

	Abril 2019	Julio 2019
Solvencia	AA+	AA+
Perspectivas	Estables	Estables

*Detalle de calificaciones en Anexo.

Indicadores Relevantes

	2017	2018	Mayo 19
Margen Ebitda	27,8%	26,6%	31,4%
Rentabilidad operacional	13,7%	12,3%	12,6%
Rentabilidad patrimonial	21,8%	15,9%	16,0%
Deuda fin. aj (1) / Patrimonio	0,7	1,0	1,0
Ebitda aj (2) / Gastos financieros	8,9	9,5	7,5
Deuda financiera aj (1) / Ebitda aj (2)	1,8	1,8	1,7
Deuda financiera neta aj (3) / Ebitda aj (2)	1,4	1,5	1,6
Liquidez corriente	3,1	1,9	2,1

*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 y Generación de flujos					
Endeudamiento y coberturas					
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".

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

Durante el año 2018, la compañía continuó robusteciendo su perfil financiero, manteniendo una fuerte posición de liquidez, alta capacidad de generación de fondos operacionales y adecuados niveles de cobertura, alcanzando un margen Ebitda de 26,3% y un indicador de Deuda Financiera aj./Ebitda aj. de 1,8x, respectivamente.

En los 5 primeros meses de 2019, los ingresos de CEPM aumentaron un 9,6% con relación a mayo de 2018, alcanzando US\$ 106,56 millones, debido al aumento de las ventas físicas de 3,6% con respecto a igual periodo del año anterior y también por un alza de un 3,9% de los precios promedio de venta de energía. Este incremento de la tarifa por energía eléctrica se explica por el aumento del precio de combustibles y las cláusulas de indexación del precio de la energía en los contratos. Sin embargo, también se observó una mayor generación propia dada las nuevas inversiones y menores compras de energía a terceros y capacidad a mayor precio.

Con todo, el margen ebitda se ha mantenido

dentro de su categoría, alcanzando un 31,4% en mayo de 2019.

Al 31 de mayo de 2019, la deuda financiera ajustada alcanzó US\$ 171,6 millones, aumentando desde fines del año pasado, en línea con el financiamiento esperado de las nuevas inversiones. Producto de lo anterior, junto con la recepción de US\$ 19,4 millones en dividendos extraordinarios desde CESPM en 2018 el leverage financiero ajustado y la deuda ajustada/ebitda ajustado anual alcanzaron 1,0 veces y 1,7 veces, respectivamente, en línea con lo esperado.

CEPM mantiene una amplia flexibilidad financiera, favorecida por una adecuada posición de liquidez, con recursos en caja, a mayo de 2019, por US\$ 15,9 millones y vencimientos de deuda por US\$ 28,1 millones en el corto plazo, altamente manejables dado su importante acceso al crédito, su buen historial de relaciones con agencias, bancos internacionales y bancos locales, contando con líneas de crédito en torno a US\$ 40 millones

Perspectivas: Estables

ESCENARIO BASE: Feller Rate espera que la compañía mantenga su amplia flexibilidad financiera y fuerte perfil de negocio, junto con un capex financiado a través de un adecuado balance entre deuda y fondos propios.

ESCENARIO DE BAJA: Este se podría gatillar ante la importancia relativa de los negocios no core, exposición a contingencias legales e incrementos en los niveles de deuda por sobre los rangos esperados.

ESCENARIO DE ALZA: Esto se considera poco probable en el mediano plazo.

Aspectos que también pueden influir en la calificación futura son eventuales cambios regulatorios, el crecimiento esperado del sector turismo en la zona, la exposición a contingencias, entre otros.

PERFIL DE NEGOCIOS: FUERTE

Factores Clave

- Concesión de largo plazo con operación aislada del SENI y exclusiva en zona de distribución.
- Confiabilidad de su parque generador. No obstante, basada en combustibles derivados del petróleo.
- Contratos indexados a largo plazo para los principales clientes, con buena calidad crediticia.
- Dependencia del suministro de energía por parte de EGE Haina, con adecuado abastecimiento propio de combustibles
- Concentración de actividad en sector hotelero.

