

INFORME DE CALIFICACIÓN

CONSORCIO ENERGÉTICO PUNTA CANA-MACAO S.A.

Mayo 2010

www.feller-rate.com.do

Los informes de calificación elaborados por Feller Rate son publicados anualmente. 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. Es importante tener en consideración que las calificaciones de riesgo de Feller Rate no son, en caso alguno, una recomendación para comprar, vender o mantener un determinado título, valor o póliza de seguro. Si son una apreciación de la solvencia de la empresa y de los títulos que ella emite, considerando la capacidad que esta 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.

CONSORCIO ENERGÉTICO PUNTA CANA – MACAO S.A.

SOLVENCIA	AA
PERSPECTIVAS	Estables

Contactos: Manuel Acuña, Fono: (562) 757-0445 / Nicolas Martorell, Fono: (562) 757-0496 / Oscar Mejias, Fono (562) 757-0482
Calificaciones

Solvencia	Mayo 2010
Perspectivas	AA
Primer Programa de Emisión de Bonos Corporativos ⁽¹⁾	Estables
	AA

(1) Programa de Bonos Corporativos denominados en dólares (o RD\$) por un monto total de hasta US\$ 50 millones.

FUNDAMENTACIÓN

La calificación asignada a la solvencia de Consorcio Energético Punta Cana – Macao S.A. (CEPM) refleja: la operación eléctrica integrada dentro de un sistema aislado en una concesión de largo plazo, ajeno a los riesgos del sistema eléctrico interconectado nacional (SEIN) de República Dominicana; la existencia de clientes con contratos de largo plazo e indexados a la principal variable de costo (combustible), con baja morosidad y buenos indicadores relativos de calidad de servicio y eficiencia; y la experiencia del equipo a cargo de la gestión de la compañía. Considera también 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.

CEPM es una compañía eléctrica integrada que opera un sistema aislado en la zona turística de Punta Cana-Bávaro y posee el 100% de una subsidiaria que opera otro sistema aislado en Bayahibe. La compañía cuenta con la concesión exclusiva del sector por 40 años, suministrando energía en una zona que se desarrolló y depende principalmente del sector turismo, que es una de las principales actividades económicas del país.

CEPM es propiedad en partes iguales de Ikana Holdings, Inc. y Basic Energy Ltd, que posee negocios de energía en América Latina y el Caribe, lo que unido a la experiencia y conocimiento del equipo gerencial, entrega un muy buen soporte operativo y acceso a financiamiento internacional.

La compañía y su subsidiaria CEB cuentan con un parque generador de 124 MW que opera exclusivamente con Fuel Oil, exponiendo los costos a la volatilidad del precio del combustible. Además, es propietaria de una línea de transmisión que le permite comprar energía a EGE Haina, compañía relacionada, que dispone maquinas exclusivas para vender hasta 100 MW a CEPM. La compañía posee también transformadores y líneas de distribución, que operan con estándares de calidad muy superiores a las distribuidoras que operan en el SEIN.

Las ventas eléctricas en la zona corresponden en un 80% a clientes hoteleros y operadores turísticos en media tensión. Estos contratos tienen plazos de entre 2 y 20 años y poseen cláusulas de indexación de precios a combustibles, que entregan estabilidad a los márgenes. El 20% restante son clien-

tes de baja tensión, hogares y comerciales, que poseen precios regulados y que consideran indexación de la tarifa.

Tanto los márgenes como los ingresos y generación operacional se mantienen en rangos positivos y crecientes desde el año 2007, pese al aumento del costo del combustible. Como consecuencia, los índices de cobertura de gastos financieros ajustados mejoraron desde 5,4 veces en 2008 hasta 9,4 veces al cierre de 2009 y la relación Deuda financiera a Ebitda ajustado alcanzó 1,5 veces (3,1 veces en 2007). Por otra parte el nivel de leverage financiero se mantuvo estable en 0,8 veces durante el período 2007-2009.

Durante el año 2010 y 2011 CEPM enfrentará amortizaciones considerables de la deuda (US\$37,3 y US\$15,9 millones respectivamente), refinanciando una parte con la próxima colocación de Bonos. Sin embargo, los flujos operacionales y los recursos disponibles en la compañía son suficientes para cumplir a cabalidad con sus compromisos financieros.

PERSPECTIVAS

Las perspectivas de la calificación son estables dadas las expectativas de fortalecimiento del flujo de caja, ligado al crecimiento esperado del sector turismo en la zona. Otros aspectos que pueden influir en la calificación futura son eventuales cambios regulatorios y la evolución de precios en los combustibles.

La deuda financiera total debería aumentar por la emisión de bonos corporativos. Feller-Rate espera que esto unido al crecimiento esperado de la generación operacional, mantenga la Deuda financiera sobre Ebitda un nivel inferior a 3,0 veces y la cobertura sobre el servicio de la deuda en un nivel superior a 1,4 veces.

