

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	BBB(dom)

Información Financiera

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

(MM DOP)	31/12/09	31/12/08
Activo Total	14.723	14.285
Patrimonio	8.037	7.899
Ingresos	7.695	8.683
EBITDA	2.546	2.572
Deuda Total	4.535	4.441

Analistas

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

Hilario Ramirez
+58 212 286 3232
hilario.ramirez@fitchratings.com

Reportes Relacionados Metodología Aplicada

- [Corporate Rating Methodology \(November 2009\)](#)

Fundamentos

- 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. Los riesgos de operar activos de generación eléctrica en el país están asociados a los bajos niveles de cobranza de las empresas distribuidoras, elevadas pérdidas de energía e importantes subsidios gubernamentales. Lo anterior determina que la calidad crediticia de las empresas distribuidoras y generadoras dominicanas esté asociado a la capacidad de pago del gobierno.
- 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.
- El perfil financiero de la empresa es considerado moderadamente sólido dentro de la calificación asignada. Luego de la emisión de deuda efectuada en el año 2006 el nivel de apalancamiento se elevó hasta 1,8 veces para el ejercicio culminado en diciembre 2009, luego de registrar un valor de 0,5 veces al cierre del año 2005. La relación de EBITDA a gastos financieros brutos descendió desde 8,4 veces en el año 2005 hasta 3,2 veces a diciembre 2009, por efecto de la referida emisión. La calificación también incorpora potenciales necesidades de capital de trabajo de la empresa en vista de los reducidos niveles de cobranza a las empresas distribuidoras y a los mayores precios del carbón.
- Los combustibles utilizados (carbón y *petcoke*) y las características de su base de despacho proveen a ITABO con ventajas competitivas respecto a otros generadores termoeléctricos del país, constituyendo usualmente la primera unidad a ser despachada en el sistema luego de las plantas hidroeléctricas. En caso de que nuevas unidades de generación hidroeléctrica u otras eficientes en costos entren al sistema, se estima que la ventaja competitiva de ITABO sea afectada solo de manera marginal.

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 de riesgo de la empresa. Por su parte, la calificación pudiera verse afectada en forma adversa por un eventual proceso de renegociación de los contratos de suministro de energía a fin de reducir el costo que deben cancelar las distribuidoras a las generadoras de electricidad.

Liquidez y Estructura de Capital

La empresa mantiene elevados niveles de liquidez dado 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	2009	2008	2007	2006	2005
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.545.553	2.572.455	1.045.388	998.351	1.004.815
EBITDAR Operativo	2.545.553	2.572.455	1.045.388	998.351	1.004.815
Margen de EBITDA (%)	33,08	29,62	15,83	16,40	18,24
Margen de EBITDAR (%)	33,08	29,62	15,83	16,40	18,24
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	26,34	25,75	11,95	14,67	18,42
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	17,32	1,84	(28,12)	(25,51)	0,07
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	24,68	26,33	18,40	19,85	15,64
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	4,21	5,33	2,29	6,86	13,07
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	3,24	4,31	1,80	3,82	8,38
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	3,24	4,31	1,80	3,82	8,38
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	3,24	4,31	1,80	1,38	2,31
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	3,24	4,31	1,80	1,38	2,31
FGO / Cargos Fijos	4,21	5,33	2,29	6,86	13,07
FFL / Servicio de Deuda	2,70	1,27	(2,20)	(1,79)	0,28
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	6,33	2,49	(1,94)	2,02	1,04
FGO / Inversiones de Capital	6,56	2,09	1,11	6,00	2,87
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,37	1,40	3,25	2,71	0,33
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,78	1,73	4,11	4,87	0,51
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,66	1,44	3,97	2,12	0,19
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,78	1,73	4,11	4,87	0,51
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,66	1,44	3,97	2,12	0,19
Costo de Financiamiento Implícito (%)	17,52	13,65	12,65	9,71	46,59
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	-	-	-	0,09	0,61
Balance					
Total Activos	14.723.064	14.285.206	12.240.759	13.526.710	10.067.677
Caja e Inversiones Corrientes	2.861.374	728.748	150.300	2.751.214	327.125
Deuda Corto Plazo	-	-	-	461.467	314.572
Deuda Largo Plazo	4.535.000	4.441.250	4.301.250	4.402.933	199.999
Deuda Total	4.535.000	4.441.250	4.301.250	4.864.400	514.571
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.535.000	4.441.250	4.301.250	4.864.400	514.571
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	4.535.000	4.441.250	4.301.250	4.864.400	514.571
Total Patrimonio	8.037.158	7.899.401	6.790.065	7.358.031	7.993.412
Total Capital Ajustado	12.572.158	12.340.651	11.091.315	12.222.431	8.507.983
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	2.524.715	2.580.956	745.315	1.531.596	1.447.233
Variación del Capital de Trabajo	(365.265)	(2.274.730)	(598.558)	64.449	(1.134.255)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	2.159.450	306.226	146.757	1.596.045	312.979
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	-	-	-	-	-
Inversiones de Capital	(329.288)	(146.288)	(132.563)	(266.191)	(109.212)
Dividendos	(497.388)	-	(1.870.985)	(2.882.551)	(200.000)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	1.332.774	159.938	(1.856.791)	(1.552.697)	3.766
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	-	-	-	-	-
Otras Inversiones, Neto	799.851	418.508	(59.723)	(254.016)	(4.050)
Variación Neta de Deuda	-	-	(684.400)	4.359.296	225.582
Variación Neta del Capital	-	-	-	-	-
Otros (Inversión y Financiación)	-	-	-	(128.493)	-
Variación de Caja	2.132.625	578.446	(2.600.914)	2.424.089	225.299
Estado de Resultados					
Ventas Netas	7.695.082	8.683.396	6.602.861	6.087.342	5.510.124
Variación de Ventas (%)	(11,38)	31,51	8,47	10,48	(1,73)
EBIT Operativo	2.122.256	2.160.785	660.271	751.082	702.104
Intereses Financieros Brutos	786.192	596.485	579.941	261.186	119.858
Alquileres	-	-	-	-	-
Resultado Neto	1.966.672	1.933.570	1.301.342	1.523.730	1.173.823