POSICIÓN FINANCIERA: SÓLIDA

Factores Clave

- Fuertes márgenes expuestos a precios de combustibles
- Bajo endeudamiento en línea con su clasificación.
- Satisfactoria posición liquidez y alta flexibilidad financiera

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

Solvencia
PerspectivasAA+
Estables**Propiedad**

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

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 Estado Dominicano otorgó la concesión exclusiva a CEPM y CEB, para así asegurar el suministro eléctrico a la mayor zona turística de República Dominicana.
- El sistema se mantiene aislado para garantizar la calidad del servicio y mantenerlo alejado de los problemas SENI. Al operar dentro de una zona exclusiva de concesión, no ingresa al sistema de despacho eléctrico nacional, no estando sujeto al riesgo de despacho económico eficiente, importantes riesgos de morosidad y hurtos de energía, ni cortes programados, entre otros.
- Dado que CEPM es distribuidor exclusivo en la zona, no existe competencia en generación y el principal riesgo es la autogeneración de los grandes clientes, que ha alcanzado cerca del 10% aproximado de la capacidad total instalada en República Dominicana. La autogeneración se minimiza con precios relativamente competitivos, calidad de servicio y enfoque al cliente.
- Eventuales nuevos generadores deben considerar los costos de instalar sus propias líneas de transmisión o el pago de peajes a CEPM, otorgando fuertes barreras a la entrada.

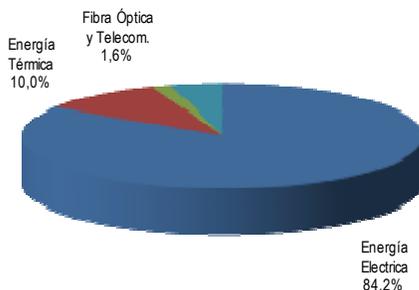
Sistema integrado con altos niveles de eficiencia operacional y confiabilidad; no obstante, expuesto a la volatilidad del precio de los combustibles dado su carácter térmico.

- 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 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.
- CEPM durante 2018 ejecutó inversiones cercanas a los US\$ 88,7 millones, donde destacan Instalación de dispositivo SVC a la línea de Sultana; sustitución de Chillers, instalación de generadores Wartsila (para uso Dual a GNL y Fuel Oil); inicio de la inversión en proyecto solar de 7,2 MW; nuevos medidores; expansión de MCR; turbina para cubrir peaks de demanda durante el verano; nuevas calderas eléctricas, entre otros.
- Como resultado, la compañía cuenta con nuevos motores de generación dual (HFO/Gas natural) lo que otorga mayor flexibilidad. Asimismo, planea continuar diversificando el mix de generación de acuerdo con las condiciones del mercado.
- La compañía cuenta con planes de mantenimiento correctivos y/o preventivos para asegurar la disponibilidad de los activos y mantener una adecuada calidad del servicio. Los indicadores

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

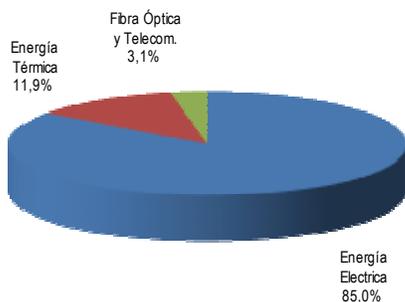
Distribución de los ingresos

Julio de 2019 anualizado



Distribución del ebitda

Julio de 2019 anualizado



de gestión de calidad SAIFI¹ y SAIDI² exhiben un desempeño histórico superior a países desarrollados como Italia, España y Finlandia, lo que refleja una alta calidad de su gestión operativa. A nivel local, los mencionados indicadores, reflejan una alta disponibilidad de suministro de energía para sus clientes a toda hora, junto con una frecuencia de cortes casi nula, escenario muy diferente con respecto al SENI. Asimismo, las pérdidas de energía se han mantenido estables en torno a un 5%, lo que se compara positivamente con las pérdidas de 30% - 40% que se observan en el SENI.

