Empresa Generadora de Electricidad Itabo, S.A.

ITABO

Informe Integral

Superintendencia de Valores
Division de Registro
Comunicaciones de Entradas
30/07/2013 1:27 PM r.graciano
29037

Calificaciones

Nacional

Largo Plazo	A-(dom)
Bonos USD 25 MM	A-(dom)

Perspectiva
Estable

Resumen Financiero

ITABO

(Millones Pesos)	31/03/13*	31/12/12
Ventas Netas	9.314	9.428
EBITDA	1.965	2.146
Margen EBITDA (%)	21,1	22,8
Deuda Financiera	5.405	5.289
Deuda/ EBITDA	2,8x	2,5x
EBITDA/ Intereses 12 meses	1,9x	2,1x

Características de la Emisión de Deuda

Tipo de Instrumento	Bonos Corporativos
Monto	25 MM USD
Año	2010
Vencimiento	2013
N° Registro	SIVEM-046

Analistas
Julio Ugueto
+58 212 286-3232
Julio.ugueto@fitchratings.com

Lucas Aristizabal
+312-368-3260
lucas.aristizabal@fitchratings.com

Factores Clave de la Calificación

Alta Dependencia de Fondos Públicos: Las calificaciones de ITABO reflejan la dependencia del sector eléctrico de transferencias públicas para cubrir las compras de energía de las distribuidoras. La continuidad en la implementación de políticas orientadas a fortalecer el sector permitirá a las distribuidoras fortalecer su Flujo de Caja en el mediano plazo. Sin embargo, la ausencia de un nuevo acuerdo con el Fondo Monetario Internacional encierra la posibilidad de retroceder en los modestos logros alcanzados hasta la fecha en el desempeño del sector.

Sector de Alto Riesgo: El sector eléctrico dominicano se caracteriza por su bajo nivel de recaudación y elevadas pérdidas, lo cual debilita la capacidad de generación de flujo de caja de las empresas distribuidoras y las hace dependientes de las transferencias del sector público para honrar sus cuentas por pagar con las empresas generadoras. En consecuencia, el riesgo de operación de unidades generadoras en el país sigue siendo alto y está atado a la evolución del perfil de riesgo del soberano.

EBITDA cae Moderadamente: El EBITDA pasó de DOP 2.146 millones en AF 2012 a DOP 1.965 millones en los UDM a Marzo 2013 debido a una parada de mantenimiento de la unidad Itabo II que redujo las ventas físicas en el mercado spot; y a menores precios del carbón que indexa los contratos PPAs lo que redujo los ingresos anualizados a marzo 2013 en 8,4%. Fitch prevé que Itabo continuará fortaleciendo su operación por la compra de carbón con el apoyo de la Corporación AES para optimizar los contratos y lograr una mayor rentabilidad operativa

Desempeño Operativo Favorece Métricas Crediticias: El apalancamiento se recuperó desde 4,8x en 2011 hasta 2,1x a diciembre 2012 mientras que la cobertura de gastos financieros mejoró hasta 2,1x, ambos respecto al EBITDA del período. Si bien los resultados anualizados a Marzo 2013 muestran un leve deterioro, Fitch estima que los indicadores de calidad crediticia seguirán recuperándose por en la estrategia de la empresa de optimizar los precios del carbón mediante compras tanto en el mercado spot como a través de nuevos contratos.

Sensibilidad de la Calificación

Una subida de las calificaciones del soberano impactaría positivamente las calificaciones de la empresa. Asimismo; una mejora importante de los indicadores de gestión de las empresas distribuidoras reflejo de medidas orientadas al fortalecimiento del sector eléctrico y el mantenimiento del apoyo financiero proporcionado por el gobierno.

Por el contrario; una baja en las calificaciones del soberano, el deterioro de los indicadores operativos y financieros del sector o un aumento del apalancamiento de la empresa por encima de las 5x de manera sostenida son factores que impactarían negativamente las calificaciones.

