

Eléctrico  
República Dominicana  
Análisis de Crédito

## AES Andres B.V. (ANDRES)

### Calificaciones

Tipo de Instrumento	Calificación
Bonos Ordinarios con Garantía por 25 millones de dólares	BBB(dom)

### Datos Financieros

Andres y DPP Combinados (M US\$)	30/09/09 UDM	31/12/08
Activos Totales	750.101	718.419
Patrimonio	458.631	454.677
Ingresos	237.374	358.249
EBITDA	69.239	112.253
Deuda Total	170.596	181.000

### Analistas

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

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

### Reportes Relacionados

#### Metodología Aplicada

- *Corporate Rating Methodology (November 2009)*
- *National Ratings - Methodology Update (December 18, 2006)*

### Fundamentos

- La calificación asignada a la emisión de bonos por 25 millones de dólares por parte de ANDRES, toma en consideración la garantía provista por DPP, empresa que opera una central eléctrica con una capacidad efectiva total de 236 MW, que representa aproximadamente el 8% de la capacidad instalada de la República Dominicana.
- Por otro lado, la calificación otorgada toma en cuenta que la garantía proporcionada por DPP, a efectos de la emisión de obligaciones de ANDRES, implica la diversificación del riesgo operativo de las actividades de generación y venta de energía. De esta forma, el efecto de la evaluación combinada de las actividades de ANDRES y DPP no implica una variación respecto a la calificación de emisor de ANDRES, considerando adicionalmente que el desempeño del sector eléctrico dominicano tendría el mismo impacto sobre ambas empresas.
- Igualmente la calificación considera que las actividades de ANDRES dependen en buena medida de las políticas implementadas por el gobierno dominicano para darle viabilidad financiera al sector eléctrico. En este sentido, en julio de 2007 se aprobó la reforma a la Ley Eléctrica, destacando dentro de los aspectos más importantes la penalización del robo de electricidad, con el fin de reducir los altos niveles de pérdidas de energía, los cuales se ubicaron en un 39% en el año 2008.
- Adicionalmente, la calificación incorpora el hecho que durante los últimos 5 años los subsidios gubernamentales al sector eléctrico dominicano totalizaron unos 2.880 millones de dólares, reflejando la dependencia del mismo a las políticas públicas.
- Para el período de 12 meses culminado el 30 de septiembre de 2009, el margen EBITDA se ubicó en 29,1%, inferior al registrado al cierre de 2008 producto del aumento en los gastos operativos. ANDRES registra apropiados niveles de apalancamiento y cobertura, cónsonos con la calificación otorgada. En lo adelante, las recientes medidas implementadas por el regulador para mejorar la recaudación de las empresas distribuidoras incidiría favorablemente en la cobranza de las empresas generadoras y compensar el aumento registrado en los últimos meses en sus cuentas por cobrar.

### 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, favorecerían la calificación de riesgo de la empresa. Por su parte, la calificación pudiera verse reducida por un eventual proceso de renegociación de los contratos de suministro de energía con el objetivo de reducir el costo que deben cancelar las empresas distribuidoras a las empresas generadoras de electricidad. Debe destacarse que a la fecha la empresa no ha sido llamada a renegociar.

### Liquidez y Estructura de Capital

A pesar del adecuado perfil de vencimiento de la deuda financiera de la empresa (solo el 10% de la deuda financiera combinada es a corto plazo) y su nivel caja, la cobertura del servicio de deuda se redujo respecto a diciembre 2008, siendo que a septiembre 2009 la relación de EBITDA a servicio de deuda se ubicó en 1,8 veces.