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

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

- CEPM compra en el mercado internacional bajo contratos de corto plazo el combustible usado para generación a proveedores como Novum Energy t Shell. Localmente compra a Refinería Dominicana de Petróleo, exhibiendo una adecuada diversificación, sin exclusividad.
- 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.
- Esto es consistente con las inversiones desarrolladas en 2018, lo cual permitirá mejorar la diversificación operacional de tecnologías, la eficiencia y los márgenes operacionales de la compañía, sosteniendo el crecimiento de la demanda esperada para los próximos años.
- 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%.
- Para mitigar los riesgos, CEPM cuenta con una opción de compra preferente sobre dichos motores en caso de cambios en la propiedad o quiebra de EGE Haina. Además, CEPM es un cliente importante de EGE Haina, sin morosidad en sus pagos, con una alta tasa de cobrabilidad y con adecuados fundamentos de crecimiento ligados al sector turismo en la región.

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

¹ System Average Interruption Frequency Index: Número 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.

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

Cifras de la operación

2011 2012 2013 2014 2015 2016 2017 2018

Generación propia (GWh)	268	263	305	359	377	359	381	398
Compras físicas netas (GWh)	466	506	481	478	505	563	592	624
Ventas físicas (GWh)	693	719	741	750	834	813	919	969
Perdidas (%)	5,6	6,3	5,7	5,5	5,5	5,5	5,5	5,2%
Precio de venta (US\$/MWh)	272	276	271	261	201	189	213	233
Costo de generación (US\$/MWh)	170	182	170	152	89	69	94	116
Costo de energía adquirida (US\$/MWh)	147	151	144	131	72	63	80	102
Precio combustible (US\$/BBl)	103	108	101	91	48	44	59	74

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 2018, existían sobre 30 mil clientes que representaban aproximadamente un 20% 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, Melia, Riu, Iberostar y Central Romana, entre otros, existiendo una adecuada atomización dentro del sector hotelero.
- 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 representa cerca del 10% del Producto Interno Bruto, teniendo una importancia estratégica para el desarrollo de la nación.
- La zona de Punta Cana es el área turística más visitada del país, considerando que cerca del 60% de los turistas que llegan a la nación desembarcan en el aeropuerto ubicado en dicha localidad.
- Existe una relación entre estabilidad económica y turismo, exponiendo a bajos consumos eléctricos en periodos de contracción económica global. Sin embargo, en los últimos 8 años, el sector ha mantenido tasas de ocupación hotelera en un rango en torno al 70%, indicadores que demuestran estabilidad en la demanda turística en República Dominicana.

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

- CEPM también comercializa energía térmica, principalmente venta de agua fría, vapor y agua caliente, para limpieza, aire acondicionado y calefacción fibra óptica, entre otros. Además, presta servicios de Cable TV. Sus clientes son principalmente hoteles a quienes suministra electricidad.
- Estos negocios, además de diversificar levemente las fuentes de ingresos y mejorar la rentabilidad de la operación entregan servicios adicionales para fidelizar a los clientes y constituir barreras de entrada para potenciales competidores.

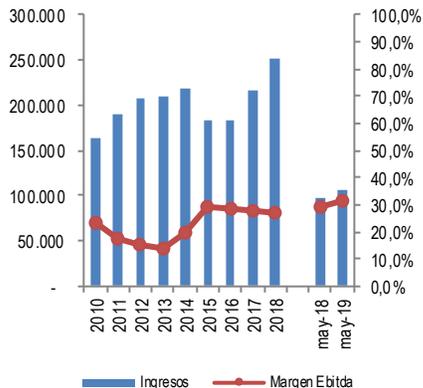
Acotada inversión indirecta Consorcio Energético de San Pedro de Macorís

- Actualmente CEPM posee cerca del 48% de la propiedad de Consorcio Energético de San Pedro de Macorís (CESPM), manteniéndola como inversión en empresa relacionada.
- En diciembre de 2006, CESPM fue adquirida totalmente por un consorcio liderado por el Grupo Basic Energy, quien pasó a tener el control de 3 unidades de ciclo combinado Siemens de 100 MW cada una, con un total de 300 MW. Con respecto a su gestión comercial, la compañía es poseedora de un contrato de compraventa de energía a 20 años (vence en 2022), con cláusulas pass through, con la CDE lo que constituye el primer y único contrato soberano ratificado por el Congreso Nacional dominicano a la fecha. Cabe mencionar que este contrato tiene cláusulas cross default con otras obligaciones del gobierno dominicano, exhibiendo una alta importancia para el Estado.
- El 5 de diciembre de 2018, CEPM firmó un contrato de venta por el 30% de acciones que posee de CESPM, sujeto a ciertas condiciones. Dicho valor fue estimado contablemente en US\$ 35,4 millones reclasificado como activo mantenido para la venta. Se estima que durante 2019 se llevaría a cabo dicha transacción con efectos en la caja.