Resumen Financiero Consolidado

(Cifras en millones de dólares)

	2006	2007	2008	2009
Activos	106.819	166.307	197.142	194.933
Pasivos	46.529	79.868	91.666	92.822
Pasivos Financieros	35.795	63.054	76.358	73.823
Patrimonio	60.290	86.438	105.476	102.111
Ingresos Totales	75.950	96.185	123.346	131.029
Margen Ebitda	26,9%	20,4%	23,1%	24,5%
Margen Operacional	12,6%	7,6%	9,8%	10,9%
Rentabilidad Patrimonial	25,7%	23,9%	20,0%	16,0%
Deuda Financiera aj. / Patrimonio	0,6	0,8	0,8	0,8
Ebitda aj./ Gastos Financieros	17,6	6,5	5,4	9,4
Deuda Financiera neta aj./ Ebitda aj.	0,9	3,1	2,5	1,5
Liquidez Corriente	2,7	1,4	1,3	1,7

CEPM

FORTALEZAS Y RIESGOS *Fortalezas*

- *Concesión de largo plazo con operación exclusiva en zona de distribución.* El gobierno de República Dominicana otorgó la concesión exclusiva hasta el año 2032 de las zonas de Punta Cana – Bávaro y Bayahibe a CEPM para la distribución de energía eléctrica a sus residentes. La compañía opera dentro de un sistema aislado, independiente de los riesgos del SEIN, sin competencia en el suministro eléctrico ni riesgo de contraparte comercial. Aunque la concesión se limita a la distribución, se producen barreras de entrada para el ingreso de otros generadores, debido a la inversión adicional en líneas de distribución y/o potenciales peajes a pagar a CEPM.
- *Sistema con altos niveles de eficiencia operacional e integración vertical.* La operación se realiza de forma aislada al sector eléctrico dominicano y sus riesgos. La operación de CEPM es autosustentable, no requiere subsidios y posee 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.

- *Contratos indexados a mediano y largo plazo para los principales clientes.* Un 80% de los ingresos provienen de clientes de media tensión, mayoritariamente hoteles y complejos turísticos. Sus contratos, denominados en dólares, con duraciones que oscilan entre 2 y 20 años, poseen cláusulas de indexación al precio de los combustibles, lo que otorga estabilidad y cobertura a los márgenes y flujos.

La actividad turística es el sustento del crecimiento y desarrollo de Punta Cana y de la compañía. El turismo representaba cerca del 8,5% del PIB de República Dominicana y exhibe una tasa de crecimiento promedio anual de 12% en los últimos 20 años.

- *Equipo gerencial con profunda experiencia en la industria a nivel local e internacional.* El equipo administrativo cuenta con un alto nivel de experiencia y positivo track record en gestión energética, tanto a nivel local como internacional, desarrollando carrera en importantes compañías del sector.
- *Adecuada Flexibilidad financiera.* La compañía cuenta con una adecuada flexibilidad financiera favorecida tanto por una estructura de vencimientos de deuda en el largo plazo como por un adecuado acceso al crédito a través de agencias multilaterales, bancos internacionales y bancos locales.
- *Moderado plan de inversiones.* En el corto plazo, la mayor inversión está destinada al proyecto de parque eólico (US\$ 6 millones de inversión marginal pendiente), el cual entraría en operaciones en junio del 2011.

En el mediano y largo plazo los niveles de Capex se mantienen estables y se relacionan a inversiones para mantener seguridad, calidad y eficiencia en toda la cadena de valor del servicio eléctrico, sin presionar la posición financiera de la entidad.

CEPM

Riesgos

- *Generación basada en combustibles derivados del petróleo.* El parque generador opera exclusivamente con Fuel Oil, exponiendo la generación de flujos operacionales a la volatilidad de precios de los combustibles. Sin embargo, este riesgo es mitigado gracias a las cláusulas de indexación en los contratos y conversiones a gas natural para futura operación dual de los equipos.
- *Concentración de actividad en el sector hotelero de Bávaro-Punta Cana.* Un 85% de las ventas físicas se distribuyen entre 57 grandes clientes, de los cuales 42 corresponden a grupos hoteleros.

El 15% restante de las ventas corresponden a clientes domiciliarios de baja tensión (11.800 clientes). El desarrollo de las ciudades y clientes domiciliarios de la zona está relacionado directamente al crecimiento turístico de la zona.

No obstante, el riesgo de concentración en los mayores clientes y la actividad turística es mitigado gracias al buen historial de pago de los clientes y las positivas perspectivas del sector turismo en la zona.

- *Dependencia del suministro de energía por parte de EGE Haina.* CEPM tiene un contrato por 18 años con EGE Haina (empresa ligada a Basic Energy BVI, calificada B-/“estables” por *Standard & Poor`s* en escala internacional) por 50 MW de potencia ampliable hasta 100 MW. Esta potencia actual representa el 29% de la capacidad de CEPM. Un 56% de las ventas físicas a diciembre de 2009 correspondieron a energía adquirida a EGE Haina, lo cual implica cierto riesgo de concentración en el suministro.

El riesgo de dependencia se minimiza al considerar: la calidad de CEPM como cliente en comparación a otras distribuidoras; el hecho de contar con máquinas exclusivas no conectadas al SEIN para el despacho de energía a CEPM; y, por ultimo; CEPM cuenta con una opción preferente para comprar dichos motores en caso de cambios en la propiedad o quiebra de EGE Haina.