Copyright © 2010 de Fitch, Inc. y Fitch Ratings, Ltda. y de sus filiales. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Prohibida la reproducción o retransmisión parcial o total sin contar con la autorización correspondiente. Todos los derechos reservados. Toda la información contenida en este documento está basada en información conseguida con los emisores, y suscriptores, así como con otras fuentes que Fitch considera que son confiables. Fitch no audita o comprueba la veracidad o precisión de esa información. Como resultado, la información contenida en este comunicado se entrega "tal como viene", sin asumir ninguna representación o garantía de ninguna clase. Una clasificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La clasificación de riesgo solamente menciona el riesgo de pérdida por concepto de riesgo de crédito y de ningún otro, excepto que tal riesgo se mencione de manera expresa. Fitch no está comprometido de manera alguna en la oferta o venta de ningún valor financiero. Un informe de riesgo de crédito de Fitch, no es ni un folleto informativo ni un sustituto de la información recopilada, confirmada, y presentada a los inversionistas por parte del emisor y de sus agentes, en conexión con la venta de los valores en cuestión. Las clasificaciones de riesgo pueden cambiarse, dejarse sin efecto, o retirarse en cualquier momento y por cualquier motivo a la libre discreción de Fitch. Fitch no proporciona ningún tipo de asesoría en materia de inversiones. Las clasificaciones de riesgo no son una recomendación para comprar, vender, o mantener algún tipo de valor mobiliario. Las clasificaciones de riesgo no hacen comentarios respecto de la suficiencia del precio de mercado, la conveniencia de algún valor mobiliario para un inversionista en particular, o la naturaleza de alguna posible exención tributaria o imposibilidad de los pagos realizados con relación a algún valor mobiliario. Fitch percibe honorarios de parte de emisores, aseguradores, garantes, y suscriptores, por clasificar los valores mobiliarios. Tales honorarios fluctúan generalmente entre US\$1.000 dólares y US\$750.000 dólares (o el equivalente en la moneda que corresponda) por cada emisión. En algunos casos, Fitch clasificará todos o un número determinado de emisiones realizadas por un emisor en particular, o aseguradas o garantizadas por un asegurador o garantizador en particular, por un único honorario anual. Tales honorarios, se supone que fluctúan entre US\$10.000 y US\$1.500.000 (o el equivalente en la moneda que corresponda). El trabajo, publicación, o difusión de una clasificación de riesgo por parte de Fitch, no deberá constituir un consentimiento de parte de Fitch para utilizar su nombre como el de un experto, en conexión con cualquier declaración inscrita bajo las leyes federales de valores mobiliarios de los EE.UU., el Decreto sobre Servicios Financieros de Gran Bretaña (1986), o la legislación sobre valores financieros de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia que tienen los medios de publicación y distribución electrónicos, Los estudios realizados por Fitch pueden estar disponible para los suscriptores por medios electrónicos con hasta tres días de antelación respecto de los abonados a medios impresos