# Compañía de Electricidad de Puerto Plata, S.A.

CEPP

Informe de Calificación

Superintendencia de Valores
Departamento de Registro
Comunicaciones de Entradas
14/10/2015 11:14 AM r.graciano
42504

## Calificaciones

| | |
|---|---|
| **Nacional** | |
| Largo Plazo | BBB(dom) |
| Corto Plazo | F3(dom) |
| Bonos 2013 por USD25 millones | BBB(dom) |
| **Perspectiva** | Estable |

## Información Financiera

**Compañía de Electricidad de Puerto Plata, S.A.**

| (USD millones) | UDM 30 jun 2015 | 31 dic 2014 |
|---|---|---|
| Ventas | 53 | 72 |
| EBITDA | 9 | 15 |
| Margen EBITDA (%) | 17 | 21 |
| Flujo Generado por las Operaciones (FGO) | 7 | 9 |
| Flujo de Caja Libre (FCL) | (10) | (8) |
| Efectivo e Inv. Corrientes | 1 | 8 |
| Deuda Total Aj. | 25 | 30 |
| Deuda Total Aj./EBITDAR (x) | 2.8 | 2.0 |
| Deuda Total Aj./FGO (x) | 2.9 | 2.8 |
| EBITDA/Intereses (x) | 4.7 | 7.5 |

x: veces
Fuente: CEPP

| Características de la Emisión de Deuda | |
|---|---|
| Tipo de Instrumento | Bonos Corporativos |
| Monto | USD25 millones |
| Año | 2013 |
| Vencimiento | 2019 |
| N° Registro | SIVEM 077 |

Fuente: Superintendencia de Valores

**Analistas**

Julio Ugueto
+57 1 484 6770 ext. 1038
julio.ugueto@fitchratings.com

Jorge Yanes
+57 1 484 6770 ext. 1170
jorge.yanes@fitchratings.com

## Factores Clave de las Calificaciones

**Debilitamiento de Posición Competitiva:** Con la terminación de sus contratos de venta de energía (PPA por sus siglas en inglés,) Compañía de Electricidad de Puerto Plata, S.A. (CEPP) quedó expuesta al mercado mayorista en un contexto de volatilidad mayor, reflejado en una caída del costo marginal de 34% a junio de 2015. La expectativa de la incorporación de aproximadamente 800 megavatios (MW) de generación térmica en el período de 2017 a 2019 contribuirá a debilitar la posición competitiva de la empresa, la cual podría quedar fuera de mérito en los próximos años forzándola a operar como un activo de respaldo del sistema.

**Capacidad Menor de Generación de Caja:** La exposición a bolsa determinó una reducción del EBITDA de CEPP de 49% para los últimos 12 meses (UDM) a junio de 2015 con respecto al promedio registrado en 2011-2014. Esto explica el aumento del apalancamiento respecto al EBITDA hasta 2.8 veces (x) a junio de 2015 desde 1.9x a diciembre de 2014 y que podría superar 3x al cierre de este año. El EBITDA proyectado podría disminuir a menos de USD2 millones en 2018, lo que presionaría la caja de la empresa justo antes del inicio de las amortizaciones de sus bonos corporativos por USD25 millones, los cuales vencerán entre enero y marzo de 2019.

**Mejora Coyuntural de Liquidez:** Durante septiembre de 2015, CEPP ejecutó una transacción que le permitió monetizar 100% de sus cuentas por cobrar vencidas con las empresas distribuidoras de energía. Ello elevó el saldo de efectivo hasta USD33 millones al cierre del tercer trimestre 2015, contribuyendo a mitigar la reducción de la generación de flujos operativos de la compañía.

**Volatilidad del Flujo de Caja Operativo Se Mantiene:** Fitch Ratings prevé la acumulación de más atrasos en el pago a las generadoras y espera que el EBITDA de CEPP se contraiga de manera importante en el corto y mediano plazo. Esto aumentará la volatilidad de la generación de flujo de caja operativo (FCO) de la empresa en los próximos trimestres. Al cierre del período UDM a junio de 2015, CEPP generó un FCO de USD8.9 millones, inferior al registrado en el año fiscal 2014 de USD17 millones, lo que se explica por la caída en el EBITDA y la volatilidad en la cobranza a las distribuidoras durante el período.

**Sector de Riesgo Alto:** El sector eléctrico dominicano presenta pérdidas de energía que superan 30% de las compras que se hacen a las generadoras. Esta situación debilita el flujo de caja de las distribuidoras de electricidad y las hace dependientes de las transferencias del Gobierno dominicano para honrar sus compromisos comerciales. Esto determina que el sector sea de riesgo alto, el cual evoluciona de acuerdo con el perfil de crédito del soberano.

