

Sector Eléctrico
República Dominicana
Análisis de Crédito

Empresa Generadora de Electricidad Itabo, S.A. (ITABO)

Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	BBB(dom)
Emisión de Bonos por 25 MM de dólares	BBB(dom)

Información Financiera

Empresa Generadora de Electricidad Itabo, S.A. (consolidado)

(MM DOP)	30/06/10 UDM	31/12/09
Ventas Netas	6.976	7.695
EBITDA	667	2.546
FGO	660	2.525
Deuda Total	4.615	4.535
EBITDA/Gastos Fin.	1,2x	3,2
Deuda Total/EBITDA	6,9x	1,8
Deuda Total/FGO	3,8x	1,4

Analistas

Lucas Aristizábal
+1 312 3683260
lucas.aristizabal@fitchratings.com

Hilario Ramírez
+58 212 2863232
hilario.ramirez@fitchratings.com

Reportes Relacionados

- *Corporate Rating Methodology (August 2010)*
- *National Ratings - Methodology Update (December 18, 2006)*

Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a ITABO están soportadas por su sólida posición competitiva como el generador termoeléctrico de menor costo en el país. La empresa opera dos unidades termoeléctricas de bajo costo alimentadas por carbón y vende electricidad a las tres empresas distribuidoras del país a través de acuerdos de compra de energía (PPAs) a largo plazo, bien estructurados y denominados en dólares estadounidenses. No obstante, la empresa pudiera enfrentar riesgo de cobranza proveniente de las distribuidoras, las cuales se encuentran todavía en proceso de mejora de sus indicadores de pérdidas de energía y de cobranza.
- Las calificaciones asignadas a ITABO incorporan la dependencia del sector eléctrico de la República Dominicana y de la compañía a los subsidios del gobierno para su sostenibilidad financiera. En este sentido, en octubre de 2009, la República Dominicana entró en un acuerdo stand-by con el FMI y firmó una carta de intención, modificada más tarde en marzo de 2010. Esta carta de intención establece la estrategia del país para mejorar el sector de la electricidad en los próximos dos años al eliminar gradualmente el déficit tarifario, la eliminación de las zonas de electricidad gratis (PRA) y estar al día con las compañías de generación de electricidad mediante el mantenimiento de las cuentas a pagar a menos de 45 días, principalmente. El gobierno realizó cambios a nivel institucional sustituyendo la gerencia de la CDEEE, la cual se ha adherido firmemente a la ley de electricidad recientemente revisada y ha puesto en marcha un programa de reducción de pérdidas como la iniciativa “cero deuda cero robo”. No obstante, el monto de los subsidios gubernamentales al sector se mantienen aún en niveles importantes.
- Al 30 de junio de 2010, el perfil financiero de la empresa desmejoró. El margen EBITDA bajó debido a la caída de los precios de los contratos de venta, aunado a la existencia de condiciones desfavorables en un contrato de compra de carbón. En tal sentido, el nivel de apalancamiento se elevó de 1,8 veces al cierre del año 2009 hasta 6,9 veces al 30 de junio 2010. Por su parte, la relación de EBITDA a gastos financieros brutos pasó de 3,2 veces al cierre del año 2009 a 1,2 veces al 30 de junio 2010. Se estima que esta situación se revierta en el año 2011, una vez vencido el actual contrato de compra de carbón y la empresa inicie su adquisición en el mercado spot.

Elementos Claves de la Calificación de Riesgo

Fitch considera que una mejora importante de los indicadores de gestión de las empresas distribuidoras reflejo de medidas orientadas al fortalecimiento del sector eléctrico asociadas a acuerdos con organismos multilaterales y el mantenimiento del apoyo proporcionado por el gobierno, pudieran favorecer la calificación asignada. Por su parte, la calificación pudiera verse afectada por el proceso de renegociación de los contratos de suministro de energía o en caso de no mantenerse el soporte por parte del gobierno.

Liquidez y Estructura de Capital

La empresa mantiene elevados niveles de liquidez dada la adecuada generación de flujo de caja y la inexistencia de deuda financiera a corto plazo.