- *Riesgos regulatorios.* A la fecha subsisten los problemas del sector eléctrico en República Dominicana, como los altos subsidios a las tarifas, 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.

- *Riesgo de catástrofes naturales.* República Dominicana está expuesta a desastres naturales como sismos, tormentas y huracanes, que pueden afectar el activo físico y la ocupación hotelera en el país. La empresa cuenta con seguros para cobertura de sus activos y lucro cesante en caso de desastres naturales.

CEPM

ESTRUCTURA CORPORATIVA, ADMINISTRACION Y PROPIEDAD

CEPM es una empresa privada que genera, transmite y distribuye energía eléctrica en dos sistemas aislados de la zona turística de Punta Cana-Bávaro y Bayahibe, en este último caso a través de su subsidiaria CEB.

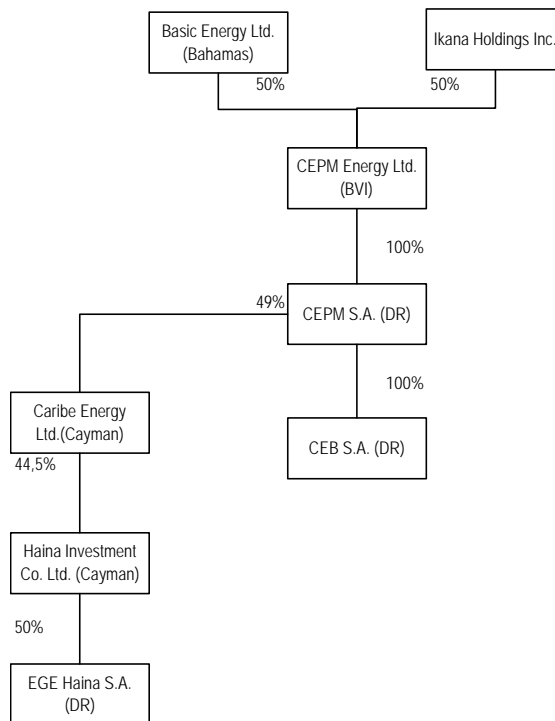
La compañía fue constituida en 1992 y tiene la concesión exclusiva de la zona de Bávaro por medio de la resolución N° 2-92, ratificada en junio de 2007 por el Gobierno de República Dominicana, a través de la Comisión Nacional de Energía, por un periodo de 40 años. Para el caso de Bayahibe, la concesión se oficializó con el acta N° 1.272 de la Corporación Dominicana de Electricidad el año 2001. Además, la compañía suministra energía eléctrica a hoteles en el área de Puerto Plata y Samaná.

La Compañía es controlada en un 99,99% por CEPM Energy, Ltd. A su vez, esta compañía es controlada en partes iguales por Basic Energy Ltd. e Ikana Holdings, Inc.

En República Dominicana, Basic Energy Ltd. e Ikana Holdings, Inc. tienen participación en Basic Energy BVI quien es líder en el sector privado de generación de energía, con 1100 MW de potencia instalada, que corresponden al 35% del mercado. Tiene intereses en la Compañía de Electricidad de San Pedro de Macorís (CESPM) y la Empresa Generadora de Electricidad Haina (EGE Haina).

Estructura corporativa

(Marzo de 2010)



CEPM controla la Compañía Eléctrica de Bayahibe (CEB), filial encargada del negocio energético en el área concesionada de Bayahibe.

CEPM

CEPM tiene el 49% de participación en Caribe Energy Ltd., empresa donde posee 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, que cuenta con 18,8% de la capacidad instalada del país y cerca del 22% de los contratos con distribuidoras de la nación.

CEPM tiene además una relación operativa y comercial con EGE Haina, mediante contratos de suministro eléctrico de largo plazo y compras conjuntas de combustible, que le permiten acceder a mejores condiciones de adquisición.

Consejo de Directores

(Diciembre de 2009)

	Cargo	Profesión
Rolando González Bunster	Presidente	Economista
Miguel Barletta	Vicepresidente	Licenciado en Historia
Lic. Nurys Peña Ramirez	Secretaria	Abogado
Clara Frías	Miembro	Contadora Pública
Michael Ian Bax	Miembro	Contador Público
Carlos Martínez de la Escalera	Miembro	Licenciado en Ingeniería Industrial
Enrique Gallango Faraco	Miembro	Ingeniero Industrial
Pastor Sanjurjo	Miembro	Ingeniero
Vanesa Dihmes	Miembro	Abogado
Cynthia Vega	Miembro	Licenciado en psicología

El equipo administrativo cuenta tiene una amplia experiencia en la gestión de compañías eléctricas en el mundo y en República Dominicana. Además, demuestran un completo conocimiento de la compañía y del sector eléctrico dominicano.

POSICION COMPETITIVA

CEPM genera, transmite y distribuye energía eléctrica en 2 sistemas aislados, independientes del Sistema Eléctrico Interconectado Nacional (SIEN). Adicionalmente, la compañía suministra energía térmica y participa en el negocio de fibra óptica.

Energía eléctrica

La compañía cuenta con una capacidad instalada de generación de 102 MW en Punta Cana-Bávaro y 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.

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 dependen de la variación del precio de los combustibles.

