CEPM
Consorcio Energético
Punta Cana-Macao
Generando desarrollo con energía confiable

23 de Julio de 2020

Lic.
Gabriel Castro González
Superintendente
Superintendencia de Valores de la República Dominicana
César Nicolás Penson No.66, Gazcue
Santo Domingo, D.N.

Atención: **Dirección de Oferta Pública**

Asunto.: Hecho relevante calificación crediticia anual Feller Rate

Estimados Señores:
Anexo a la presente le remitimos el informe de calificación crediticia en cumplimiento con el artículo 12, numeral 1), literal a) de la norma que establece disposiciones sobre información privilegiada, hechos relevantes y manipulación de mercado, R-CNV-2015-33-MV. Consorcio Energético Punta Cana Macao, S.A. (CEPM) como emisor inscrito en el Registro del Mercado de Valores bajo el número SIVEV- 035 tiene a bien informarle que la calificadora de riesgo Feller Rate ha emitido el informe trimestral de calificación crediticia de Largo plazo otorgándonos la calificación AA+ con perspectivas negativas para las emisiones SIVEM 091 y SIVEM 111.

Sin otro particular, se despide,

Atentamente,

Erwin Méndez
Tesorero

CONSORCIO ENERGETICO PUNTA CANA MACAO
CEPM

Anexo citado.

CONSORCIO ENERGÉTICO PUNTA CANA – MACAO S.A.

INFORME DE CALIFICACIÓN - JULIO 2020

	Abril 2020	Julio 2020
Solvencia	AA+	AA+
Perspectivas	Negativas	Negativas

** Detalle de calificaciones en Anexo.*

Indicadores Relevantes

	2018	2019	Mayo 20
Margen Ebitda	26,6%	31,3%	31,6%
Rentabilidad operacional	12,3%	13,7%	10,9%
Rentabilidad patrimonial	15,9%	19,6%	9,9%
Deuda fin. aj (1) / Patrimonio	1,0	1,1	1,1
Ebitda aj (2) / Gastos financieros	9,5	7,2	4,4
Deuda financiera aj (1) / Ebitda aj (2)	1,8	2,2	2,6
Deuda financiera neta aj (3) / Ebitda aj (2)	1,5	1,9	2,1
Liquidez corriente	1,9	1,4	1,8

**Indicadores anualizados donde corresponda*

Perfil de Negocios: Fuerte

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Vulnerable	Adecuado	Satisfactorio	Fuerte
Posición competitiva en sistema aislado y exclusiva zona de distribución					■
Sistema integrado con confiabilidad en la generación. expuesto a combustibles					■
Suministro de combustibles y/o energía.					■
Política comercial conservadora					■
Riesgos naturales y regulatorios				■	
Concentración del sector hotelero e industria del turismo			■		

Posición Financiera: Sólida

Principales Aspectos Evaluados	Débil	Ajustada	Intermedia	Satisfactoria	Sólida
Rentabilidad					■
Generación de flujos				■	
Endeudamiento					■
Coberturas crediticias					■
Liquidez				■	

Fundamentos

La calificación asignada a la solvencia y los bonos corporativos de Consorcio Energético Punta Cana – Macao S.A. (CEPM) responde a su Perfil de Negocios "Fuerte" y su posición Financiera "Satisfactoria".

La calificación asignada refleja su condición de operador eléctrico integrado dentro de un sistema aislado en una concesión de largo plazo. Asimismo, considera la existencia de clientes con contratos de largo plazo e indexados a costo combustible, con baja morosidad y buenos indicadores relativos de calidad de servicio y eficiencia. En contraparte, incorpora la dependencia del sector turístico, la exposición a la volatilidad de los precios de los combustibles y la importancia de EGE Haina como proveedor de energía.

Dada la pandemia por COVID-19 que impacta desde marzo de 2020 y el importante grado de exposición de los ingresos a clientes hoteleros del sector turismo, la compañía ha realizado una serie de ajustes con la finalidad de mantener las operaciones, resguardando la integridad de sus colaboradores. De esta forma, se ha adaptado el sistema a la nueva demanda, que ha caído aproximadamente en un 50%, ajustando los compromisos contractuales de compra de energía y generación. Dada la caída esperada en los ingresos, producto de una menor demanda eléctrica y térmica, la compañía está reduciendo en un 25% su opex (US$ 10 millones aproximadamente) y eliminando capex no esencial, el cual pasó desde US$ 32 millones a U$ 17 millones para el año 2020. Asimismo, destaca la flexibilización de los dividendos, esperando el no reparto de estos para este año, con la finalidad de seguir fortaleciendo la posición de caja de la compañía para mitigar situaciones de stress.