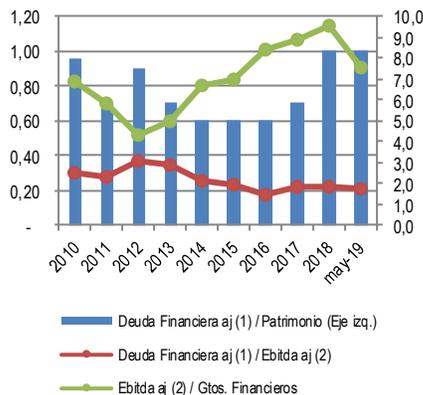
Solvencia **AA+**
Perspectivas **Estables**

Evolución de ingresos y márgenes

En miles de US\$



Evolución endeudamiento e indicadores de solvencia



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

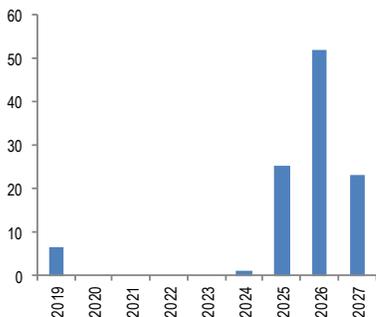
(2) EBITDA más dividendos recibidos de filiales

(3) Deuda financiera ajustada menos los fondos disponibles

* Indicadores anualizados cuando corresponda

Perfil de amortizaciones Bonos

Al 30 de julio de 2019, millones de US\$



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 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 expuesta a precios de combustibles, con márgenes relativamente estables gracias a PPAs.

➤ En 2018, las ventas registraron un fuerte aumento de un 16,2%, en relación al 2017, como resultado del alza de las tarifas promedio en un 10,1% (en línea con el mayor precio del combustible), apoyado adicionalmente por el aumento de las ventas físicas de energía, cercano al 5,2 %, y mayores ingresos por servicios de operaciones y mantenimiento. En cuanto a los gastos y costos operativos, estos también aumentaron debido a mayores costos de combustibles, mayores eficiencias en las operaciones, menores pérdidas eléctricas y mayores costos de compra de energía. Con todo, el ebitda alcanzó los US\$ 67,1 millones, registrando un alza desde los US\$ 60,4 millones en 2017.

➤ 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 no resultó en un deterioro adicional por parte de los auditores.

➤ En los 5 primeros meses de 2019, los ingresos de CEPM aumentaron un 9,6% con relación a mayo de 2018, alcanzando US\$ 106,6 millones, debido al aumento de las ventas físicas de 3,6% con respecto a igual periodo del año anterior y también por un alza de un 3,9% de los precios promedio de venta de energía. Este incremento de la tarifa por energía eléctrica se explica por el aumento del precio de combustibles y las cláusulas de indexación del precio de la energía en los contratos. Sin embargo, también se observó una mayor generación propia dada las nuevas inversiones y menores compras de energía a terceros y capacidad a mayor precio.

➤ Con todo, el margen ebitda se ha mantenido dentro de su categoría, alcanzando un 31,4% en mayo de 2019, junto con un valor de US\$ 33,4 millones.

➤ Feller Rate espera que con la entrada de las nuevas unidades generadoras a LNG le permita optimizar su estructura de costos y mantener un Ebitda superior a los US\$ 80 millones anuales.

Solvencia	AA+
Perspectivas	Estables

Principales Fuentes de Liquidez

- Caja y equivalentes, al cierre de mayo 2019, por US\$ 15,9 millones
- Flujo de fondos operativos consistentes con un margen Ebitda en el rango considerado en nuestro escenario base
- Líneas de crédito por US\$ 40 millones