**Resumen Financiero - Andres y DPP Combinado**

(miles de dólares, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	UDM				
	sep-09	2008	2007	2006	2005
<b>Rentabilidad</b>					
EBITDA Operativo	69.239	112.253	69.902	72.494	64.906
EBITDAR Operativo	69.239	112.253	69.902	72.494	64.906
Margen de EBITDA (%)	29,2	31,3	24,6	30,0	28,5
Margen de EBITDAR (%)	29,2	31,3	24,6	30,0	28,5
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	7,2	9,1	11,4	14,7	9,4
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	(12,6)	(5,1)	(9,5)	30,3	(7,6)
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	(1,1)	4,8	0,2	4,7	(7,1)
<b>Coberturas</b>					
FGO / Intereses Financieros Brutos	1,8	2,9	3,8	5,0	2,0
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	2,8	5,6	3,8	4,1	2,5
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	2,8	5,6	3,8	4,1	2,5
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	1,8	2,5	3,8	4,1	2,5
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	1,8	2,5	3,8	4,1	2,5
FGO / Cargos Fijos	1,8	2,9	3,8	5,0	2,0
FFL / Servicio de Deuda	(0,1)	0	(0,5)	5,2	0,3
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	1,4	0,9	2,4	9,3	0,4
FGO / Inversiones de Capital	(0,6)	(1,7)	(1,2)	14,3	(1,1)
<b>Estructura de Capital y Endeudamiento</b>					
Deuda Total Ajustada / FGO	3,7	3,1	2,5	1,8	3,1
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	2,5	1,6	2,5	2,2	2,5
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,6	1,3	1,7	1,2	2,5
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	2,5	1,6	2,5	2,2	2,5
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,6	1,3	1,7	1,2	2,5
Costo de Financiamiento Implícito (%)	14,1	11,3	11,0	11,0	17,4
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0,1	0,1	-	-	-
<b>Balance</b>					
Total Activos	750.101	718.418	690.417	676.054	637.265
Caja e Inversiones Corrientes	62.031	40.450	53.409	72.574	897
Deuda Corto Plazo	14.596	25.000	-	-	-
Deuda Largo Plazo	156.000	156.000	171.404	160.000	160.000
Deuda Total	170.596	181.000	171.404	160.000	160.000
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	170.596	181.000	171.404	160.000	160.000
Deuda Fuera de Balance	-	-	-	-	-
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	170.596	181.000	171.404	160.000	160.000
Total Patrimonio	458.631	454.676	433.105	442.166	392.207
Total Capital Ajustado	629.227	635.676	604.509	602.166	552.207
<b>Flujo de Caja</b>					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	20.788	37.850	50.629	71.010	26.088
Variación del Capital de Trabajo	(32.182)	(49.343)	(59.945)	7.831	(35.200)
Flujo de Caja Operativo (FCO)	(11.394)	(11.493)	(9.316)	78.841	(9.112)
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(18.514)	(6.743)	(7.825)	(5.499)	(8.141)
Dividendos	0	0	(10.000)	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(29.908)	(18.236)	(27.141)	73.342	(17.253)
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	0	0
Otras Inversiones, Neto	44.641	12.155	(17.744)	(88)	(7.508)
Variación Neta de Deuda	(10.404)	9.596	11.404	0	24.406
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(1.673)	(1.473)	(628)	(1.651)	(5.501)
Variación de Caja	2.656	2.042	(34.109)	71.603	(5.856)
<b>Estado de Resultados</b>					
Ventas Netas	237.374	358.249	284.229	241.810	228.055
Variación de Ventas (%)	-	26,0	17,5	6,0	36,6
EBIT Operativo	53.796	97.500	50.708	56.348	51.678
Intereses Financieros Brutos	24.825	19.910	18.227	17.600	25.764
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	(5.094)	21.378	686	19.517	(27.698)

La empresa registra un préstamo intercompañía, que a septiembre 2009 alcanzó 422.682 millones de dólares, mediante el cual AES realizó aporte de capital para financiar el desarrollo y la construcción de ANDRES. Este préstamo fue registrado como inversión patrimonial y los intereses no pagados al cierre de cada año son capitalizados, por lo tanto este monto no es considerado como deuda financiera.

Copyright © 2009 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 calificación de riesgo de Fitch, constituye una opinión de la solvencia que tiene un determinado papel financiero. La calificación 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 impositividad 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 calificará 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 calificación 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.