En línea con lo anterior, CEPM mantiene una buena flexibilidad financiera, con recursos en caja, a febrero de 2020, por US$ 28 millones y vencimientos de deuda por US$ 28 millones en el corto plazo, compuesta de créditos bancarios, sin vencimientos de bonos hasta el año 2025. De estos, US$ 25 millones son créditos revolventes, renovables a vencimiento. La compañía ha cerrado acuerdos con el Banco Popular el cual ha otorgado flexibilidad en el pago de capital, en el caso de necesitarlo.

Para este año 2020 se considera la reducción de los ingresos y el ajuste en las estructuras de opex y capex, la reducción del barril de combustible y el retraso en 2 meses de las cuentas por pagar de sus principales clientes hoteleros (aun cuando a fines de marzo los hoteles han pagado el 50% a tiempo y el resto al mes que sigue) y el no reparto de dividendos, lo cual permitiría el pago de sus obligaciones financiera de corto plazo, sin necesidad de recurrir a la flexibilidad otorgada por el banco, generando un Ebitda en torno a los US$ 40 millones a US$ 45 millones, permitiendo un indicador en torno a los 3,5x a 4,0x, en el límite de la categoría actual.

Perspectivas: Negativas

ESCENARIO DE BAJA: Las perspectivas negativas responden al alto nivel de incertidumbre hacia el año 2021 para el sector turismo lo cual tiene implicancias en la demanda de energía hotelera y flujos operacionales para CEPM. Si bien se consideraba probable una recuperación en un periodo estimado de 18 meses, la situación actual es de alta incertidumbre, junto con la viabilidad de algunos de estos activos hoteleros en crisis. Dado esto, el escenario de baja se podría gatillar ante un importante deterioro de la liquidez dada una mayor duración de la crisis Covid-19 y/o incrementos en el endeudamiento estructural.

ESCENARIO DE ESTABILIZACION: Este considera el retorno de los niveles de liquidez y generación de Ebitda previo a la crisis, con un a indicador de deuda financiera / Ebitda en torno a 2,0x, post recuperación esperada.

PERFIL DE NEGOCIOS: FUERTE

Factores Clave

- Concesión de largo plazo con operación aislada del SENI y exclusiva en zona de distribución.
- Generación basada en combustibles fósiles expuestos a volatilidad de precios.
- Contratos indexados a largo plazo, con contrapartes de buena calidad crediticia. No obstante, concentrado en sector hotelero, que actualmente se encuentra altamente expuesto a crisis Covid 19.
- Relativa dependencia del suministro de energía por parte de EGE Haina.

POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

Factores Clave

- Márgenes altamente estables.
- Indicadores financieros en línea con la categoría asignada.
- Alta flexibilidad financiera y satisfactoria posición de liquidez.

Analista: Nicolás Martorell
Nicolas.martorell@feller-rate.com
(562) 2757-0496
Felipe Pantoja
Felipe.pantoja@feller-rate.com
(562) 2757-0470

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

Solvencia	AA+
Perspectivas	Negativas

Propiedad

La Compañía es controlada en un 99,99% por InterEnergy Utilities,S.L, controlada por InterEnergy Group Limited.

InterEnergy Group Limited es una compañía dedicada a la generación y distribución de electricidad con activos en República Dominicana, Panamá, Jamaica y Chile. Sus accionistas son Interenergy Partners LP, Portland Private equity fund, IFC/ALAC y Barings.

PERFIL DE NEGOCIOS *FUERTE*

- 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 Compañía de Electricidad de Bayahibe S.A. (CEB). Además, la compañía suministra energía eléctrica a hoteles en el área de Puerto Plata y Samaná. Adicionalmente, la compañía provee energía térmica, participa en el negocio de fibra óptica y negocio de TV Digital interactiva con MCR y Terafone.
- Además CEPM posee cerca del 18% de la propiedad de La Compañía de Electricidad de San Pedro de Macorís (CESPM), manteniéndola como inversión en empresa relacionada, después de una serie de operaciones y contratos de compraventa, en 2018 y 2019. Asimismo, como parte de las operaciones finales mencionadas, un pago de US$ 17,6 millones está pendiente. Esto debido a la pandemia que ha retrasado el cierre y cobro de este monto, (principalmente debido al retraso en el inicio de generación con gas natural de CESPM).