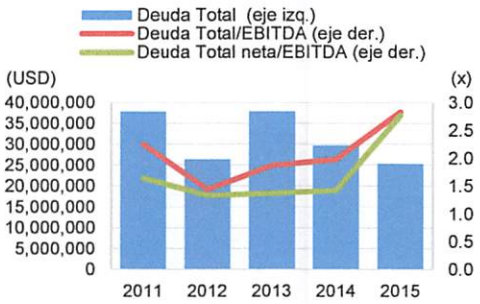
## Sensibilidad de las Calificaciones

Una acción negativa de calificación podría producirse por un manejo inadecuado de la caja que incrementara su exposición a riesgos de refinanciamiento así como por una baja en las calificaciones del soberano, un cambio adverso en el marco regulatorio que perjudicara la capacidad de generación de flujos operativos de las empresas del sector o un aumento sostenido del apalancamiento que lo hiciera superar 3x. Una acción positiva de calificación podría derivar de la obtención de un nuevo PPA por parte de CEPP o una mejora en las calificaciones del soberano.

## Deuda y Liquidez

Al 30 de junio 2015, la empresa registró efectivo en su balance por USD500 mil, monto que cubrió 1.08x sus obligaciones de corto plazo. A esta fecha, la deuda financiera de CEPP era de USD25.3 millones, comprendida principalmente por USD25 millones en bonos corporativos con vencimiento en marzo de 2019.

**Deuda y Apalancamiento**




Fuente: CEPP

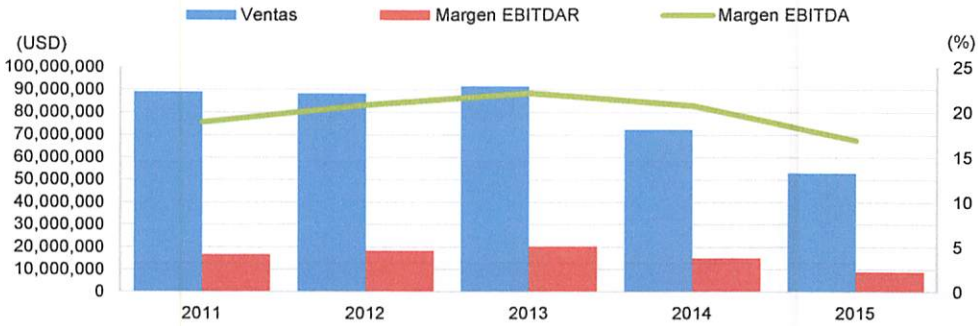
## Desempeño Financiero

La capacidad de generación de flujo de caja operativo de CEPP se ha debilitado al quedar expuesta 100% al mercado mayorista desde septiembre de 2014, momento en que expiraron sus contratos de venta de potencia y energía con Distribución de Energía del Norte (Ede Norte) y Distribución de Energía del Sur (Ede Sur). La falta de renovación de sus PPAs dejó a la empresa desprotegida en un contexto de volatilidad mayor del mercado, el cual reflejaba una caída del costo marginal de 34% a junio de 2015. Esta situación, junto al inicio de operaciones de unidades nuevas de generación térmica previsto entre 2017 y 2019 generará un debilitamiento mayor de su posición competitiva.

La falta de renovación de los PPAs de CEPP determinó una caída del EBITDA de la empresa de 49% durante el período UDM a junio de 2015 respecto al promedio registrado en 2011-2014. Como resultado de lo anterior, el apalancamiento respecto al EBITDA de la empresa aumentó hasta 2.8x a junio de 2015 desde 1.9x a diciembre de 2014 y podría superar 3x al cierre de este año.

Fitch prevé la prolongación de precios de combustibles bajos en el corto y mediano plazo y la incorporación de aproximadamente 800 MW adicionales de generación térmica en 2017-2019 contribuirán a mantener el costo marginal en el Sistema Eléctrico Nacional Interconectado (SENI) reducido. Esta expansión del SENI debilitará aún más la posición competitiva de CEPP, la cual podría incluso quedar fuera de mérito en los próximos años, lo que la forzaría a operar como un activo de respaldo del sistema. En este escenario, el EBITDA proyectado de la empresa podría disminuir a menos de USD2 millones en 2018, lo que presionaría la caja justo antes del inicio de las amortizaciones de sus bonos corporativos por USD25 millones, los cuales vencerán entre enero y marzo de 2019.