Principales Usos de Liquidez

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

Niveles de endeudamiento dentro del rango de calificación

- A julio de 2019, la compañía mantenía una deuda financiera por US\$ 171 millones compuesta US\$ 100 millones por los Bonos Corporativos locales (la cual tiene estructura de vencimientos bullet los años 2025, 2026 y 2027, gracias al refinanciamiento de vencimientos 2018 a través de nueva colocación de bonos en noviembre de 2017) y US\$ 71 millones por créditos bancarios con Banco Popular (de hasta US\$ 50 millones, 18 meses de gracia seguido de 14 cuotas trimestrales, con un balloon de 25%, utilizado para financiar el plan de inversiones 2018) y líneas de crédito con Popular, Reservas y Citibank.
- La deuda se encuentra totalmente denominada en dólares americanos (exhibiendo un adecuado calce con los ingresos) y un 99% a tasa fija gracias a derivados.
- Esta deuda, que registró un aumento en 2018 ante estos nuevos préstamos bancarios, en conjunto el aumento de la base patrimonial generó un leverage financiero en torno a las 1,0x, a julio de 2019. Destaca una importante cobertura de gastos financieros de 7,5x, junto con un indicador deuda financiera aj. / ebitda aj. de 1,7x.
- Feller Rate espera que la compañía mantenga dicho indicador bajo las 2,0x a partir de 2019, en línea con la clasificación.

Satisfactoria posición de liquidez y amplia flexibilidad financiera

- A mayo de 2019, CEPM poseía una caja por cerca de US\$ 15,9 millones, acompañada de un ebitda anualizado de US\$ 72 millones, con respecto a vencimientos financieros de corto plazo por US\$ 28 millones, sin presentar riesgos de refinanciamiento significativos.
- Actualmente la compañía mantiene sus inversiones ligadas a proyectos térmicos, de generación y Capex de mantenimiento, cercano a 1,0x la depreciación (US\$ 10 millones anuales). Asimismo, entre las inversiones 2019, destacan el proyecto solar en bávaro, nueva línea de transmisión a Miches, entre otros. Con todo, se esperan inversiones del orden de US\$ 35 millones para este año, financiada, principalmente, con fondos propios.
- La compañía tiene una amplia flexibilidad financiera gracias a una estructura de vencimientos de deuda preferentemente en el largo plazo, una acotada exposición a riesgo de tasa, y no poseer restricciones ni garantías preñdarías.
- Además, destaca el importante acceso histórico al crédito a través de agencias multilaterales, bancos internacionales y bancos locales, junto con líneas de créditos vigentes.
- Por último, la compañía no tiene una política de dividendos, sólo por ley el 5% de las utilidades se destina a un fondo de reserva, no existiendo un reparto mínimo, otorgando una potencial flexibilidad en dicho reparto.
- De forma consistente, se espera que se mantenga un reparto de dividendos estables o prestamos hacia la matriz Internergy por parte de CEPM, en línea con la estabilidad del perfil de negocio y respondiendo a las mayores necesidades de financiamiento por parte del controlador ante su cartera de proyectos de generación.

	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	Estables	Estables
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\$

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	Mayo 2018*	Mayo 2019*
Ingresos	162.087	190.095	207.085	209.896	218.242	184.030	182.476	216.779	251.879	97.221	106.557
EBITDA	37.158	33.614	31.507	28.407	42.128	53.466	51.850	60.366	67.069	28.089	33.491
EBIT	26.090	23.424	19.783	15.702	27.424	36.959	34.832	42.930	48.303	20.661	22.055
Resultado Operacional	26.192	26.035	19.480	19.110	37.875	38.122	34.124	53.446	48.978	20.948	22.297
UTILIDAD (pérdidas)	27.276	31.421	21.450	25.146	39.499	29.640	19.807	35.890	26.435	11.731	13.566
Activos totales	231.807	234.065	294.720	279.506	304.872	299.006	283.091	314.216	393.758	370.685	395.476
Pasivos exigibles	123.317	110.363	162.609	135.711	133.356	138.358	133.620	149.801	227.907	200.789	219.481
Deuda Financiera	101.614	90.036	113.037	100.579	100.755	100.822	96.151	109.779	170.663	140.617	171.456
Deuda Financiera ajustada (1)	104.641	91.594	113.828	100.661	100.805	100.983	96.292	109.816	170.670	150.097	171.456
Ebitda Ajustado (2)	40.828	40.874	37.274	35.258	48.937	53.466	63.820	60.366	92.989	28.089	33.491
Patrimonio	108.491	123.127	132.111	143.795	171.516	160.649	149.474	164.415	165.850	169.896	176.265
Margen Ebitda	22,9%	17,7%	15,2%	13,5%	19,3%	29,1%	28,4%	27,8%	26,6%	28,9%	31,4%
Rentabilidad Operacional	11,3%	10,0%	6,7%	5,6%	9,0%	12,4%	12,3%	13,7%	12,3%	12,2%	12,6%
Rentabilidad Patrimonial	25,1%	25,5%	16,2%	17,5%	23,0%	18,5%	13,3%	21,8%	15,9%	24,4%	16,0%
Deuda Financiera aj (1) / Patrimonio	1,0	0,7	0,9	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7	1,0	0,9	1,0
Ebitda aj (2) / gastos financieros	6,9	5,8	4,3	5,0	6,7	7,0	8,4	8,9	9,5	7,6	7,5
Deuda Financiera aj (1) / Ebitda aj (2)	2,5	2,3	3,1	2,9	2,1	1,9	1,5	1,8	1,8	2,4	1,7
Deuda financiera neta aj (3) / Ebitda aj (2)	1,5	1,7	2,2	2,1	1,3	1,3	1,1	1,4	1,5	1,8	1,6
Liquidez Corriente	2,8	3,1	1,7	2,8	3,4	1,9	2,5	3,1	1,9	2,1	2,3