Impacto por Covid-19 ante importante porción de flujos provenientes del turismo

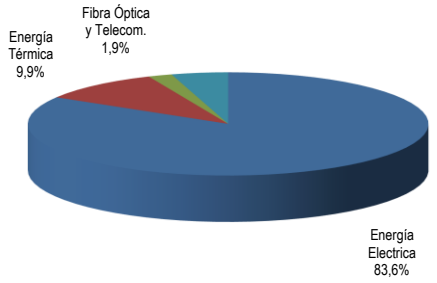
- Históricamente, los ingresos de CEPM han mostrado un crecimiento sostenido gracias a la fuerte demanda eléctrica, fundamentada en el desarrollo turístico del sector de Punta Cana. Los ingresos por turismo han mantenido un crecimiento sostenido en República Dominicana, promediando un incremento anual del 35% los últimos 18 años. Esta industria ha representado 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 cerca del 60% de los turistas que llegan a la nación desembarcan en el aeropuerto ubicado en dicha localidad. Asimismo, en los últimos 8 años, el sector ha mantenido tasas de ocupación hotelera en torno al 70%, indicador que demuestran estabilidad en la demanda turística en República Dominicana.
- No obstante, la Pandemia Covid-19 que azota el mundo ha impactado fuertemente el turismo global dadas las restricciones de movilidad, medidas sanitarias, cierres de espacios aéreos y fronteras.
- Cerca del 77% de las ventas de la compañía provienen del sector hotelero, el cual ha visto reducida sus tasas de ocupación y en consecuencia la demanda de energía de la compañía. De esta forma, a mayo de 2020, las ventas físicas presentan una caída del 29% con respecto a igual año anterior. No obstante, a la entrada de nuevos clientes hoteleros implicaría una leve recuperación para junio y julio.
- En cuanto a la cobranza y la mora, esta se ha mantenido en niveles controlados durante la pandemia, debido a los prepagos de clientes residenciales, el término de la medida asociada a la suspensión del corte y un buen comportamiento de los clientes hoteleros, a pesar de la menor facturación.
- Con la finalidad de enfrentar las consecuencias en la generación de efectivo, CEPM ha realizado una serie de ajustes para mantener las operaciones, resguardando la integridad de sus colaboradores.
- De esta forma, se ha adaptado el sistema a la nueva demanda, que ha caído aproximadamente en un 50%, quedando con dos motores de Sultana y el resto con generación de planta Bávaro.
- Dada la caída esperada en los ingresos para este año, producto de una menor demanda eléctrica y térmica, la compañía está reduciendo en un 25% su opex (US$ 10 millones aproximadamente) y eliminando capex no esencial, el cual pasó desde US$ 32 millones a U$ 17 millones para el año 2020.
- Asimismo, destaca la flexibilización de los dividendos, esperando el no reparto de estos para este año, con la finalidad de seguir fortaleciendo la posición de caja de la compañía para mitigar situaciones de stress.
- Feller Rate aun considera como alto el nivel de incertidumbre hacia el año 2021 para el sector turismo, lo cual tiene implicancias en la demanda de energía hotelera y flujos operacionales para CEPM. Si bien se consideraba probable una recuperación en un periodo estimado de 18

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

Solvencia	AA+
Perspectivas	Negativas

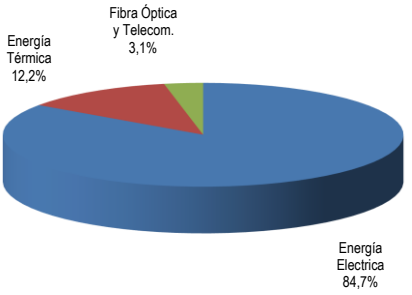
Distribución de los ingresos

Mayo de 2020 anualizado



Distribución del Ebitda

Mayo de 2020 anualizado



meses, la situación actual es de alta incertidumbre respecto de la viabilidad de algunos de estos activos hoteleros en crisis.

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 entrega el derecho de acordar contratos de venta con los clientes considerando los precios establecidos por la Superintendencia de Electricidad (SIE).
- 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 y confiabilidad; no obstante, expuesto a la volatilidad del precio de los combustibles dado su carácter térmico.

