

REPORTE

FELLER RATE RATIFICA CALIFICACION “BBB” DE LOS BONOS CORPORATIVOS DE AES ANDRES EMITIDOS EN EL MERCADO DOMINICANO

Contacto

Manuel Acuña / manuel.acuna@feller-rate.cl / Fono: (562) 757-0400

Santo Domingo, República Dominicana – 30 de abril de 2009. Feller Rate ratificó la calificación “BBB” del programa de emisión de bonos corporativos garantizados de AES Andres y la calificación “BBB+” de la solvencia del emisor. Las perspectivas asignadas a la calificación son “Estables”.

La calificación “BBB+” asignada al emisor AES Andres responde a una base de ingresos operacionales provenientes de contratos de venta de largo plazo (que incluyen indexaciones a costos de combustibles y acotan su exposición a variabilidades del mercado spot), a su adecuada flexibilidad financiera y a su buena posición como operador de negocios de generación eléctrica e importación de gas natural en República Dominicana (RD). Los principales aspectos que restringen la calificación son los problemas de eficiencia del sistema eléctrico dominicano y su dependencia de la entrega de subsidios por el Estado, y la exposición de Andres a un eventual deterioro en el nivel de cobranza a clientes, riesgo concentrado principalmente en el sector de distribución eléctrica.

AES Andres enfrenta los desafíos propios de operar en un sistema eléctrico donde el sector de empresas de distribución requiere de importantes subsidios para mantener una adecuada sostenibilidad financiera, incluyendo sus obligaciones de pago comerciales con empresas generadoras. En 2008 el déficit de operación del sistema (déficit que es mitigado a través de los fondos por subsidios) mostró un importante crecimiento respecto del año anterior, producto del alza en el precio de los combustibles derivados del petróleo y su influencia en los valores de la energía. Esta alza provocó que las empresas distribuidoras acumularan mayores saldos de cuentas comerciales por pagar a generadoras. Sin embargo, a partir de la fuerte baja en los precios de combustibles en los últimos meses de 2008 y que se ha sostenido en 2009, la presión sobre el monto de subsidios requeridos ha disminuido considerablemente. Feller Rate espera que bajo este escenario de precios de combustibles, y pese a la exposición de la economía en RD a la deteriorada situación internacional, la cobertura del subsidio continúe operando adecuadamente durante 2009. No obstante, Feller Rate mantendrá un adecuado seguimiento de la evolución de la situación del subsidio, del déficit operativo de las distribuidoras y de la economía en RD, factores de importancia para sector eléctrico y que son considerados relevantes en la evaluación de la clasificación.

En 2009, el gobierno dominicano propuso a empresas eléctricas la entrega de US\$ 250 millones en Bonos Soberanos con el propósito de cubrir parte significativa de la deuda acumulada con el sector durante 2008, medida que está en proceso de materializarse. Asimismo, en febrero de 2009 comenzó a aplicarse la ley de penalización del fraude eléctrico de consumidores, a través de la ejecución de programas de control, sanciones y campañas de educación.

En el caso particular de AES Andres, en el combinado Andres-DPP, a diciembre de 2008 la tasa anual de cobranza de cuentas a clientes mostraba un descenso y los saldos por cobrar fueron mayores en un 70% respecto de diciembre de 2007, con un alza de US\$76 millones. No obstante, se mantiene con una buena posición de liquidez, con un saldo de caja y equivalentes que alcanzaba a US\$ 40 millones, en favorable contraste con vencimientos de deuda en el corto plazo por US\$ 25 millones. Además mantiene una cuenta de reserva para el servicio de su deuda financiera de US\$ 9 millones y un soporte garantizado de AES Corp. hasta por US\$ 24 millones. Feller Rate estima que a partir de esa fecha la presión del capital de trabajo sobre los flujos de caja podría tender a disminuir significativamente y que las mayores cuentas comerciales por cobrar acumuladas podrían ser regularizadas durante 2009. Respecto del plan de pago a eléctricas mediante Bonos Soberanos, la porción correspondiente al combinado Andres-DPP es de US\$ 65 millones.