La compañía diversificará el mix de generación, mediante la conversión a gas natural de sus plantas para operar con ambos tipos de combustible. Además, se desarrolla un parque eólico, con 8MW de potencia (factor de capacidad de 36%) y una inversión total cercana a US\$ 21 millones en la zona sur de República Dominicana.

CEPM

Junto a los 124 MW totales de potencia instalada, la compañía tiene un contrato de suministro de energía de largo plazo (18 años) con EGE Haina. Este contrato, para un suministro de hasta 100 MW de potencia, corresponde a motores exclusivamente dedicados a CEPM y se encuentra indexado al precio de combustible más un margen variable de operación y mantenimiento al precio de la energía.

En Transmisión, posee una línea de 138 kV y 124 km. de largo, que le permite transportar la energía comprada a EGE Haina en la Sultana (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.

La compañía tiene planes de mantenimientos correctivos o preventivos para asegurar la disponibilidad de los activos y mantener una adecuada calidad del servicio. Los indicadores de gestión de calidad SAIFI¹ y SAIDI² (1,5 veces y 1,4 horas respectivamente) exhiben un desempeño superior a países desarrollados como Italia, España y Finlandia, lo que refleja una adecuada gestión operativa.

Balance Físico de Energía (Energía en GWh)

	2008	2009	Var. %
Generación propia (GWh)	409,2	276,9	-32%
Compras físicas netas (GWh)	101,7	348,7	243%
Totales	510,9	625,6	22%
Ventas físicas (GWh)	475,4	589	24%
Perdidas (GWh)	35,5	36,6	3%
Perdidas %	7%	6%	-16%

Durante el 2008, la generación propia fue de un 80% de la energía del sistema, mientras que el 20% restante fueron compras físicas a EGE Haina. En 2009, sólo un 44% corresponde a generación propia y el 56 % fue adquirido a EGE Haina, debido a las condiciones contractuales, que favorecen el reemplazo.

Las pérdidas de energía se han mantenido estables en un 6%, lo que se compara positivamente con las pérdidas de entre 30% y 40% que se observan en el SEIN.

En el mediano y largo plazo, las compras físicas a EGE Haina deberían ser superiores a la generación propia, debido a las adecuadas economías de escala de EGE Haina y a niveles de pérdida acotados al 7%.

La compañía es dependiente del suministro que le entrega EGE Haina. Para ello, cuenta con motores dedicados exclusivamente a CEPM, que no están conectados al SEIN.

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 y alta tasa de cobrabilidad.

¹ System Average Interruption Frequency Index: Numero de interrupción en el suministro a cada cliente en un año.

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

CEPM

Al operar dentro de una zona exclusiva de concesión, no ingresa al sistema de despacho eléctrico nacional y no está sujeto al riesgo de despacho económico eficiente.

Dado que es distribuidor exclusivo en la zona, no existe competencia en generación y el principal riesgo es la autogeneración de los grandes clientes, que alcanza al 10% aproximado de la capacidad total instalada en República Dominicana. Eventuales nuevos generadores deben considerar los costos de instalar sus propias líneas de transmisión o el pago de peajes a CEPM.

La autogeneración se minimiza con precios relativamente competitivos, calidad de servicio y enfoque al cliente.

Energía térmica y fibra óptica

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.

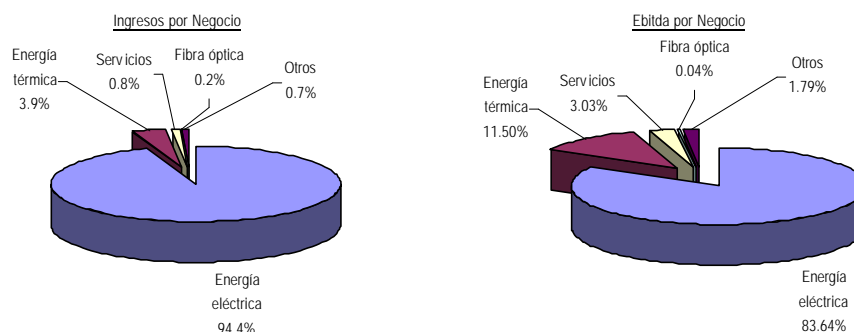
Estos negocios permiten diversificar levemente las fuentes de ingresos y mejorar la rentabilidad de la operación. Además permiten entregar servicios adicionales para fidelizar a los clientes y constituir barreras de entrada para potenciales competidores.

Gestión comercial

Tanto los ingresos como el Ebitda se concentran en el negocio eléctrico. Otros servicios, ajenos a su *core business*, ayudan a complementar la oferta de negocios y aportan leve diversificación de las fuentes de ingresos.