- La generación de la empresa es exclusivamente térmica, en base a Heavy Fuel Oil (HFO), Light Fuel Oil (LFO) y Gas Natural licuado (LNG) 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 cuenta con una capacidad instalada de generación de 106,5 MW HFO; 80,9 MW LNG; 9,3 MW LFO, 12 MWp Solar y 8,3 MW Eólico totalizando 205 MW propios. 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 13 subestaciones, operando a 69 kV y distribuyendo a clientes finales en 12,5 kV.
- A fines del 2019, las principales obras que se encontraban en proceso de construcción de CEPM para ser terminadas en 2020 eran la expansión de redes Miches; la inversión del proyectos solar de 7,2 MW; Anillo 69KV p-Caribe; proyecto solar para Hotel Nickelodeon, Proyecto Solar de Autogeneración; Subestación Verón, entre otros.
- 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, junto con una frecuencia de cortes casi nula y perdidas de energía en torno a un 5% (versus 40% en el SENI) Además, la integración vertical le permite no exponerse a riesgos de contraparte comercial con otras compañías eléctricas dentro de la industria.

Adecuado abastecimiento de combustibles para la generación de energía eléctrica de CEPM con cierto grado de dependencia de suministro de energía de EGE Haina

- Con respecto al suministro de gas natural, CEPM a fines de 2018 firmó con AES Andrés un contrato multianual de suministro de GNL por 4 años (hasta 2022) para suministrar 3,3 TBTU de Gas Natural para 51 MW base + 22 MW *peak*. Dicho contrato está indexado a Henry Hub y CPI estadounidenses.
- CEPM tiene la posibilida de comprar en el mercado internacional bajo contratos de corto plazo el combustible usado para generación a proveedores como Novum Energy Shell. Localmente compra a Refinería Dominicana de Petróleo, sin exclusividad.

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

Solvencia	AA+
Perspectivas	Negativas

Cifras de la operación

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Generación propia (GWh)	263	305	359	377	359	381	398	488
Compras físicas netas (GWh)	506	481	478	505	563	592	624	573
Ventas físicas (GWh)	719	741	750	834	813	868	917	944
Perdidas (%)	6,3	5,7	5,5	5,5	5,5	5,5	5,2	4,2
Precio de venta (US$/MWh)	276	271	261	201	189	213	233	229
Costo de generación (US$/MWh)	182	170	152	89	69	94	116	84
Costo de energía adquirida (US$/MWh)	151	144	131	72	63	80	102	95
Precio combustible (US$/BBl)	108	101	91	48	44	59	74	64

- Esto es consistente con las inversiones desarrolladas en 2018, lo cual permitirá mejorar la diversificación operacional de tecnologías, la eficiencia y los márgenes operacionales.
- CEPM además posee 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 125 MW totales de potencia instalada propia, la compañía tiene un contrato de suministro de energía de largo plazo (20 años) 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 60% 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%.

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

- CEPM suministra energía a los grandes consumidores (media tensión) y a los pequeños consumidores (baja tensión).
- 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 contratos PPA con estos consumidores, denominados en dólares y con cláusulas de indexación al CPI y al precio de combustibles (HFO), con plazos desde los 2 a 20 años. Los precios son negociados entre ambas partes y son competitivos con respecto a los precios no subsidiados del SENI.
- Los consumidores en baja tensión corresponden a clientes residenciales. A fines de 2019, existían sobre 30 mil clientes que representaban aproximadamente un 23% 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 Hard Rock, Barceló, Meliá, Riu, Iberostar y Central Romana, entre otros, existiendo una adecuada atomización dentro del sector hotelero.

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 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

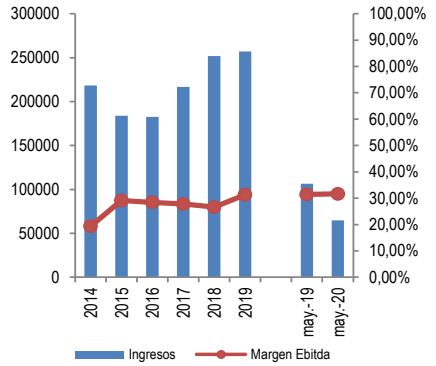
- A la fecha, subsisten problemas en el sector eléctrico en República Dominicana, como los altos subsidios a las tarifas (como resultado de fijación tarifaria a los clientes regulados y una matriz concentrada en generación en base a derivados del petróleo), debilidad en la cadena de pagos, mala calidad 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 podrían producirse en temas de tarificación, plan de obras e interconexión.
- Con respecto a acciones legales en contra de CEPM, la compañía ha mantenido una activa gestión en estos procesos y no ha registrado provisión en relación con estos reclamos en los