Se considera que la flexibilidad financiera de la entidad mantiene un nivel adecuado, sobre la base de una buena posición de liquidez, la disponibilidad de una carta de crédito de respaldo que facilita las compras de gas natural, y que los pagos de dividendos a accionistas y los pagos de intereses de una deuda subordinada con su matriz corresponden a desembolsos restringidos por condiciones establecidas en sus bonos internacionales de largo plazo.

La operación de la entidad alcanzó en 2008 su mayor registro histórico anual de generación eléctrica con 2.378 GWh (5% sobre 2007), que representó un muy importante participación de 21% de la energía total generada por el sistema eléctrico nacional. No obstante, la operación de Andres presentó fallas en octubre y diciembre de 2008, que significaron que en total estuviera fuera de servicio por el orden de 33 días. Cabe destacar que la central, para propósitos de realizar trabajos de mantenimiento mayor programados, estará fuera de operación por 29 días a partir del 20 de abril de 2009. Se considera la existencia de una adecuada cobertura de seguros frente a las fallas y que los eventos recién comentados tienen efectos en los flujos de caja que se encuentra adecuadamente acotados, registrados y presupuestados.

En 2008, los ingresos operacionales y el Ebitda (resultado de la operación antes de gastos por depreciación y amortización de activos) obtenido por el combinado Andres-DPP presentaron crecimientos de un 26% y un 60% en relación a 2007, respectivamente. Esto representa una importante alza en los índices de rentabilidad. Con ello, en 2008 el Ebitda alcanzó a US\$ 112 millones, de manera que la relación de la deuda financiera bruta total (US\$ 181 millones a tasas fijas y que excluyen una deuda subordinada intercompañía) sobre el Ebitda anual se ubicó en 1,6 veces, manteniendo un nivel relativamente estable y sólido para la calificación (2,4 veces promedio anual en período 2005-2007). Asimismo, la cobertura del Ebitda sobre gastos financieros brutos alcanzó a 5,6 veces, por encima del promedio anual 2005-2007 de 3,4 veces.

AES Andres posee un contrato de largo plazo con BP Gas para abastecerse de GNL, que incluye condiciones del tipo take or pay. La empresa históricamente ha mostrado capacidad para acordar con el proveedor adecuadas flexibilizaciones respecto del contrato base. En 2008, se acordó la cantidad base anual de 21 Tbtu a comprar en 2008 y 2009, con la opción de aumentar esta cantidad a 24Tbtu en el 2009. En noviembre de 2008, fue renovada una carta de crédito stand-by con Citibank por US\$ 22 millones que es utilizada para respaldar el pago de las compras de GNL.

La posición de la empresa en el negocio de gas natural tiene un destacable potencial de desarrollo. Andres firmó, en octubre de 2007, un Memorandum de Entendimiento con la Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales (CDEEE) para la construcción de un gasoducto que transporte gas natural entre la terminal de GNL de Andres y la Compañía Eléctrica de San Pedro de Macorís (CESPM). Este proyecto se ha definido con el propósito de que Andres pueda abastecer de combustible a CESPM mediante un contrato de venta de gas natural y requiere la previa conversión de esta última, que para generar energía actualmente utiliza fuel oil y con el cambio obtendría una baja significativa en sus costos esperados de generación eléctrica. En 2008, AES Andres firmó 5 contratos de compra-venta de gas natural con empresas distribuidoras del combustible al mercado industrial y vehicular. En 2009, CESPM y AES Dominicana formaron un memorandum de entendimiento para la construcción del gasoducto de 40 Km., que demorará entre 12 y 15 meses. Feller Rate considera que el desarrollo del área de negocios de gas representa una favorable fuente de crecimiento y diversificación.