Distribucion del Ingreso y Ebitda por negocio

(2009)



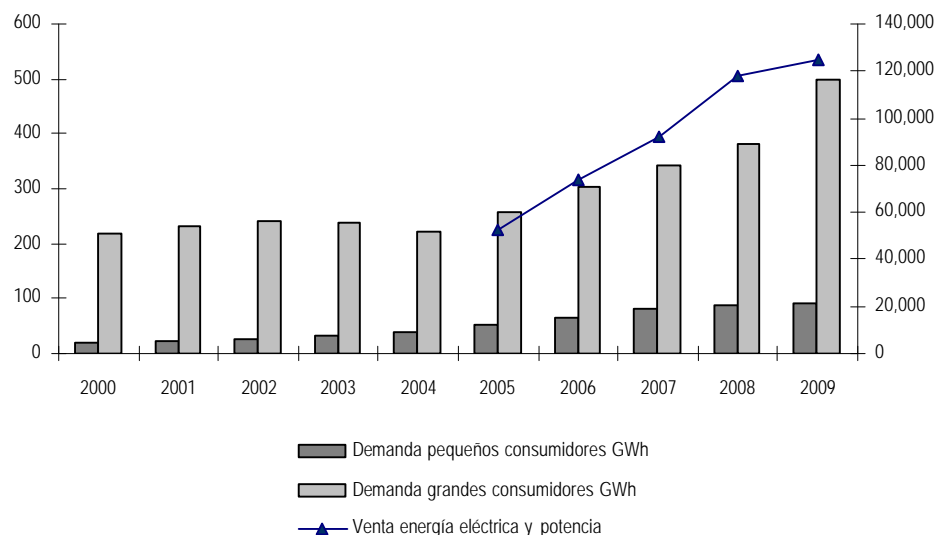
Los ingresos han mostrado un crecimiento sostenido gracias a la fuerte demanda eléctrica, fundamentadas en el desarrollo turístico del sector de Punta Cana.

A partir del 2004, el alza sostenida de los combustibles justifica el aumento de los precios de energía. Se espera que los ingresos mantengan un ritmo de crecimiento

CEPM

moderado, por los adecuados fundamentos de demanda del sector y la madurez del mercado.

Evolucion de las ventas según tipo de cliente



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 (74% de este tipo de clientes), empresas de agregados, construcción, plantas de tratamientos de aguas residuales y centros comerciales, entre otros. CEPM tiene 57 contratos PPA con este tipo de clientes, denominados en dólares y con cláusulas de indexación a CPI y a precio de 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 SEIN.

Los consumidores en baja tensión corresponden a clientes residenciales. A diciembre de 2009, existían 11.800 clientes que representaban 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 combustibles y CPI, monitoreado por la Superintendencia respectiva. Para disminuir la incobrabilidad de las cuentas, la compañía implementó sistemas que permiten el prepagado de energía en clientes residenciales.

Los precios de la electricidad exhibieron un alza sostenida desde el 2004 hasta el último trimestre de 2008, por la evolución del precio del petróleo. Se espera un aumento en el precio de los combustibles dada la recuperación económica global, lo cual debería impactar en los futuros precios de la energía.

CEPM

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, Meliá, Riu, Iberostar, H Moon Palace y Central Romana.

A fines del año 2008, cesan por ley la operación de las compañías Cecusa y Cogecab, que generaban y distribuían energía en la zona de concesión. CEPM compra los activos y toma la cartera de clientes de ambas compañías. Por tanto, en el año 2009, CEPM firmó nuevos contratos para suministrar energía a los hoteles Excellence, Sirenis, Sivory Punta Cana, Princess e Iberostar, todos anteriores clientes de Cecusa y Cogecab, que demandarían 50 GWh/año adicionales.

Por otra parte, CEPM firmó contrato con Central Romana Corporation (Complejo Turístico Casa de Campo) por 10 años, que junto con Grupo Punta Cana y Moon Palace Hotel demandarían un total de 35 GWh/año adicionales.

Los nuevos contratos aumentarían un 14% las ventas físicas de la compañía, sin considerar el crecimiento natural, ampliaciones y nuevos hoteles que abrirán en los próximos años.

Abastecimiento de combustible

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.

El combustible es comprado en conjunto con EGE Haina para así obtener mejores precios por mayor volumen. El combustible es acopiado en la zona de almacenamiento de EGE Haina en San Pedro de Macorís, mediante el pago de un derecho por barril almacenado. Luego se transporta a la planta en Bávaro.

En cualquier caso, CEPM podría realizar de forma directa y por cuenta propia la gestión de provisión de combustible y/o acceder a otros proveedores del mercado.

INDUSTRIA, MARCO NORMATIVO Y LEGAL

Estructura de la industria y esquema regulatorio

El Estado Dominicano mantiene la propiedad de los activos de generación hidroeléctrica, transmisión y distribución. Todas estas participaciones del Estado, están administradas a través de la Corporación de Empresas Eléctricas Estatales (CDEEE).

La Ley General de Electricidad fue promulgada en 2001, estableciendo las instituciones que conforman el sector eléctrico y las normas que lo regulan. Las instituciones corresponden a la Comisión Nacional de Energía (CNE) a cargo de la regulación sectorial, una Superintendencia de Electricidad (SIE) encargada de supervisar y controlar el cumplimiento de las normas, y un Organismo Coordinador (OC) que gestiona en forma técnica la operación del sistema eléctrico interconectado dominicano.

En términos generales, el esquema regulatorio supone la operación de un segmento de generación eléctrica competitivo, cuyas transacciones entre empresas

CEPM

(generadores, distribuidores y consumidores no regulados) pueden operar: (1) a través de contratos de compra-venta (PPAs) con plazos y precios establecidos en dichos acuerdos; y (2) mediante operaciones “spot” que son valoradas al costo marginal de operación del sistema eléctrico (precio spot).

