

Sector Eléctrico
República Dominicana
Análisis de Crédito

Empresa Generadora de Electricidad Haina, S.A. (HAINA)

Calificaciones

Nacional de Largo Plazo	BBB(dom)
Emisión de Bonos	BBB(dom)

Información Financiera

Empresa Generadora de Electricidad Haina, S.A.

(M USD) 30/09/08 31/12/07
UDM

Activo Total	601.792	531.494
Patrimonio	341.120	299.914
Ingresos	471.219	344.519
EBITDA	105.198	74.436
Deuda Total	178.701	187.442

Analistas

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

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

Fundamentos

- Las calificaciones asignadas reflejan el diversificado portafolio de generación de la empresa, el uso de diversas fuentes de combustibles en sus plantas, su sólida posición de mercado y su eficiencia operativa. Los activos de generación de HAINA están compuestos por plantas que utilizan fuel-oil, diesel y carbón ubicadas a lo largo del país. Esto proporciona a la empresa diferentes posiciones en la lista de méritos de despacho. La eficiencia operativa de HAINA compara favorablemente con otras empresas generadoras del país. La compañía registra una tasa calórica promedio de 9.526 unidades térmicas británicas (BTU) por kilovatio-hora (kWh), destacando que para su unidad más eficiente este indicador se ubica en 7.800 BTU/kWh, utilizando fuel-oil pesado llamado fuel-oil N°6.
- Las calificaciones asignadas a HAINA consideran diversos riesgos que impactan al sector eléctrico dominicano. Tales riesgos están asociados con los bajos niveles de cobranza de las empresas distribuidoras, las altas pérdidas y la alta dependencia a subsidios gubernamentales. La República Dominicana se ubica como el cuarto país con las mayores pérdidas de energía en el mundo, después del Congo, su vecino Haití y Moldavia. Las empresas distribuidoras han registrado un índice de recuperación de alrededor de 59%, con lo cual de toda la electricidad que va al sistema interconectado nacional, sólo el 59% es pagado, siendo que el resto desaparece por robo, incobrables y pérdidas.
- El manejo de flujo de caja de HAINA a fin de enfrentar la situación del sector eléctrico de la República Dominicana ha favorecido el perfil crediticio de la empresa, quien registra sólidos indicadores financieros. Su perfil financiero se caracteriza por un bajo apalancamiento y una adecuada cobertura de intereses. HAINA registró una cobertura de intereses, medida a través de la relación de EBITDA a gastos financieros de 6,4 veces y un apalancamiento medido mediante la relación de deuda total a EBITDA de 1,7 veces al cierre de septiembre de 2008.
- Las calificaciones también incorporan la posibilidad de renegociación de los contratos de compras de energía (PPAs) suscritos entre las empresas de generación y de distribución de energía. Ello incrementa la incertidumbre de generación de flujo de caja por parte de las empresas generadoras y podría afectar el perfil crediticio de las mismas así como el desempeño del sector.

Elementos Claves de la Calificación de Riesgo

Fitch considera que una mejora importante de los indicadores de gestión de las empresas distribuidoras, pudiera favorecer la calificación de riesgo de la empresa. Por su parte, la calificación pudiera verse afectada en forma adversa por el proceso de renegociación de los contratos de suministro de energía o en caso de no mantenerse el soporte por parte del gobierno.

Perfil

La Empresa Generadora de Electricidad Haina, S.A., fue fundada en el año 1999 y durante el año 2007 constituyó el mayor generador de energía eléctrica del país.

Perfil

La Empresa Generadora de Electricidad HAINA, S.A. (HAINA) opera actualmente 15 unidades generadoras en 7 plantas a lo largo del país. La empresa posee actualmente una capacidad instalada combinada de cerca de 600 MW, lo cual representa un 20% de la capacidad instalada del país.

HAINA fue privatizada en el año 1999 como parte de la estrategia gubernamental de capitalizar las compañías eléctricas. Desde entonces, la empresa ha incrementado su capacidad instalada hasta cerca de 600 MW desde 285 MW y ha reducido su tasa calórica promedio hasta su actual nivel competitivo de 9.526 BTU/kWh desde 14.449 BTU/kWh. HAINA adicionalmente aumentó su eficiencia al reducir su número de empleados hasta 377 desde un total de 1.000 durante el mismo lapso de tiempo.

Haina Investment Company, Ltd (HIC) es propietaria del 50% de HAINA, el gobierno dominicano mantiene el 49,97% de capital de la empresa, mientras que el resto del capital es propiedad de anteriores empleados de la Corporación Dominicana de Electricidad.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma Price Waterhouse Coopers. Los estados financieros empleados en la elaboración del presente informe fueron elaborados de acuerdo a los principios contables generalmente aceptados en los Estados Unidos de América (USGAAP).

Operaciones

El desempeño operativo de la empresa ha mejorado significativamente desde la privatización. Además de los avances operativos ya mencionados, destaca el incremento de disponibilidad de las plantas hasta 97% desde 60% y la reducción de salidas forzadas hasta 3% desde casi un 10% durante los últimos 8 años.