Liquidez y Estructura de Deuda

Al 31 de marzo de 2013 la empresa registró DOP 3.280 millones en caja y apenas DOP 617 millones de deuda a corto plazo. Asimismo, el perfil de vencimiento de su deuda se considera adecuado, reflejado en una cobertura del servicio de deuda por el EBITDA de 1,2 veces a esta fecha. La deuda total de la empresa a Marzo 2013 es de DOP 5.1405 millones, tiene una vida promedio de 7 años y vence en los años 2013 y 2020 lo que reduce adecuadamente el riesgo de refinanciamiento.

Perfil

La Empresa Generadora de Electricidad Itabo, S.A. (ITABO) fue fundada en el año 1999 como consecuencia de la reforma de la antigua Corporación Dominicana de Electricidad (CDE). El 50% de sus acciones está controlado indirectamente por la empresa AES Corp. (AES) mientras que el resto está principalmente en manos del Estado Dominicano. AES es uno de los conglomerados eléctricos más grandes del mundo que posee empresas con ventas anuales en el 201 de cerca de 17.000 millones de dólares en 25 países en los 5 continentes. Fitch Ratings ratificó en abril de 2013 la calificación internacional de largo plazo de AES en la categoría BB-.

Operaciones

La empresa mantiene un diversificado riesgo comercial ya que vende electricidad a las tres empresas de distribución del país a través de PPAs a largo plazo bien estructurados y denominados en dólares estadounidenses. Asimismo ITABO cubre sus necesidades de combustible a través de contratos a corto plazo con diferentes empresas proveedoras de carbón, siendo que esto no constituye una amenaza importante para el perfil financiero de la empresa ya que los precios del carbón son más estables con relación a otros combustibles.

ITABO utiliza carbón, el cual le provee una ventaja competitiva a la empresa ya que históricamente el precio de los mismos han sido más bajos en términos de dólares por unidad térmica británica (Btu, por sus siglas en inglés), así como, han sido más estables comparados con los otros combustibles fósiles utilizados para generar electricidad en el país, tales como: fuel-oil y diesel.

La empresa llevó a cabo un programa de rehabilitación de sus dos unidades de generación (Itabo Vapor I y II) entre los años 2000 y 2003. Este proceso implicó una inversión de aproximadamente 110,1 millones de dólares, permitiendo a ITABO recuperar su capacidad de generación de sus plantas a carbón 260 MW hasta el año 2011 y a partir del año 2012 hasta 294 MW de capacidad instalada por la incorporación de la unidad de generación San Lorenzo, desde los 115 MW que mantenía al momento de la capitalización.

En referencia a los PPAs, ITABO fue contratada por 300 MW de capacidad por las empresas distribuidoras de electricidad hasta el año 2016. A partir del 1º de enero de 2009 la cantidad a suministrar se redujo a 250 MW. Históricamente la empresa ha tenido que comprar electricidad en el mercado spot o a través de contratos de respaldo con el fin de servir una porción la energía contratada que no puede cubrir con su propia generación. Recientemente la empresa ha mejorado la disponibilidad de sus plantas e inclusive en algunas ocasiones ha alcanzado una posición neta vendedora en el mercado mayorista. La empresa registra márgenes positivos ya que los precios de los PPAs son favorables para ITABO.

Estrategia y Posición Competitiva

ITABO mantiene una sólida posición competitiva y una participación de cerca de 7% del total de capacidad instalada de generación del país. La posición competitiva de la empresa es reflejo principalmente del uso de carbón como su fuente de combustible para generar electricidad, comparado con otras empresas que utilizan combustibles más costosos como diésel y el fuel-oil.

El sector eléctrico de la República Dominicana se caracteriza por mantener una elevada capacidad de generación termoeléctrica. De los cerca de 3.226 MW de capacidad instalada del país, sólo 500 MW (16%) proviene de generación hidroeléctrica, y el resto proviene de generadores termoeléctricos.

