerte caída en los costos de operación, debido al aumento en el consumo de barriles de petróleo a menor precio y el leve aumento de compras de energía a menor precio (+1,2% más con respecto a abril 2015) a través de su contrato con EGE Haina, el margen Ebitda aumentó alcanzando un 32,1% a abril de 2016 vs. 29,7% en abril de 2015.

A abril de 2016, con respecto a la inversión en empresa relacionada, CESPM tuvo un mantenimiento mayor, el cual por políticas contables se registra contablemente cuando ocurre, afectando las ganancias relacionadas en ese periódico por una única vez, perjudicando la utilidad del periodo.

Asimismo, el flujo de caja operacional del periodo Enero a Abril 2016 cayó en un 54% alcanzando los U$3,5 millones producto del pago de impuestos adicionales por dividendos extraordinarios en diciembre de 2015, manteniéndose como un hecho coyuntural.

Niveles de endeudamiento dentro del rango de calificación

A abril de 2016, la compañía mantenía una deuda financiera por US$ 100,9 millones compuesta en un 1% por un crédito bancario con Banco Popular (36 cuotas mensuales, utilizado para financiar el plan de inversiones de MCR Activa para los próximos años) y un 99% de Bonos Corporativos locales, la cual tiene estructura de vencimientos bullet a partir de noviembre de 2016. La deuda se encuentran totalmente denominadas en dólares americanos (exhibiendo un adecuado calce con los ingresos) y un 99% a tasa fija.

Esta deuda, altamente estable desde fines de 2013, en conjunto el aumento de la base patrimonial, permitió mantener el leverage financiero estable en torno a las 0,6x, a abril de 2016. Destaca una importante cobertura de gastos financieros por sobre las 6,0x, junto con un indicador Deuda Financiera aj. / Ebitda aj. que se ha mantenido en 2,3x promedio los últimos 3 años. Este ha

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

registrando una mejora, en línea con la mayor generación de Ebitda de los últimos años producto de menores precios de combustibles y márgenes más eficientes.

Feller Rate espera que la compañía mantenga niveles de deuda financiera en torno a los US$ 100 millones, junto con un Ebitda ajustado esperado en torno a los US$ 40 millones (considerando un acotado aporte de dividendos desde CESPM para los próximos años), permitiendo mantener el indicador en torno a 2,5x, bajo las 3,0x en línea con la clasificación.

Robusta posición de liquidez y amplia flexibilidad financiera

A abril de 2016, CEPM poseía una caja por cerca de US$ 27 millones, acompañada de una generación de fondos netos operacionales anuales cercanos a los US$ 30 millones, con respecto a vencimientos financieros de corto plazo por US$ 15 millones, concentrado en el bono *bullet* en noviembre de 2016, sin presentar riesgos de refinanciamiento significativos.

De hecho, en diciembre de 2015, la compañía emitió un nuevo programa de bonos por US$100 millones que ha permitido el refinanciamiento prepago de la antigua deuda financiera (bonos corporativos colocados por US$100 millones), por lo que dicha emisión no presenta, en términos relativos, presión para el nivel de endeudamiento ni para los flujos de caja. Gracias a las colocaciones, que se han realizado desde fines de 2015 y durante 2016, la compañía ha extendido su *duration* desde 2,4 años a 8,7 años y bajado el costo de la deuda desde un 6,8% a un 6,1%, en dólares.

La compañía tiene una amplia flexibilidad financiera gracias a una estructura de vencimientos de deuda preferentemente en el largo plazo, una acotada exposición a riesgo de tasa, y no poseer restricciones ni garantías prendarías. Además, destaca el importante acceso histórico al crédito a través de agencias multilaterales, bancos internacionales y bancos locales, junto con líneas de créditos vigentes.

Por último, la compañía no tiene una política de dividendos, sólo por ley el 5% de las utilidades se destina a un fondo de reserva, no existiendo un reparto mínimo, otorgando una potencial flexibilidad en dicho reparto.

Inversiones y nuevos proyectos

La compañía durante 2015 ejecutó inversiones orgánicas cercanas a los US$ 5 millones, donde destacan nuevas calderas eléctricas y su proyecto de trigeneración, capitalizado en diciembre de 2015 por US$ 3,6 millones, permitiendo a través de sus unidades Jembaches de 1 MW el aumento de la generación eléctrica, de venta de agua fría y agua caliente, ampliando el portfolio de producto y la renovación contractual del Hotel Bahía Príncipe, lugar donde se encuentra estas unidades.

Actualmente la compañía mantiene sus inversiones ligadas a proyectos térmicos y Capex de mantenimiento, cercano a 1,0x la depreciación (US$ 10 millones anuales). Asimismo, se encuentra en etapas de proyectos eventuales nuevas inversiones destinadas a renovar el parque generador con tecnología más eficiente (Biomasa y proyecto Solar de 7,2 MW)

Feller Rate espera que CEPM mantenga una posición más acotada en nuevos proyectos, siguiendo con la estrategia se su controlador *Intenergy* de desarrollar una cartera de centrales a nivel de holding. De forma consistente, se espera que se mantenga un alto reparto de dividendos o prestamos hacia la matriz por parte de CEPM, tal como lo exhibido en 2015, en línea con la estabilidad del perfil de negocio y respondiendo a las mayores necesidades de financiamiento por parte del controlador ante su cartera de proyectos de generación.