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

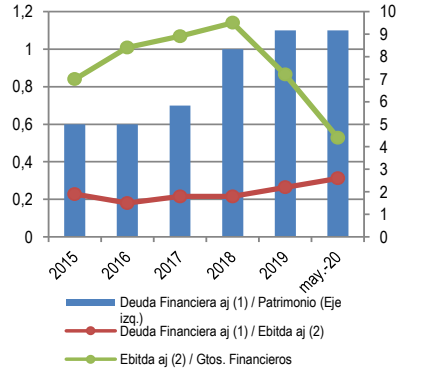
Solvencia	AA+
Perspectivas	Negativas

Evolución de ingresos y márgenes

En miles de US$



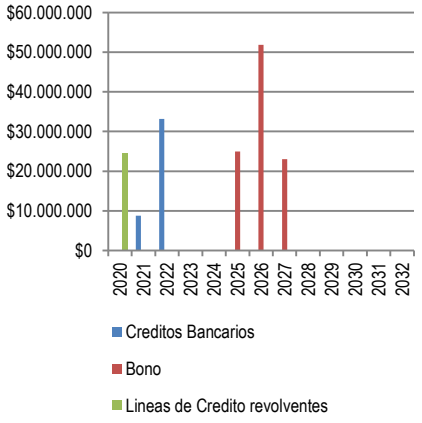
Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



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 de deuda financiera

Al 1 de julio de 2020, US$



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 siempre mantiene un monitoreo continuo de estos litigios.

POSICION FINANCIERA *FUERTE*

Resultados y márgenes:

Alta capacidad de generación de caja, pero expuesta a precios de combustibles, con márgenes relativamente estables gracias a PPAs. No obstante, afectados en 2020 por pandemia.

- En 2019, los ingresos registraron un aumento de un 2,0%, en relación al 2018, como resultado del alza de las ventas físicas (+2,9%) que compenso la caída de las tarifas promedio en un 1,9% (en línea con el menor precio del combustible), apoyado adicionalmente por mayores ingresos por ventas térmicas servicios de telecomunicaciones. En cuanto a los gastos y costos operativos, estos también disminuyeron debido a menores costos de combustibles, mayores eficiencias en las operaciones, menores perdidas eléctricas y menores costos de compra de energía. Con todo, el Ebitda alcanzó los US$ 80,5 millones, registrando un alza desde los US$ 67,1 millones en 2018.
- Destaca un *impairment* en 2017 del parque eólico Quilvio Cabrera por US$ 3 millones, con efecto contable en gasto y en propiedades, plantas y equipo, sin afectar la posición y capacidad de generación de caja de la compañía. La actualización de esta prueba para 2018 y 2019 no resultó en un deterioro adicional por parte de los auditores.
- En los 5 primeros meses de 2020, los ingresos de CEPM cayeron un 39,2% con relación a mayo de 2019, alcanzando US$ 64,7 millones, debido a la fuerte caída de las ventas físicas de 29,3% con respecto a igual periodo del año anterior y también por la caída de un 13,5% de los precios promedio de venta de energía, enmarcado en escenario de pandemia. Esta disminución de la tarifa por energía eléctrica se explica por la reducción del precio de combustibles y las cláusulas de indexación del precio de la energía en los contratos. Asimismo, también se observó una menor generación propia y menores compras de energía a terceros y capacidad.
- Con todo, dado los esfuerzos de reducción de opex planteados el margen Ebitda se ha mantenido dentro de su categoría, alcanzando un 31,6% en mayo de 2020, junto con un valor de US$ 20,4 millones, exhibiendo los impactos del sector turismo.