Metodologías Relacionadas

Corporate Rating Methodology (August 08, 2012)

ITABO estima fortalecer sus márgenes de rentabilidad sirviendo la energía contratada a través de su propia generación de electricidad. Para lograr esto, la empresa implementa un programa de mantenimiento y prevención para maximizar su capacidad firme y mejorar los indicadores de disponibilidad esperada y de salidas forzadas, beneficiándose del apoyo de AES y la implementación de un adecuado plan de inversiones (CAPEX). Ocasionalmente, la empresa adquiere en el mercado spot una porción de la energía requerida para cumplir con sus sus PPAs, siempre y cuando la energía demandada supere a la generación propia.

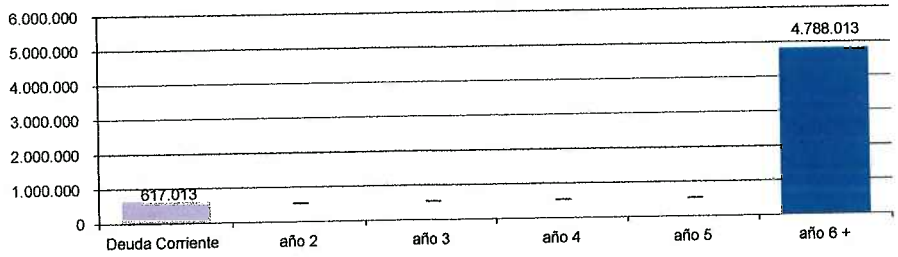
Desempeño Financiero Reciente

El EBITDA de doce meses a marzo 2013 se ubicó en DOP 1.965 millones levemente por debajo del registro del año anterior de DOP 2.146 millones pero superior al registrado en 2011 (1.052 millones en 2011 y -171 millones de pesos en 2010). La mejora en los resultados operativos obedece principalmente a la estrategia de la empresa de maximizar su generación propia a fin de reducir su exposición al mercado spot y al menor costo de combustible lo cual ha contribuido a la recuperación del negocio en los últimos años. En consecuencia el margen EBITDA mejoró de 11,2% en 2011 a 22,8% en AF 2012 y se encuentra actualmente en 21,1%. La menor generación operativa y margen EBITDA durante el período de doce meses a marzo 2013 se explica principalmente por factores de mercado como el registro de menores precios de carbón en los mercados internacionales (los cuales indexan las ventas a través de PPAs) y también por menores ventas físicas de energía durante este período.

Como resultado de este desempeño operativo la empresa logró seguir en la senda de mejora de sus indicadores crediticios. El nivel de apalancamiento se recuperó desde 4,8x en 2011 hasta 2,8x a marzo 2013 mientras que la cobertura de gastos financieros se ubció en 1,9x ambos respecto al EBITDA del período. Hacia adelante Fitch estima que los indicadores de calidad crediticia seguirán recuperándose, soportado en la estrategia de la empresa de optimizar los precios asociados a la adquisición de carbón mediante compras tanto en el mercado spot como a través de nuevos contratos.

Al 31 de marzo 2013 la empresa registró DOP 3.280 millones en caja y DOP 617 millones de deuda a corto plazo. Asimismo, el perfil de vencimiento de su deuda se considera adecuado, reflejado en una cobertura del servicio de deuda por el EBITDA de 1,2 veces a esta fecha. La deuda total de la empresa es de DOP 5.405 millones, tiene una vida promedio de 7 años lo que reduce adecuadamente el riesgo de refinanciamiento.