Aspectos que pueden influir en la calificación futura son eventuales cambios regulatorios, el crecimiento esperado del sector turismo en la zona, la importancia relativa de negocios *no core* dentro de las actividades de CEPM, exposición contingencias e incrementos en los niveles relativos de deuda que no permitan sostener en el mediano plazo los indicadores crediticios dentro de la categoría de la calificación. Por lo tanto, revisiones a la clasificación se darían ante desviaciones significativas con respecto al escenario esperado en conjunto con nuevas adquisiciones inorgánicas que impliquen deterioros tanto de su perfil de negocio de como de su perfil financiero.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

	Mayo 2010	Mayo 2011	Mayo 2013	Junio 2014	Junio 2015	Junio 2016
Solvencia	AA	AA	AA	AA	AA	AA+
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables
Bonos Corp. SIVEM-053	AA	AA	AA	AA	AA	AA+
Bonos Corp. SIVEM-065	-	AA	AA	AA	AA	AA+
Bonos Corp. SIVEM-091	-	-	-	-	-	AA+

Resumen Financiero Consolidado

Millones de US$

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	Abril 2015*	Abril 2016*
Ingresos	96.185	123.346	131.029	162.087	190.095	207.085	209.896	218.242	184.030	59.449	50.946
EBITDA	19.644	28.455	32.126	37.158	33.614	31.507	28.407	42.128	53.466	17.641	16.357
EBIT	12.650	19.415	21.312	26.090	23.424	19.783	15.702	27.424	36.959	12.365	10.764
Resultado Operacional	12.196	19.304	22.169	26.192	26.035	19.480	19.110	37.875	38.122	12.937	10.991
UTILIDAD (pérdidas)	20.629	21.089	16.326	27.276	31.421	21.450	25.146	39.499	29.640	10.273	1.472
Activos totales	166.307	197.142	194.933	231.807	234.065	294.720	279.506	304.872	299.006	315.341	294.130
Pasivos exigibles	79.868	91.666	92.822	123.317	110.363	162.609	135.711	133.356	138.358	137.541	135.781
Deuda Financiera	63.054	76.358	73.823	101.614	90.036	113.037	100.579	100.755	100.822	100.514	100.839
Deuda Financiera ajustada (1)	70.181	81.214	76.916	104.641	91.594	113.828	100.661	100.805	100.983	100.611	100.899
Ebitda Ajustado (2)	20.484	30.063	45.234	40.828	40.874	37.274	35.258	48.937	53.466	17.641	16.357
Patrimonio	86.438	105.476	102.111	108.491	123.127	132.111	143.795	171.516	160.649	177.800	158.349
Margen Ebitda	20,4%	23,1%	24,5%	22,9%	17,7%	15,2%	13,5%	19,3%	29,1%	29,7%	32,1%
Rentabilidad Operacional	7,6%	9,8%	10,9%	11,3%	10,0%	6,7%	5,6%	9.0%	12,4%	10,2%	12,0%
Rentabilidad Patrimonial	23,9%	20,0%	16,0%	25,1%	25,5%	16,2%	17,5%	23,0%	18,5%	21,8%	13,3%
Deuda Financiera aj (1) / Patrimonio	0,8	0,8	0,8	1,0	0,7	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Ebitda aj (2) / gastos financieros	6,5	5,4	9,4	6,9	5,8	4,3	5,0	6,7	7,0	7,2	5,9
Deuda Financiera aj (1) / Ebitda aj (2)	3,1	2,5	1,7	2,5	2,3	3,1	2,9	2,1	1,9	1,9	1,9
Deuda financiera neta aj (3) / Ebitda aj (2)	3,1	2,5	1,5	1,5	1,7	2,2	2,1	1,3	1,3	1,2	1,4
Liquidez Corriente	1,4	1,3	1,7	2,8	3,1	1,7	2,8	3,4	1,9	3,4	2,2

(1) Deuda financiera más derivados financieros, cuentas por pagar al municipio, instrumentos derivados, deuda contratista y deuda por línea de transmisión en 2007

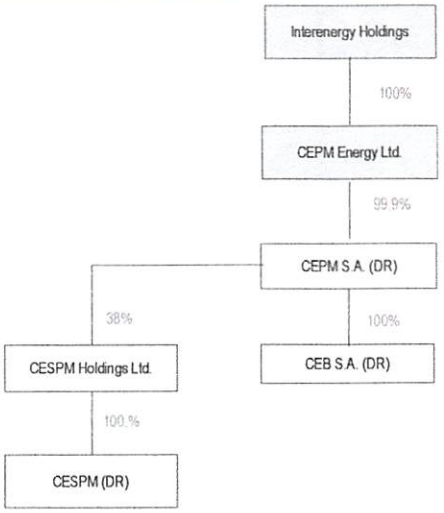
(2) EBITDA más dividendos recibidos de filiales (Caribe Energy Ltd.)