El sistema eléctrico funciona de forma marginalista, de forma de promover la eficiencia en costos del sistema de generación. El OC está encargado de administrar el sistema para despachar prioritariamente aquellas centrales de menor costo marginal en la producción, hasta cubrir la demanda. El costo variable de la última unidad generadora despachada en cada instante, corresponde al costo marginal del sistema o precio spot.

Los generadores pueden establecer contratos de suministro con consumidores finales que presenten una demanda igual o superior a 1,4 MW. Los consumidores de menor tamaño, corresponden a clientes con tarifas reguladas y son atendidos por empresas de distribución eléctrica, las que poseen concesiones geográficas exclusivas (EDE Este, EDE Sur y EDE Norte).

La normativa eléctrica establece tarifas reguladas para los sectores de transmisión y distribución, que mediante un cálculo técnico les permiten cubrir los costos y gastos de operación y rentar las inversiones realizadas en redes.

La tarifa técnica definida para los distribuidores considera el traspaso de sus costos de generación (compras de energía y potencia) y de transmisión a los clientes finales, establece precios expresados en dólares y aplica una fórmula de indexación a combustibles e inflación. Sin embargo, el gobierno estableció una tarifa fija para clientes finales, expresada en pesos dominicanos y se establecieron subsidios para compensar la diferencia a las administradoras.

Actualmente, existe fuerte dependencia del sector a los subsidios y ciertas debilidades en las cadenas de pagos hacia los generadores. Además, se mantienen altas tasas de pérdidas (39% durante el 2008 vs. 14% para América Latina); mala calidad y confiabilidad del servicio; y alta incobrabilidad de las facturas a clientes residenciales.

En marzo de 2010 el gobierno anunció el pago total de la deuda con los generadores eléctricos por un monto de US\$287 MM a través de fondos liberados por el Ministerio de Hacienda, un aumento en factura por consumo de electricidad y un préstamo otorgado por la banca dominicana, con lo cual se espera una reducción en los precios a lo que los generadores venden su energía en el SEIN.

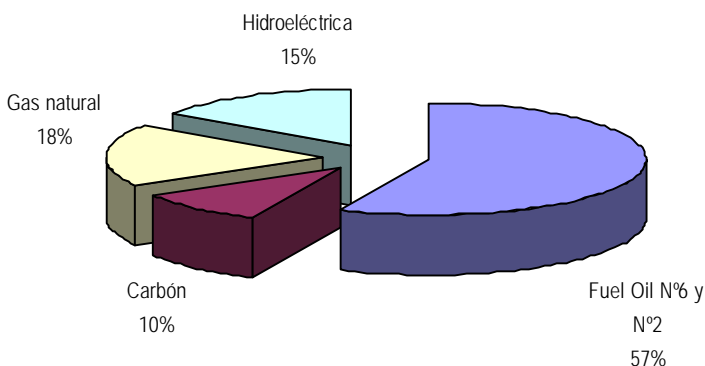
Mercado dominicano de energía eléctrica

La oferta de generación instalada a diciembre de 2009 alcanzaba al orden de 2.992 MW, con 1.840 MW de potencia firme (potencia que se puede suministrar en las horas punta y con alta seguridad). Existe también un sector de consumidores que son auto-productores, que en su conjunto acumulan una capacidad que se estima superior a 300 MW.

La estructura de la matriz de generación de energía eléctrica es preferentemente térmica, destacando el uso de fuel oil. Esto se ha traducido en costos marginales crecientes, por la tendencia al alza de los combustibles a nivel internacional.

CEPM

Matriz de generación de energía eléctrica 2008 según fuente de producción



Según la organización marginalista del sistema, históricamente la generación hidroeléctrica es despachada primero (471 MW instalados). Luego se han ubicado las unidades a carbón de Itabo (260 MW), una turbina a carbón de EGE Haina (54 MW) y Andrés (320 MW). Posteriormente se agregan unidades de generación a fuel oil N° 6 relativamente eficientes (con un nivel de competitividad dependiente del precio relativo entre el gas natural y el fuel oil N° 6), que conforman la base de generación del sistema.

El mercado de generación eléctrica es atomizado en número de empresas participantes. En 2008, EGE Haina aportó el 12% de la energía producida en el sistema eléctrico. Según potencia instalada, EGE Haina es la mayor generadora en República Dominicana con un 18,8% del mercado.

Concesión otorgada por el gobierno de República Dominicana

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.

CEPM S.A. se encuentra exenta de Impuesto a la Renta hasta el año 2011, incentivo otorgado por el gobierno como forma de incentivar el desarrollo privado del sector eléctrico en la zona.

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.

CEPM

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 y vicios del SIEN.

El consumo eléctrico y su crecimiento están ligados fuertemente al desarrollo del turismo, dada la ubicación de la zona de concesión y el alto porcentaje de ingresos proveniente de clientes hoteleros.

La industria del Turismo representó en 2009 un 8,5% del Producto Interno Bruto de República Dominicana, con ingresos por US\$ 4.064 millones. 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.