**Desempeño Financiero**




Fuente: CEPP

**Metodología Relacionada**
Metodología de Calificación de Empresas No Financieras (Diciembre 19, 2014).

## Perfil

CEPP es una empresa constituida en República Dominicana en 1991, que opera una planta de generación a fueloil número 6 con una capacidad instalada de 66.5 MW. Pertenece en 96.7% a IC Power S.A.S., empresa controladora radicada en Perú con activos de generación eléctrica ubicados en diversos países de Latinoamérica. El resto de las acciones son propiedad de Basic Energy, grupo inversionista en el sector eléctrico en Centroamérica y El Caribe.

### Operaciones

Todos los ingresos de CEPP provienen de la venta de capacidad y energía en el mercado mayorista de República Dominicana. Hasta septiembre de 2014, vendió su energía a través de un PPA por 50 MW a largo plazo con la empresa distribuidora estatal Ede Norte, el cual inició su vigencia a finales de 2002 por un período de 12 años.

En 2017, comenzará el ciclo combinado de DPP, que aumentó la capacidad generada en 114 MW, mientras que la primera etapa del proyecto de generación a carbón Punta Catalina, el cual contribuirá con 350 MW, iniciará en 2018. Luego de ello, CEPP se convertirá muy probablemente en planta de respaldo, operando en 90% como reserva fría y en 10% como reserva en caliente. Por esta razón, sus ingresos se limitarían al pago por la capacidad de sus MW disponibles a un precio aproximado de USD8.9 por MW al mes, ajustado por la inflación según el Índice de Precios al Consumidor (Consumer Price Index) de Estados Unidos.

El combustible primario utilizado por CEPP es el fueloil número 6, el cual se adquiere a través de compras del mercado mayorista (*spot*) efectuadas a proveedores foráneos, principalmente. Por lo tanto, la empresa no cuenta con contratos que garanticen el suministro de combustibles o la cubran ante fluctuaciones en los precios de los hidrocarburos.

### Posición Competitiva

CEPP es una generadora pequeña que opera dos unidades de generación relativamente eficientes con una capacidad instalada de 66 MW. La empresa mantuvo una participación de mercado de 2% del total de generación de energía en el país a junio de 2015, al producir 146 gigavatios por hora (GWh) de un total de 7,020 GWh generados en República Dominicana durante el período.

La compañía exhibe una eficiencia térmica de 9,673 Btu por kilovatios por hora, lo que le ha permitido ser despachada por mérito hasta junio de 2015. Si bien el costo variable de la empresa es competitivo actualmente, dejará de serlo en el futuro por la incorporación de nuevas unidades de generación más eficientes en términos de tasas de calor menores. Sin embargo, con la adición de MW más eficientes se anticipa que CEPP será desplazada en la curva de despacho, lo que explica la caída proyectada en su factor de capacidad desde un rango entre 50% y 60% histórico hasta 30% a partir de 2018.