(3) Deuda financiera ajustada menos los fondos disponibles

** Estados financieros interinos. Indicadores anualizados donde corresponda*

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

Estructura



Características de los instrumentos

Emisión de Bonos Corporativos	Primera	Segunda	Tercera
Número de Registro	SIVEM-053	SIVEM-065	SIVEM-091
Valor total de la emisión	US$ 50 millones	US$ 50 millones	US$ 100 millones
Fecha de colocación / emisión	05-10-2010	03-02-2012	12/11/2015 ; 20/04/2016
Covenants	No tiene	No tiene	No tiene
Series/emisiones inscritas al amparo de la Emisión	D, E, F, G, H, I, J, K, L, M, N, O, P, Q, R, S, T, U, Y, Z	E, F, G, H, I, J, K, L, M, N, O, P, Q, R, S, T, U, Y, Z	1°, 2°, 3°, 4°
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantía	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Tramo 1	Tramo 2	Tramo 3	Tramo 4	Tramo 5
Al amparo de la emisión	SIVEM-053	SIVEM-053	SIVEM-053	SIVEM-053	SIVEM-053
Series pertenecientes al tramo	D,E	F, G	H, I	J, K	L, M
Monto de la emisión	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones
Amortizaciones	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento
Fecha de vencimiento	Octubre - 2015	Octubre - 2017	Octubre 2016	Octubre 2016	Octubre 2016
Pago de Intereses	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales
Tasa de Interés	6,25%	7,00%	6,25%	6,25%	6,25%
Redención anticipada	Si	Si	Si	Si	Si
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Tramo 6	Tramo 7	Tramo 8	Tramo 9	Tramo 10
Al amparo de la emisión	SIVEM-053	SIVEM-053	SIVEM-053	SIVEM-053	SIVEM-053
Series pertenecientes al tramo	N, O	P, Q	R, S	T, U	Y, Z
Monto de la emisión	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones
Amortizaciones	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento
Fecha de vencimiento	Octubre - 2017	Octubre - 2017	Octubre 2017	Octubre 2017	Octubre 2017
Pago de Intereses	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales
Tasa de Interés	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%	6,75%
Redención anticipada	Si	Si	Si	Si	Si
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Tramo 1	Tramo 2	Tramo 3	Tramo 4	Tramo 5
Al amparo de la emisión	SIVEM-065	SIVEM-65	SIVEM-065	SIVEM-065	SIVEM-065
Series pertenecientes al tramo	E, F	G, H	I, J	K, L	M, N
Monto de la emisión	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones
Amortizaciones	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento
Fecha de vencimiento	Febrero 2018	Febrero 2018	Febrero 2018	Marzo 2019	Marzo 2019
Pago de Intereses	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales
Tasa de Interés	6,50%	6,50%	6,50%	7,25%	7,25%
Redención anticipada	Si	Si	Si	Si	Si
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Tramo 6	Tramo 7	Tramo 8	Tramo 9	Tramo 10
Al amparo de la emisión	SIVEM-065	SIVEM-065	SIVEM-065	SIVEM-065	SIVEM-065
Series pertenecientes al tramo	O, P	Q, R	S, T	U, X	Y, Z
Monto de la emisión	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones	US$ 5,0 millones
Amortizaciones	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento
Fecha de vencimiento	Marzo 2019	Marzo 2019	Marzo 2019	Marzo 2019	Marzo 2019
Pago de Intereses	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales
Tasa de Interés	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%	7,25%
Redención anticipada	Si	Si	Si	Si	Si
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Emision 1	Emision 2	Emision 3	Emision 4
Al amparo de la emisión	SIVEM-091	SIVEM-091	SIVEM-091	SIVEM-091
Monto de la emisión	US$ 25,0 millones	US$ 15,0 millones	US$ 25,0 millones	US$ 35,0 millones
Amortizaciones	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento	Un cupón al vencimiento
Fecha de vencimiento	Noviembre 2025	Abril 2026	Abril 2026	Abril 2026
Pago de Intereses	Mensuales	Mensuales	Mensuales	Mensuales
Tasa de Interés	5,15%	6,25%	6,25%	6,25%
Redención anticipada	Si	Si	Si	Si
Conversión	No contempla	No contempla	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes	Suficientes	Suficientes
Garantías	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria	Quirografaria

Las clasificaciones de riesgo de Feller Rate no constituyen, en ningún caso, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado instrumento. El análisis no es el resultado de una auditoría practicada al emisor, sino que se basa en información pública remitida a la Superintendencia de Valores o a la Superintendencia de Bancos y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la clasificadora la verificación de la autenticidad de la misma.

La información presentada en estos análisis proviene de fuentes consideradas altamente confiables. Sin embargo, dada la posibilidad de error humano o mecánico, Feller Rate no garantiza la exactitud o integridad de la información y, por lo tanto, no se hace responsable de errores u omisiones, como tampoco de las consecuencias asociadas con el empleo de esa información. Las clasificaciones de Feller Rate son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que ésta tiene para cumplir con sus obligaciones en los términos y plazos pactados.

Prohibida la reproducción total o parcial sin la autorización escrita de Feller Rate.