HAINA vende energía bajo PPAs a largo plazo, estructurados y denominados en dólares con las tres principales empresas distribuidoras del país. Los PPAs de la compañía por un total de 350 MW están distribuidos de la siguiente manera: 138 MW con la Empresa Distribuidora de Electricidad del Sur (EDE-Sur), 112 MW con la Empresa Distribuidora de Electricidad del Norte (EDE-Norte) y 100 MW con la empresa Distribuidora de Electricidad del Este (EDE-Este). Como se mencionó anteriormente, el gobierno a través de la Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales (CDEEE), ha anunciado su intención de renegociar estos contratos lo cual representa un riesgo para la empresa.

En el año 2005, el gobierno, las empresas generadoras y las distribuidoras llegaron a un acuerdo donde se fijaron ciertas metas con el objeto de darle viabilidad financiera al sector, fundamentadas en la reducción de las pérdidas no técnicas y en la mejora del índice de recuperación de efectivo (CRI) y además el gobierno se comprometió a mantenerse al corriente en el pago de las facturas de los clientes de gobierno no cortables. Debe destacarse que en los últimos dos años no se han observado mejoras importantes en los indicadores de gestión del sector eléctrico dominicano, siendo que, de acuerdo a información de la Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales (CDEEE), las pérdidas de energía se ubicaron cerca de 34% al cierre del año 2007 (39% para el año 2005). Por su parte, el CRI ha venido mostrando algunas mejoras alcanzando 59% para el año 2007 (54% para el año 2005) aunque en un nivel inferior a la meta establecida.

Durante 2008, las aún elevadas pérdidas de energía y bajos niveles de cobranza por parte de las empresas distribuidoras, aunado a los mayores precios de los combustibles en los mercados internacionales han determinado un mayor atraso por parte de las empresas distribuidoras. De esta forma, para el tercer trimestre del año 2008 la cobranza promedio

de HAINA se ubicó en 89%, valor inferior al promedio de los cuatro trimestres anteriores (97%). Esta menor cobranza refleja la incapacidad de las empresas distribuidoras de traspasar el mayor costo de la electricidad a los usuarios finales.

Es por ello que, desde el año 2005 hasta la fecha, los subsidios gubernamentales al sector eléctrico dominicano han totalizado unos 2.500 millones de dólares, reflejando la dependencia del mismo a las políticas públicas. Aún cuando para el año 2007 se había presupuestado 400 millones de dólares de subsidio gubernamental, como consecuencia de los mayores precios de los hidrocarburos, éste alcanzó cerca de 650 millones de dólares para todo ese año. Por su parte, el presupuesto 2008 consideró el mismo monto que el año 2007; sin embargo, se estima un monto superior para este año, dados los mayores precios de los combustibles durante la mayor parte del año. No obstante, debe destacarse, dada la tendencia decreciente de los precios de los hidrocarburos registrada a partir del tercer trimestre del año 2008, se estima que las erogaciones gubernamentales relacionadas con el subsidio al sector eléctrico sean favorables para el año 2009. En opinión de Fitch, la consecución de mejoras importantes en los indicadores de gestión de las empresas distribuidoras y el mantenimiento del apoyo proporcionado por el gobierno representan los aspectos que más favorecerían el desempeño de las empresas generadoras.

El marco regulatorio de las actividades del sector eléctrico dominicano se basa en la Ley General de Electricidad del año 2001, el cual constituye el principal cuerpo legal que rige las actividades de generación, transmisión y distribución de electricidad. Las funciones esenciales del Estado son de carácter normativo, promotor, regulador y fiscalizador.

Debe destacarse, que en el mes de julio de 2007 se aprobó la reforma de la Ley General de Electricidad, siendo que uno de los aspectos más importantes de esta modificación lo constituye la penalización del robo de electricidad. Durante el año 2007, también se promulgó el reglamento de la referida ley, pero que aún no se ha llevado a cabo la aplicación efectiva de este cambio en la regulación, por lo que todavía representa un reto para las empresas distribuidoras reducir las pérdidas de electricidad, tanto por el descenso del robo de energía como por la conversión de usuarios no pagadores en clientes.

Si bien el sistema eléctrico dominicano posee suficiente capacidad para servir la demanda, las empresas distribuidoras aún no cobran el suficiente dinero a los usuarios finales para cubrir sus costos operativos así como pagar a las generadoras por la capacidad contratada. Ello representa pérdidas importantes para las empresas distribuidoras por lo que éstas han requerido entre 600 y 800 millones de dólares anuales de subsidio gubernamental sólo para que puedan cubrir el 85% de la demanda total, destacando que el sector eléctrico dominicano no es autosostenible financieramente en la actualidad bajo estas condiciones y que las mejoras observadas recientemente por el mismo han sido modestas. Por otro lado, el elevado peso que representa el sector eléctrico para el gobierno se refleja en el hecho de que los subsidios otorgados en forma anual representan entre el 2% y 2,5% del producto interno bruto.