La calificación “BBB” asignada al Programa de Emisión de Bonos Ordinarios (PEB) de US\$ 25 millones se ubica un nivel por debajo de la calificación de solvencia de Andres, reflejando la existencia de una estructura de garantías que favorece a la deuda en Bonos 144-A, emitidos por una filial y con la garantía de Andres. Feller Rate considera que la posición del PEB se ve marginalmente disminuida respecto de los Bonos 144-A, debido a que estos incluyen en sus garantías de pago los títulos de propiedad de Andres y DPP. Cabe destacar que, al igual que los Bonos 144-A, el PEB cuenta con la garantía incondicional e irrevocable de DPP. Las calificaciones consideran la baja competitividad de la central generadora de DPP.

Las perspectivas “Estables” de la calificación reflejan la expectativa de Feller Rate que el gobierno de RD mantendrá un adecuado apoyo al funcionamiento del sistema eléctrico y de cobertura de su déficit financiero, y que las futuras implicancias del plan de largo plazo del gobierno para fortalecer al sector eléctrico y reducir su aporte de subsidios (fondos a distribuidores para cubrir déficit del sector), no debilitarán significativamente los indicadores de protección financiera de Andres-DPP. No obstante, en caso que eventuales cambios en las condiciones de los contratos o incrementos en los riesgos de pago de contrapartes provocaran un deterioro importante del perfil financiero, la calificación podría ser afectada a la baja. Asimismo, si la empresa sostiene un fuerte perfil financiero, las eventuales modificaciones introducidas por el gobierno fueran mayoritariamente neutras para la situación financiera, el sector eléctrico se fortaleciera significativamente y mejoran las condiciones para su auto-sostenibilidad de largo plazo, la calificación podría ser revisada al alza. Cabe destacar que AES ha presentado una relación histórica de cooperación y entendimiento con las instituciones y reguladores del sector energético dominicano.

AES Andres posee una central de ciclo combinado con una capacidad efectiva de 304 MW que opera con gas natural y una terminal de almacenamiento y gasificación de gas natural líquido (GNL), las únicas instalaciones para importar ese combustible en República Dominicana (RD). Andres es una central habitualmente despachada para cubrir la base de generación que requiere el sistema eléctrico dominicano, situación que refleja su buena posición competitiva en costos en relación al parque generador instalado en el sistema. Posee una cartera de contratos de venta por 80 MW, que incluye varios clientes no regulados.

DPP posee una central de 236 MW convertida para usar gas natural y un contrato de venta con EDE Este por 210 MW, que finaliza en 2016. Dado sus costos variables relativamente altos, DPP muestra un nivel de despacho poco significativo respecto de Andres. Sin embargo, un acuerdo de compra de energía con Andres respalda el cumplimiento del contrato de DPP con EDE Este.

AES Andres y DPP son propiedad de **AES Corp.**, compañía de negocios en energía a nivel internacional, cuya experiencia representa un fuerte soporte a nivel operativo. Debido a las estructuras relacionadas de propiedad, administración, contratos comerciales y deudas, Feller Rate considera en su evaluación la **combinación Andres-DPP** como una unidad financiera.