La zona de concesión presenta ciertos riesgos, tanto por su carácter turístico como zona tropical. Existe relación entre estabilidad económica y turismo, exponiendo a bajos consumos eléctricos en periodos de contracción económica global. 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 solvencia A- o superiores en escala internacional.

CEPM

SITUACION FINANCIERA

A continuación se presenta un resumen con las principales cifras e indicadores de CEPM, a nivel consolidado.

Principales cifras e indicadores consolidados

Cifras en millones de dólares					
Miles US\$	2005	2006	2007	2008	2009
Ingresos	53.844	75.950	96.185	123.346	131.029
EBITDA	16.672	20.456	19.644	28.455	32.126
EBIT	8.842	13.474	12.650	19.415	21.312
Resultado Operacional	8.870	13.734	12.196	19.304	22.169
UTILIDAD (pérdidas)	8.165	15.474	20.629	21.089	16.326
Activos totales	70.688	106.819	166.307	197.142	194.933
Pasivos exigibles	21.850	46.529	79.868	91.666	92.822
Deuda Financiera	11.385	35.795	63.054	76.358	73.823
Deuda Relacionada	0	179	6.114	4.503	4.648
Deuda Financiera ajustada (1)	11.385	35.795	70.181	81.214	76.916
Ebitda Ajustado (2)	16.672	21.391	20.484	30.063	45.234
Patrimonio	48.838	60.290	86.438	105.476	102.111
Margen Ebitda	31,0%	26,9%	20,4%	23,1%	24,5%
Rentabilidad Operacional	12,5%	12,6%	7,6%	9,8%	10,9%
Rentabilidad Patrimonial	16,7%	25,7%	23,9%	20,0%	16,0%
Deuda Financiera aj / Patrimonio	0,2	0,6	0,8	0,8	0,8
Ebitda aj/ gastos financieros	17,8	17,6	6,5	5,4	9,4
Deuda Financiera aj / Ebitda aj	0,4	0,9	3,1	2,5	1,5
Deuda financiera neta aj(3)/ Ebitda aj	0,4	0,9	3,1	2,5	1,5
Liquidez Corriente	2,0	2,7	1,4	1,3	1,7

- (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

Márgenes y Rentabilidad

La evolución de los ingresos operacionales de CEPM se explica en gran medida por el aumento de la demanda turística en las zonas concesionadas y las favorables condiciones de precio.

Pese a disminuir el ritmo de crecimiento de los ingresos en los últimos periodos, se espera que el sector mantenga tasas de crecimiento estables, fundamentadas en nuevos contratos y los proyectos hoteleros de los próximos años.

Aunque el alza de los combustibles mejoró los precios de venta de energía, por otra parte, presionó los costos operativos durante el periodo 2005-2008. La generación de Ebitda se ha mantenido creciente, pese a los mayores costos, pasando desde los US\$16,6 millones a US\$32, 1 millones durante el periodo 2005-2009.

Los márgenes se mantienen estables, debido a la indexación de precios de combustible en los contratos. Los últimos 4 años los márgenes Ebitda se han mantenido en torno al 24%. En el último tiempo se aprecia una mejora en los márgenes gracias a caída en los combustibles y mayores compras de energía a EGE Haina.

Adicionalmente, Feller-Rate considera dentro del Ebitda ajustado el flujo de dividendos recibido desde Caribe Energy, accionista de EGE Haina. En el ejercicio

CEPM

del año 2009, se produjo un dividendo extraordinario de US\$ 13,1 millones, por la venta de su participación en la generadora panameña Pedregal.

Buenas coberturas financieras

El aumento del nivel de endeudamiento en el período 2005-2007, responde al alza de los combustibles y al aumento de la deuda financiera por la construcción de la línea de transmisión para la adquisición de energía a EGE Haina.

Como resultado de lo anterior se observa un deterioro del indicador de deuda financiera ajustada a Ebitda ajustado, que pasó desde 0,4 veces en 2005 a 3,1 veces al cierre de 2007.

Por otra parte, como consecuencia de la misma situación, se produjo una disminución de la cobertura de gastos financieros desde 17,8 veces en 2005 hasta 6,5 veces a diciembre de 2007. De todas formas, se mantuvo en rangos holgados para el pago de sus obligaciones con recursos de generación propia.

En el período 2007-2009, el crecimiento en la capacidad de generación propia y mejores márgenes, por la caída de los precios de combustibles y aumento de las ventas, produjo una mejora en el indicador de cobertura de gastos financieros, que alcanzó a 9,4 veces en diciembre de 2009. Además, en el mismo período el indicador de deuda financiera ajustada a Ebitda ajustado disminuyó hasta 1,5 veces y la relación de deuda financiera a patrimonio se ha mantenido estable en rangos de 0,8 veces.

Considerando la emisión de bonos corporativos y el crecimiento en la generación operacional, Feller-Rate espera que la deuda financiera sobre Ebitda mantenga un nivel inferior a 3,0 veces y la cobertura sobre el servicio de la deuda conserve un nivel superior a 1,4 veces.

Liquidez y flexibilidad financiera

La empresa mejoró considerablemente su capacidad de generación operacional desde el año 2007. Lo anterior, unido a las bajas necesidades de inversión, entrega una alta liquidez para la compañía.