Niveles de endeudamiento dentro del rango de calificación

- A mayo de 2020, la compañía mantenía una deuda financiera por US$ 173 millones compuesta US$ 100 millones por los Bonos Corporativos locales, y US$ 42 millones por créditos bancarios con Banco Popular (vencimientos trimestrales, con un balloon de 25% en 2022, utilizado para financiar el plan de inversiones 2018), líneas de crédito revolvente con vencimiento en 2020 con Popular, Reservas y Citibank por US$ 24,5 millones. Además, dada NIIF 16 se incorporó la deuda por arrendamiento financiera en torno a US$ 5,6 millones a contar del 31/12/2019, la cual debería contabilizar sus gastos asociados como financieros.
- La deuda se encuentra totalmente denominadas en dólares americanos (exhibiendo un adecuado calce con los ingresos) y un 70% a tasa fija.
- Esta deuda, que registró un aumento en 2018 y ha girado líneas con el fin de preservar la liquidez, en conjunto el aumento de la base patrimonial generó un *leverage* financiero en torno a las 1,1x, a mayo de 2020. Destaca una buena cobertura de gastos financieros de 4,4x, junto con un indicador deuda financiera aj. / Ebitda aj. de 2,6x. Asimismo dicho indicador neto de caja alcanzó las 2,1x a igual fecha.
- Dada la pandemia, Feller Rate espera que el indicador se mantenga en torno a 3,5x a 4,0x en el corto plazo.

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

Solvencia	AA+
Perspectivas	Negativas

Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes, al cierre de mayo 2020, por US$ 28 millones
- Flujo de fondos operativos consistentes con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base

Principales Usos de Liquidez

- Amortización de obligaciones financieras acordes al calendario de vencimientos
- Requerimientos de capital de trabajo acotados
- CAPEX ajustado según el plan de crecimiento base informado por la empresa
- Reparto de dividendos flexibilizado.

Satisfactoria posición de liquidez

- El escenario de liquidez es "Satisfactorio" y considera una situación de *stress* base a la generación de Ebitda del año en línea con los efectos de la pandemia.
- Así, considera como fuentes de fondos un Ebitda promedio estimado por Feller Rate en torno a los US$ 40 millones - US$ 45 millones y una caja de US$ 28 millones a mayo de 2020. Asimismo, considera el buen acceso al mercado financiero y la flexibilidad que otorgaría banco popular para el pago de capital de sus créditos,
- Por otra parte, considera como principales usos de fondos, los vencimientos de pasivos financieros de corto plazo en torno a los US$ 28 millones a mayo de 2020 (US$ 25 millones en créditos revolventes con vencimientos durante lo que resta de 2020) un capex base reducido en torno a los US$ 17 millones, necesidades de capital de trabajo y el no reparto de dividendos.
- Además, Feller Rate considera la posibilidad de retrasos en proyectos lo cual permitiría disminuir los fondos requeridos para este año.
- Destaca, un perfil de vencimientos estructurados preferentemente en el largo plazo, con vencimientos de bonos hacia 2025, deuda revolvente solo en el corto plazo y amortizaciones de créditos bancarios en 2021 y 2022.

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

	Abril 2017	Junio 2017	Julio 2017	Oct. 2017	Enero 2018	Abril 2018	Junio 2018	Julio 2018	Oct.2018	Enero 2019	Abril 2019	Julio 2019
Solvencia	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
Perspectivas	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Estables	Negativas	Negativas
Bonos Corp. SIVEM-091	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+
Bonos Corp. SIVEM-111	-	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+	AA+

Resumen Financiero Consolidado

Millones de US$

	2015	2016	2017	2018	2019	Mayo 2019*	Mayo 2020*
Ingresos	184.030	182.476	216.779	251.879	256.986	106.557	64.749
EBITDA	53.466	51.850	60.366	67.069	80.473	33.491	20.442
EBIT	36.959	34.832	42.930	48.303	54.683	22.055	9.900
Resultado Operacional	38.122	34.124	53.446	48.978	55.471	22.297	10.021
UTILIDAD (pérdidas)	29.640	19.807	35.890	26.435	31.917	13.566	-2.489
Activos totales	299.006	283.091	314.216	393.758	400.106	395.746	390.893
Pasivos exigibles	138.358	133.620	149.801	227.907	236.989	219.481	230.265
Deuda Financiera	100.822	96.151	109.779	170.663	176.608	171.456	173.838
Deuda Financiera ajustada (1)	100.983	96.292	109.816	170.670	176.608	171.456	173.838
Ebitda Ajustado (2)	53.466	63.820	60.366	92.989	81.126	33.491	20.442
Patrimonio	160.649	149.474	164.415	165.850	163.117	176.265	160.628
Margen Ebitda	29,1%	28,4%	27,8%	26,6%	31,3%	31,4%	31,6%
Rentabilidad Operacional	12,4%	12,3%	13,7%	12,3%	13,7%	12,6%	10,9%
Rentabilidad Patrimonial	18,5%	13,3%	21,8%	15,9%	19,6%	16,0%	9,9%
Deuda Financiera aj (1) / Patrimonio	0,6	0,6	0,7	1,0	1,1	1,0	1,1
Ebitda aj (2) / gastos financieros	7,0	8,4	8,9	9,5	7,2	7,5	4,4
Deuda Financiera aj (1) / Ebitda aj (2)	1,9	1,5	1,8	1,8	2,2	1,7	2,6
Deuda financiera neta aj (3) / Ebitda aj (2)	1,3	1,1	1,4	1,5	1,9	1,6	2,1
Liquidez Corriente	1,9	2,5	3,1	1,9	29%	14%	36%