Combinado AES Andres - DPP	2003	2004	2005	2006	2007	2008
(Miles de dólares)						
Ingresos	134.285	166.950	228.055	241.810	284.229	357.772
Costos	-94.185	-111.752	-144.585	-148.101	-183.343	-220.736
Gastos	-8.317	-15.093	-18.565	-21.144	-30.984	-25.099
EBITDA	31.783	40.106	64.906	72.565	69.902	111.937
Depreciación y amortización	-6.424	-12.776	-13.228	-16.146	-19.194	-14.753
Resultado Operacional	25.359	27.329	51.678	56.419	50.708	97.184
Gastos Financieros	-7.830	-19.642	-25.764	-19.224	-18.199	-20.024
Gastos Fin. Deuda Sub. Emp. Rel.	-9.704	-29.386	-32.024	-34.987	-38.224	-38.329
Ingresos Financieros	541	94	29	1.507	3.399	3.284
Ingresos (gastos) interés comercial	-43	-17.653	-10.701	24.032	11.104	7.447
Otros Ingresos (egresos)	-1.177	-1.199	-4.540	-1.437	-4.236	-2.274
Resultado Cambiario	1.027	-25.524	157	-980	841	354
Resultado No Operacional	-17.188	-91.715	-72.843	-31.089	-45.315	-49.542
Impuestos y otros	-4.479	-4.332	-6.532	-5.438	-4.708	-26.265
Utilidad (pérdidas)	3.692	-68.717	-27.698	19.893	686	21.378
Fondos de Operación	19.414	-23.327	22.684	67.738	64.993	64.687
Variación en activos y pasivos	-31.681	36.787	-31.796	11.105	-74.311	-77.470
Flujo Caja Neto de Operación	-12.267	13.460	-9.112	78.843	-9.318	-12.783
Inversiones activos fijos	-21.384	-2.664	-8.141	-5.499	-7.818	-10.092
Flujo Caja Disponible	-33.651	10.796	-17.253	73.344	-17.136	-22.875
Obtención (pago) Neto de deudas	24.015	-6.220	24.406	0	11.404	9.596
Otros	-2.483	129	-13.009	-1.739	-28.377	15.321
Flujo caja del período	-12.119	4.705	-5.856	71.605	-34.109	2.042
Caja inicial	14.167	2.048	6.753	897	72.502	38.393
Caja final	2.048	6.753	897	72.502	38.393	40.435
Efectivo y equivalentes	3.512	8.053	897	72.502	38.393	40.435
Cuentas por cobrar clientes	65.629	88.963	54.277	85.356	108.347	144.969
Inventarios	7.485	3.527	21.931	4.812	26.808	12.200
Activos Circulantes	79.831	107.408	82.927	171.985	200.958	204.502
Activos fijos	509.334	491.363	484.409	473.778	458.805	456.531
Cuentas por clientes largo plazo	0	53.367	55.138	0	0	39.445
Reserva Servicio de deuda	0	0	8.800	8.800	8.580	8.580
Activos largo plazo	7.211	58.520	69.929	14.928	16.330	52.714
Deuda financiera LP porcion corto	140.015	135.594	0	0	0	25.000
Cuentas por pagar proveedores	22.957	116.364	60.957	29.398	19.076	10.305
Cuentas por pagar relacionados	3.818	8.239	7.493	6.187	22.856	-1.836
Pasivos Circulantes	166.790	260.197	68.450	35.584	42.226	77.315
Deuda bonos largo plazo	0	0	160.000	160.000	171.404	156.000
Deuda Subordinada Accionista (DS)	316.756	346.142	378.166	413.153	413.153	413.153
Pasivos de Largo Plazo	319.487	355.525	554.774	590.998	613.914	594.908
Patrimonio	110.098	41.568	14.041	34.108	19.953	41.524
Pasivos Netos de Deuda Subordinada	169.522	269.581	245.058	213.429	242.987	259.070
Deuda financiera total	140.015	135.594	160.000	160.000	171.404	181.000
Patrimonio + Deuda Subordinada	426.854	387.710	392.207	447.261	433.106	454.677
Margen de Venta	29,9%	33,1%	36,6%	38,8%	35,5%	38,3%
Margen EBITDA	23,7%	24,0%	28,5%	30,0%	24,6%	31,3%
Rentabilidad Operacional / Activos (Pasivos-DS) / (Patrimonio+DS)	4,3%	4,2%	8,1%	8,5%	7,5%	13,6%
Deuda Financiera / (Patrimonio+DS)	0,40	0,70	0,62	0,48	0,56	0,57
EBITDA / gastos financieros	4,1	2,0	2,5	3,8	3,8	5,6
Deuda / EBITDA	4,4	3,4	2,5	2,2	2,5	1,6
Deuda Neta de Efectivo / EBITDA	4,3	3,2	2,5	1,2	1,9	1,3
Fondos Operación / Deuda financiera	14%	-17%	14%	42%	38%	36%
Liquidez (AC/PC)	0,48	0,41	1,21	4,83	4,76	2,65

Las calificaciones 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 y en aquella que voluntariamente aportó el emisor, no siendo responsabilidad de la calificadora la verificación de la autenticidad de la misma.