Resumen Financiero - Empresa Generadora de Electricidad Itabo, S.A.

(miles de pesos dominicanos, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	UDM				
	Jun-10	2009	2008	2007	2006
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	666.784	2.545.553	2.572.455	1.045.388	998.351
EBITDAR Operativo	666.784	2.545.553	2.572.455	1.045.388	998.351
Margen de EBITDA	9,6	33,1	29,6	15,8	16,4
Margen de EBITDAR	9,6	33,1	29,6	15,8	16,4
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	10,4	26,3	25,8	12,0	14,7
Margen del Flujo de Fondos Libre	4,8	17,3	1,8	(28,1)	(25,5)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	4,0	24,7	26,3	18,4	19,9
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	2,2	4,2	5,3	2,3	6,9
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	1,2	3,2	4,3	1,8	3,8
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	1,2	3,2	4,3	1,8	3,8
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,2	3,2	4,3	1,8	1,4
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,2	3,2	4,3	1,8	1,4
FGO / Cargos Fijos	2,2	4,2	5,3	2,3	6,9
FFL / Servicio de Deuda	1,6	2,7	1,3	(2,2)	(1,8)
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	5,9	6,3	2,5	(1,9)	2,0
FGO / Inversiones de Capital	7,3	6,6	2,1	1,1	6,0
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,8	1,4	1,4	3,3	2,7
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	6,9	1,8	1,7	4,1	4,9
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	3,4	0,7	1,4	4,0	2,1
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	6,9	1,8	1,7	4,1	4,9
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	3,4	0,7	1,4	4,0	2,1
Costo de Financiamiento Implícito (%)	24,0	17,5	13,7	12,7	9,7
Deuda Garantizada / Deuda Total	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Balance					
Total Activos	13.304.795	14.723.064	14.285.206	12.240.759	13.526.710
Caja e Inversiones Corrientes	2.365.532	2.861.374	728.748	150.300	2.751.214
Deuda Corto Plazo	0	0	0	0	461.467
Deuda Largo Plazo	4.615.000	4.535.000	4.441.250	4.301.250	4.402.933
Deuda Total	4.615.000	4.535.000	4.441.250	4.301.250	4.864.400
Deuda asimilable al Patrimonio	0	0	0	0	0
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.615.000	4.535.000	4.441.250	4.301.250	4.864.400
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.615.000	4.535.000	4.441.250	4.301.250	4.864.400
Total Patrimonio	7.023.049	8.037.158	7.899.401	6.790.065	7.358.031
Total Capital Ajustado	11.638.049	12.572.158	12.340.651	11.091.315	12.222.431
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	660.493	2.524.715	2.580.956	745.315	1.531.596
Variación del Capital de Trabajo	1.335.211	(365.265)	(2.274.730)	(598.558)	64.449
Flujo de Caja Operativo (FCO)	1.995.704	2.159.450	306.226	146.757	1.596.045
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(275.383)	(329.288)	(146.288)	(132.563)	(266.191)
Dividendos	(1.387.954)	(497.388)	0	(1.870.985)	(2.882.551)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	332.367	1.332.774	159.938	(1.856.791)	(1.552.697)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	800.351	799.851	418.508	(59.723)	(254.016)
Variación Neta de Deuda	0	0	0	(684.400)	4.359.296
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(4.975)	0	0	0	(128.493)
Variación de Caja	1.127.743	2.132.625	578.446	(2.600.914)	2.424.089
Estado de Resultados					
Ventas Netas	6.976.171	7.695.082	8.683.396	6.602.861	6.087.342
Variación de Ventas (%)	-	(11,4)	31,5	8,5	10,5
EBIT Operativo	263.464	2.122.256	2.160.785	660.271	751.082
Intereses Financieros Brutos	554.570	786.192	596.485	579.941	261.186
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	139.756	1.966.672	1.933.570	1.301.342	1.523.730

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTAN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](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 PUBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGIAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLITICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERESES, BARRERAS PARA LA INFORMACION PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLITICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO.

Derechos de autor © 2010 por Fitch, 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 afirmó 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. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no se 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. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto 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.