(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*

Características de los instrumentos

Emisión de Bonos Corporativos

Número de Registro	SIVEM-091	SIVEM - 111
Valor total de la emisión	US$100 millones	US$ 23 millones
Fecha de colocación / emisión	12/11/2015 ; 20/04/2016	20/11/2017
Covenants	No tiene	No tiene
Series/emisiones inscritas al amparo de la Emisión	1°, 2°, 3°, 4°	1°
Conversión	No contempla	No contempla
Resguardos	Suficientes	Suficientes
Garantía	Quirografaria	Quirografaria

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

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Emisión 1	Emisión 2	Emisión 3	Emisión 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

EMISIONES DE BONOS VIGENTES	Emisión 1
Al amparo de la emisión	SIVEM-111
Monto de la emisión	US$23,0 millones
Amortizaciones	Un cupón al vencimiento
Fecha de vencimiento	Noviembre 2027
Pago de Intereses	Mensuales
Tasa de Interés	5,5%
Redención anticipada	Si
Conversión	No contempla
Resguardos	Suficientes
Garantías	Quirografaria

Nomenclatura de Calificación

Calificación de Solvencia

- Categoría AAA: Corresponde a aquellas entidades con la más alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellas entidades con una muy alta capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellas entidades con una buena capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellas entidades con una suficiente capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BB: Corresponde a aquellas entidades con capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de intereses y del capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellas entidades con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de debilitarse ante posibles cambios en la entidad, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retrasos en el pago de obligaciones.
- Categoría C: Corresponde a aquellas entidades que no cuentan con capacidad suficiente para el pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida.
- Categoría D: Corresponde a aquellas entidades que no cuentan con capacidad de pago de sus obligaciones en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de obligaciones, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellas entidades sin información suficiente o representativa para el período mínimo exigido y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Calificación Títulos de Deuda de Mediano y Largo Plazo

- Categoría AAA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría AA: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una muy alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, la cual no se vería afectada en forma significativa ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría A: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de deteriorarse levemente ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.
- Categoría BBB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es susceptible de debilitarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía.

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

- Categoría BB: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con capacidad para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en retraso en el pago de intereses y el capital.
- Categoría B: Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con el mínimo de capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, pero ésta es muy variable y susceptible de deteriorarse ante posibles cambios en el emisor, en la industria a que pertenece o en la economía, pudiendo incurrirse en pérdida de intereses y capital.
- Categoría C: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad suficiente para el pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, existiendo alto riesgo de pérdida de capital e intereses.
- Categoría D: Corresponde a aquellos instrumentos que no cuentan con capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, y que presentan incumplimiento efectivo de pago de intereses y capital, o requerimiento de quiebra en curso.
- Categoría E: Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información suficiente o representativa para el período mínimo exigido para la calificación, y además no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para las categorías de riesgo entre AA y B, la Calificadora utiliza la nomenclatura (+) y (-), para otorgar una mayor graduación de riesgo relativo.

Títulos de Deuda de Corto Plazo

- Categoría 1 (C-1): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con la más alta capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Categoría 2 (C-2): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con una buena capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Categoría 3 (C-3): Corresponde a aquellos instrumentos que cuentan con suficiente capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados.
- Categoría 4 (C-4): Corresponde a aquellos instrumentos cuya capacidad de pago del capital e intereses en los términos y plazos pactados, no reúne los requisitos para calificar en los niveles C-1, C-2 o C-3.
- Categoría 5 (C-5): Corresponde a aquellos instrumentos cuyo emisor no posee información representativa para el período mínimo exigido para la calificación y, además, no existen garantías suficientes.

Adicionalmente, para aquellos títulos con calificaciones en Categoría 1, Feller Rate puede agregar el distintivo (+).