A diciembre de 2009, poseía caja por cerca de US\$10 millones, acompañada de una generación de fondos neta operacional anual cercana a los US\$ 21 millones.

La flexibilidad financiera se ve favorecida por una estructura de vencimientos de deuda en el largo plazo y limitada a la vez por las restricciones financieras que le impone su deuda. No obstante, la compañía tiene un adecuado acceso al crédito a través de agencias multilaterales, bancos internacionales y bancos locales. Además, se considera que la empresa mantendrá en el largo plazo bajo gastos de mantenimiento de activos e inversiones moderadas.

El nivel de activos corrientes es más que suficiente para el pago de todas las obligaciones de corto plazo, en todos los períodos analizados.

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.

CEPM

Políticas Financieras

Deudas financieras y compromisos vigentes

A diciembre de 2009, la compañía mantiene deuda financiera por US\$73,8 millones. Un 79% de esas obligaciones (US\$58,3 millones) tienen vencimientos a más de un año plazo; se encuentran totalmente denominadas en dólares americanos; y un 71% de la deuda se encuentra a tasas fijas, mediante contratos swaps que finalizan entre 2013 y 2014.

La deuda financiera ajustada considera además de las obligaciones con entidades bancarias y organizaciones financieras; las obligaciones con el municipio para desistir de acciones legales, obligaciones por instrumentos derivados; la deuda con un contratista (Dong Jin Engineering & Consultant) por ampliación de una planta; y la deuda con EGE Haina en 2007 para financiar la construcción de la línea de transmisión (está última repagada totalmente en el año 2008).

Por otra parte, el análisis de Feller Rate considera el traspaso de la deuda del holding CEPM Energy (US\$17,6 millones) hacia CEPM. De esta forma se asume que el pago de dicha obligación es responsabilidad de CEPM y se disminuye la presión para la distribución de dividendos por parte del controlador, lo que entrega mayor flexibilidad en distintos escenarios futuros. En este caso, la deuda financiera alcanza los US\$94,5 millones y el leverage financiero crecería hasta 0,9 veces y la relación deuda financiera a Ebitda ajustado subiría a 2,1 veces.

La compañía cuenta con un buen historial de pagos y cumplimientos de amortizaciones. Durante el año 2010 y 2011 CEPM enfrentará amortizaciones por US\$37,3 y US\$15,9 millones respectivamente, siendo la primera más alta dentro de su perfil de deuda debido a la inclusión de la amortización de la deuda del holding CEPM Energy. La compañía tiene suficiente generación operacional y recursos disponibles para responder a la amortización de sus obligaciones.

La deuda bancaria considera una serie de compromisos y limitaciones para CEPM y CEB, siendo ambas solidariamente responsables sobre la deuda obtenida. Entre estos cumplimientos, destacan restricciones financieras o covenants para mantener a nivel consolidado:

- i) Un índice de Deuda Financiera/Ebitda menor a 3,0 veces;
- ii) Ebitda sobre pago de intereses más amortizaciones programadas más Capex más impuestos mayor a 1,0 veces;
- iii) Activo corriente/Pasivo corriente mayor a 1,2 veces; y
- iv) Ebitda/servicio de la deuda mayor a 1,4 veces.

A diciembre de 2009 la compañía cumple estos covenants.

El acuerdo con IFC cuenta con garantías prendarias sobre: las acciones de Bayahibe que la compañía posee; bienes muebles y tierras localizadas en la Municipalidad de Higüey; y cuentas por cobrar y cuentas bancarias.

Aunque existe deuda garantizada con distintas entidades financieras por cerca de US\$ 45 millones a fines de diciembre de 2009, parte importante tiene vencimiento en el corto y mediano plazo, lo que disminuye la importancia dentro del pool de financiamiento y evita una eventual subordinación estructural de nuevas obligaciones.

CEPM

En febrero de 2010, la compañía contrajo un crédito con el Banco BHD por US\$7 millones, de los cuales US\$ 6 millones ya fueron desembolsados. El crédito tiene una tasa de interés del 6,0%, pagado en 60 cuotas iguales.

Características principales del programa de emisión de Bonos corporativos

CEPM planea realizar un Programa de Emisión de Bonos Corporativos en el mercado dominicano por US\$ 50 millones (o equivalente en pesos dominicanos) en 10 tramos iguales, tipo *Pari passu*, con plazos entre los 2 y 5 años, con amortización del capital tipo *bullet*. Aún no se define la tasa de interés y la periodicidad en la capitalización de los intereses. La emisión contempla la opción de prepago luego de un año de la colocación.

El uso de los fondos permite refinanciar deudas en mejores condiciones y mantener un nivel de endeudamiento más estable (con una caída menos pronunciada), manteniendo una alta liquidez, repartir dividendos y/o realizar inversiones no orgánicas.

En cuanto a restricciones, los bonos corporativos no cuentan con covenants y sólo estarán sujetos a las limitaciones de otras deudas financieras.

Dados los usos de la deuda, la emisión no presenta en términos relativos una presión significativa para el nivel de endeudamiento ni para los flujos de caja.