(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

	SIVEM-091	SIVEM - 111
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

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			
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	Quirografía	Quirografía	Quirografía	Quirografía

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	Quirografía

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.

- 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.

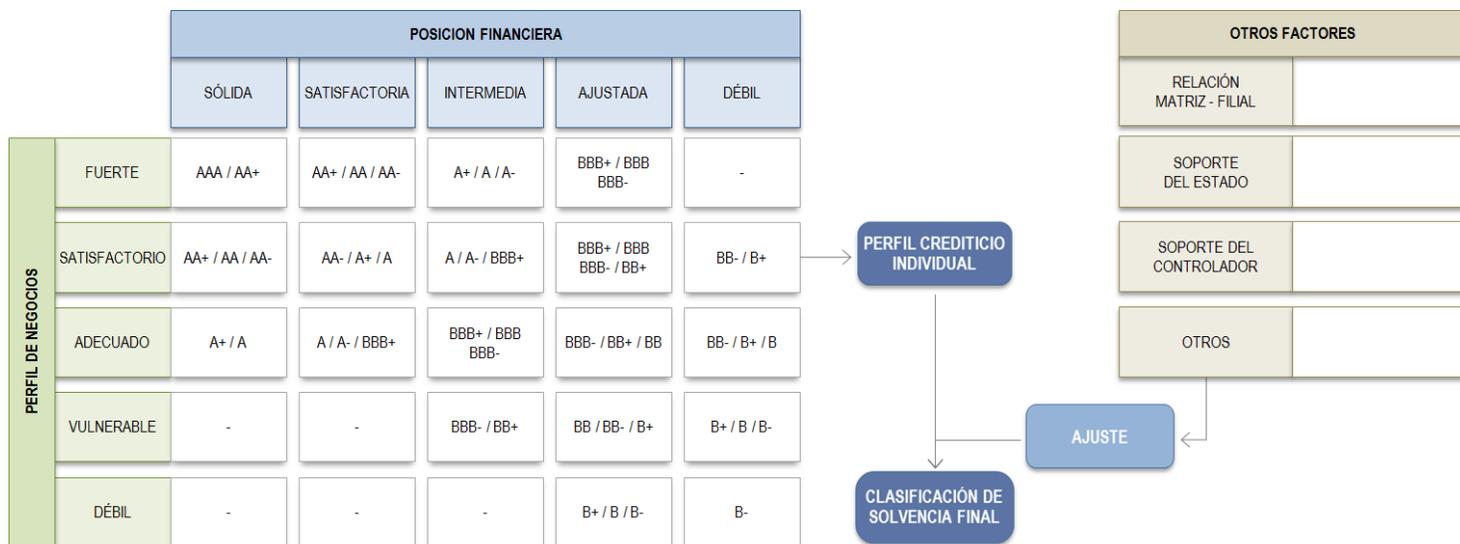
Descriptor de Liquidez

- 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.

- **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.



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.