## Resumen Financiero — Compañía de Electricidad de Puerto Plata, S.A.

| (USD miles, años al 31 de diciembre) | UDM 30 jun 2015 | 2014 | 2013 | 2012 | 2011 |
|---|---|---|---|---|---|
| **Rentabilidad** | | | | | |
| EBITDA | 8,928,592 | 15,022,220 | 20,258,770 | 18,382,340 | 16,861,274 |
| EBITDAR | 8,928,592 | 15,022,220 | 20,258,770 | 18,382,340 | 16,861,274 |
| Margen de EBITDA (%) | 16.9 | 20.7 | 22.1 | 20.8 | 18.9 |
| Margen de EBITDAR (%) | 16.9 | 20.7 | 22.1 | 20.8 | 18.9 |
| Retorno del FGO/Capitalización Ajustada (%) | 14.5 | 16.7 | 20.6 | 33.9 | 31.0 |
| Margen del Flujo de Fondos Libre (%) | (19.4) | (10.8) | (1.1) | 6.8 | (5.8) |
| Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%) | 10.4 | 0.0 | 27.9 | 38.2 | 107.3 |
| **Coberturas (x)** | | | | | |
| FGO/Intereses Financieros Brutos | 4.6 | 5.2 | 7.7 | 8.1 | 10.9 |
| EBITDA/Intereses Financieros Brutos | 4.7 | 7.5 | 9.1 | 7.3 | 9.5 |
| EBITDAR/(Intereses Financieros + Alquileres) | 4.7 | 7.5 | 9.1 | 7.3 | 9.5 |
| EBITDA/Servicio de Deuda | 3.7 | 2.1 | 0.5 | 1.3 | 1.1 |
| EBITDAR/Servicio de Deuda | 3.7 | 2.1 | 0.5 | 1.3 | 1.1 |
| FGO/Cargos Fijos | 4.6 | 5.2 | 7.7 | 8.1 | 10.9 |
| FFL/Servicio de Deuda | (3.5) | (0.8) | 0.0 | 0.6 | (0.2) |
| (FFL + Caja e Inversiones Corrientes)/Servicio de Deuda | (3.2) | 0.4 | 0.3 | 0.8 | 0.4 |
| FGO/Inversiones de Capital | 3.1 | 3.4 | 0.9 | 2.7 | 4.4 |
| **Estructura de Capital y Endeudamiento (x)** | | | | | |
| Deuda Total Ajustada/FGO | 2.9 | 2.8 | 2.2 | 1.3 | 2.0 |
| Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA | 2.8 | 2.0 | 1.9 | 1.4 | 2.2 |
| Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA | 2.8 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.6 |
| Deuda Total Ajustada/EBITDAR | 2.8 | 2.0 | 1.9 | 1.4 | 2.2 |
| Deuda Total Ajustada Neta/EBITDAR | 2.8 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.6 |
| Costo de Financiamiento Implícito (%) | 6.7 | 0.0 | 6.9 | 7.8 | 9.4 |
| Deuda Garantizada/Deuda Total | — | — | — | — | — |
| Deuda Corto Plazo/Deuda Total | 0.0 | 0.2 | 1.0 | 0.4 | 0.3 |
| **Balance** | | | | | |
| Total Activos | 67,645,201 | 70,606,605 | 94,313,295 | 70,072,228 | 74,672,317 |
| Caja e Inversiones Corrientes | 537,937 | 8,335,148 | 10,115,106 | 1,927,721 | 10,027,842 |
| Deuda Corto Plazo | 500,000 | 5,000,000 | 37,835,631 | 11,439,784 | 13,000,000 |
| Deuda Largo Plazo | 24,781,244 | 24,754,969 | — | 14,956,859 | 24,811,950 |
| **Deuda Total** | 25,281,244 | 29,754,969 | 37,835,631 | 26,396,643 | 37,811,950 |
| Total Patrimonio | 34,464,209 | 32,807,907 | 45,771,722 | 34,052,029 | 24,152,784 |
| **Total Capital Ajustado** | 59,745,453 | 62,562,876 | 83,607,353 | 60,448,672 | 61,964,734 |
| **Flujo de Caja** | | | | | |
| Flujo generado por las Operaciones (FGO) | 6,803,741 | 8,525,187 | 14,988,161 | 17,980,466 | 17,463,925 |
| Variación del Capital de Trabajo | 2,103,827 | 8,538,883 | 299,380 | (6,677,015) | (4,823,377) |
| **Flujo de Caja Operativo (FCO)** | 8,907,568 | 17,064,070 | 15,287,541 | 11,303,451 | 12,640,548 |
| Flujo de Caja No Operativo/No Recurrente Total | — | — | — | — | — |
| Inversiones de Capital | (2,866,747) | (5,088,218) | (16,250,335) | (4,263,342) | (2,901,515) |
| Dividendos | (16,300,000) | (19,800,000) | — | (1,000,000) | (14,900,000) |
| **Flujo de Fondos Libre (FFL)** | (10,259,179) | (7,824,148) | (962,794) | 6,040,109 | (5,160,967) |
| Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto | — | — | — | 11,909 | — |
| Otras Inversiones, Neto | 16,000,000 | 16,000,000 | — | — | — |
| Variación Neta de Deuda | (6,566,600) | (7,850,000) | 11,350,000 | (11,500,000) | 12,454,624 |
| Variación Neta del Capital | — | — | — | — | — |
| Otros (Inversión y Financiación) | (1,969,560) | (2,105,810) | (2,199,821) | (2,652,139) | (121,957) |
| **Variación de Caja** | (2,795,339) | (1,779,958) | 8,187,385 | (8,100,121) | 7,171,700 |
| **Estado de Resultados** | | | | | |
| Ventas Netas | 52,861,483 | 72,428,473 | 91,517,080 | 88,284,212 | 89,063,639 |
| Variación de Ventas (%) | — | (99.9) | 3.7 | (0.9) | 131,085.4 |
| EBIT | 5,162,315 | 10,950,962 | 16,298,232 | 14,532,204 | 13,383,559 |
| Intereses Financieros Brutos | 1,909,930 | 1,992,610 | 2,220,356 | 2,514,010 | 1,772,299 |
| Alquileres | — | — | — | — | — |
| Resultado Neto | 4,137,101 | 7,179,781 | 11,144,821 | 11,104,159 | 12,978,426 |

Fuente: CEPP

**Las calificaciones señaladas fueron solicitadas por el emisor o en su nombre y, por lo tanto, Fitch ha recibido los honorarios correspondientes por la prestación de sus servicios de calificación.**

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: WWW.FITCHRATINGS.COM. ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB WWW.FITCHRATINGS.COM. LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2015 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un substituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.