Perfil de Vencimiento de Deuda



Fuente: Ege Itabo

Resumen Financiero - Empressa Generadora de Electricidad Itabo S.A.
(miles de pesos. Años fiscales culminados el 31 de diciembre)

	LTM mar-13	2012	2011	2010	2009
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	1.964.793	2.146.089	1.051.661	(171.320)	2.545.553
EBITDAR Operativo	1.964.793	2.146.089	1.051.661	(171.320)	2.545.553
Margen de EBITDA	21,1%	22,8%	11,2%	(2%)	33%
Margen de EBITDAR	21,1%	22,8%	11,2%	(2%)	33%
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	14,6%	18,2%	15,1%	2%	26%
Margen del Flujo de Fondos Libre	16,1%	0,9%	-7,3%	-2,5%	17,3%
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	11,0%	14,6%	6,9%	(12%)	25%
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,8	2,2	3,4	,2	4,2
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	1,9	2,1	2,0	(,2)	3,2
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,9	2,1	2,0	(,2)	3,2
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,2	2,1	2,0	(,2)	3,2
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,2	2,1	2,0	(,2)	3,2
FGO / Cargos Fijos	1,8	2,2	3,4	,2	4,2
FFL / Servicio de Deuda	1,5	1,1	(,3)	,8	2,7
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	3,5	3,3	3,6	3,6	6,3
FGO / Inversiones de Capital	2,8	1,2	,5	3,3	6,6
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	2,9	2,3	2,9	27,8	1,4
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2,8	2,5	4,8	(28,7)	1,8
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,1	1,4	2,9	(13,1)	,7
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,8	2,5	4,8	(28,7)	1,8
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,1	1,4	2,9	(13,1)	,7
Costo de Financiamiento Implicito (%)	20,1%	19,9%	10,5%	20,7%	17,5%
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	,1				
Balance					
Total Activos	17.091.103	16.011.521	14.747.685	13.711.159	14.723.063
Caja e Inversiones Corrientes	3.279.847	2.250.039	2.048.524	2.677.707	2.861.374
Deuda Corto Plazo	617.013				
Deuda Largo Plazo	4.788.013	5.289.437	5.091.294	4.924.701	4.535.000
Deuda Total	5.405.026	5.289.437	5.091.294	4.924.701	4.535.000
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.405.026	5.289.437	5.091.294	4.924.701	4.535.000
Deuda Fuera de Balance					
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	5.405.026	5.289.437	5.091.294	4.924.701	4.535.000
Total Patrimonio	7.464.054	7.173.760	6.586.644	6.211.700	8.037.158
Total Capital Ajustado	12.869.080	12.463.197	11.677.938	11.136.401	12.572.158
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	820.945	1.231.514	1.233.684	-801.170	2.524.715
Variación del Capital de Trabajo	1.864.905	94.728	-622.853	2.653.657	-365.265
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.685.850	1.326.242	610.831	1.852.487	2.159.450
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-				-
Inversiones de Capital	-975.958	-1.112.226	-1.233.865	-563.783	-329.288
Dividendos	-214.401	-132.974	-65.791	-1.471.697	-497.388
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.495.491	81.042	-688.825	-182.993	1.332.774
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto			13.750		
Otras Inversiones, Neto	-86.624	12.500	-2.500	47.423	799.851
Variación Neta de Deuda				332.521	
Variación Neta del Capital					
Otros (Inversión y Financiación)			-16.225	-380.619	
Variación de Caja	1.408.867	93.542	-693.800	-183.668	2.132.625
Estado de Resultados					
Ventas Netas	9.314.337	9.427.713	9.422.181	7.333.749	7.695.082
Variación de Ventas (%)	(5,0%)	,1%	28,5%	-4,7%	(11,4%)
EBIT Operativo	1.532.964	1.734.901	701.061	(519.196)	2.122.256
Intereses Financieros Brutos	1.058.128	1.032.674	524.390	978.484	786.192
Alquileres					
Resultado Neto	802.319	1.005.492	440.736	(851.859)	1.966.672

Las calificaciones antes 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: HTTP: / / FITCHRATINGS.COM / UNDERSTANDINGCREDITRATINGS. 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 POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, 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 © 2013 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. One State Street Plaza, NY, 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.