Feller Rate distingue los instrumentos entre aquellos que se consideran “grado inversión” y aquellos considerados como ”no grado inversión” o ”grado especulativo”. Para la deuda de largo plazo, son “grado inversión” todos los títulos que tengan una calificación igual o superior a “BBB-“. En el caso de deuda de corto plazo, son “grado inversión” los que posean calificación igual o superior a “Categoría 3”.

Perspectivas

Feller Rate asigna «Perspectivas de la Calificación» como opinión sobre el comportamiento de la calificación de la solvencia de la entidad en el mediano y largo plazo. La calificadora considera los posibles cambios en la economía, las bases del negocio, la estructura organizativa y de propiedad de la empresa, la industria y en otros factores relevantes. Con todo, las perspectivas no implican necesariamente un futuro cambio en las calificaciones asignadas a la empresa.

- POSITIVAS: La calificación puede subir.
- ESTABLES: La calificación probablemente no cambie.
- A LA BAJA: La calificación puede bajar.
- EN DESARROLLO: La calificación puede subir o bajar.

Creditwatch

Por otra parte, «Creditwatch» señala la dirección potencial de una calificación, centrándose en eventos y tendencias de corto plazo que motivan que ésta quede sujeta a una observación especial por parte de Feller Rate. Estos son los casos de fusiones, adquisiciones, recapitalizaciones, acciones regulatorias, cambios de controlador o desarrollos operacionales anticipados, entre otros. Una calificación aparece en «Creditwatch» cuando se produce un hecho de este tipo o una desviación de la tendencia esperada, requiriéndose, por tanto, de antecedentes adicionales para revisar la calificación vigente.

El que una calificación se encuentre en «Creditwatch» no significa que su modificación sea inevitable. Las calificaciones colocadas en «Creditwatch» pueden tener una calificación «positiva», «negativa» o «en desarrollo».

- CW POSITIVO: La calificación puede subir.
- CW NEGATIVO: La calificación puede bajar.
- CW EN DESARROLLO: La calificación puede subir, bajar o ser confirmada.

Descriptores de Liquidez

- Robusta La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite, incluso ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas, cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.
- Satisfactoria: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con holgura el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress severo que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Suficiente: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un escenario de stress moderado que afecte las condiciones económicas, de mercado u operativas.

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

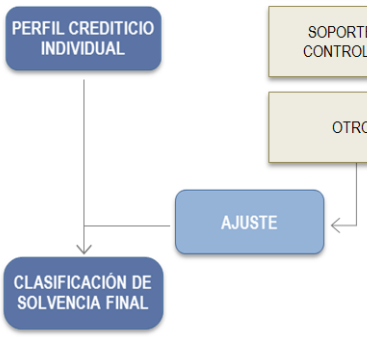
- Ajustada: La empresa cuenta con una posición de liquidez que le permite mínimamente cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses. Sin embargo, ésta es susceptible de debilitarse ante un pequeño cambio adverso en las condiciones económicas, de mercado u operativas.
- Insuficiente: La empresa no cuenta con una posición de liquidez que le permita cumplir con el pago de sus obligaciones financieras durante los próximos 12 meses.

Matriz de Riesgo Crediticio Individual y Calificación Final

La matriz presentada en el diagrama entrega las categorías de riesgo indicativas para diferentes combinaciones de perfiles de negocio y financieros. Cabe destacar que éstas se presentan sólo a modo ilustrativo, sin que la matriz constituya una regla estricta a aplicar. Pueden existir factores o coyunturas que pueden implicar desviaciones, en un sentido u otro, desde las categorías indicadas por la matriz.

PERFIL DE NEGOCIOS	POSICION FINANCIERA: SÓLIDA	SATISFACTORIA	INTERMEDIA	AJUSTADA	DÉBIL
FUERTE	AAA / AA+	AA+ / AA / AA-	A+ / A / A-	BBB+ / BBB BBB-	-
SATISFACTORIO	AA+ / AA / AA-	AA- / A+ / A	A / A- / BBB+	BBB+ / BBB BBB- / BB+	BB- / B+
ADECUADO	A+ / A	A / A- / BBB+	BBB+ / BBB BBB-	BBB- / BB+ / BB	BB- / B+ / B
VULNERABLE	-	-	BBB- / BB+	BB / BB- / B+	B+ / B / B-
DÉBIL	-	-	-	B+ / B / B-	B-

OTROS FACTORES	
RELACIÓN MATRIZ - FILIAL	
SOPORTE DEL ESTADO	
SOPORTE DEL CONTROLADOR	
OTROS	



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.