Afortunadamente, los subsidios y el soporte gubernamental han permitido a las distribuidoras poseídas por el gobierno honrar sus compromisos con las empresas generadoras privadas, destacando, no obstante, que esta situación no es sostenible en el largo plazo. Resulta evidente por ejemplo que el gobierno enfrente presiones de áreas críticas de inversión en salud y educación a expensas del sector eléctrico.

Dada la situación del sector eléctrico, el gobierno de la República Dominicana se plantea retos importantes, considerando que las medidas que deberían ser tomadas para lograr autosostenibilidad al sector eléctrico dominicano se fundamentarían en tres factores: aumentos tarifarios, focalización de los subsidios y aplicación del nuevo marco legal que penaliza el robo y el fraude energético. Aún cuando el gobierno dominicano ha realizado

anuncios en esta dirección, estas medidas tienen un carácter altamente impopular por lo que la velocidad y el grado de aplicación de las mismas pudiera no ser el requerido por la delicada situación del sector eléctrico del país.

A finales del año 2006 el gobierno dominicano anunció su intención de renegociar los contratos de compra de energía por parte de las empresas distribuidoras con algunas generadoras, con el objetivo principal de reformular el cálculo de precios de energía a fin de reducir el costo de la electricidad a las distribuidoras. Esta propuesta implicaría la reducción del margen operacional de las empresas generadoras. Sin embargo, se estima que la renegociación no podría realizarse de manera unilateral, en función de los acuerdos que suscribió el gobierno con organismos multilaterales.

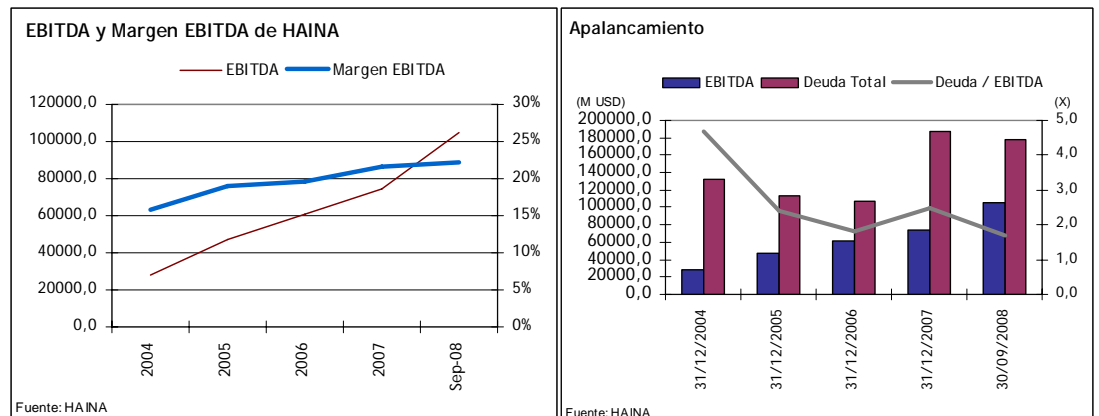
Estrategia y Posición Competitiva

HAINA mantiene una sólida posición competitiva y una participación de cerca de 20% del total de capacidad instalada de generación del país. La posición competitiva de la empresa es reflejo principalmente de su diversificado portafolio de activos de generación.

El sector eléctrico de la República Dominicana se caracteriza por mantener una elevada capacidad de generación termoeléctrica. De los cerca de 2.945,2 MW de capacidad instalada del país, sólo 469.3 MW (16%) proviene de generación hidroeléctrica, siendo que el resto proviene de generadores termoeléctricos que utilizan diversos combustibles. Se estima que la capacidad de generación termoeléctrica se mantenga sin cambios en el futuro, ya que los planes de expansión de la capacidad dentro del país prevén incorporar nueva capacidad en la misma proporción (hidro y termoeléctrica). Actualmente, el gobierno dominicano estima la construcción de dos nuevas planta de generación a carbón con el fin de añadir 1.200 MW de capacidad al sistema.

La estrategia de la empresa se basará en mejorar su eficiencia al invertir en nueva generación de menor costo marginal, así como en la diversificación de su flujo de ingresos al incrementar el número de clientes no regulados. En línea con esta estrategia, la empresa suscribió un acuerdo de para proveer electricidad al Consorcio Eléctrico Punta Cana-Macao (CEPM), una pequeña empresa distribuidora de electricidad en la zona este del país, conocida por su atractivo turístico. Ello es favorable para la calidad crediticia de HAINA ya que CEPM no presenta los problemas sistémicos de las principales empresas de distribución del país.

Desempeño Financiero



El perfil financiero de la empresa es considerado sólido para su categoría de calificación,

dado el relativamente bajo apalancamiento y la adecuada cobertura de intereses con un bajo riesgo de refinanciamiento a corto y mediano plazo. HAINA reportó una cobertura de intereses medida a través de la relación de EBITDA a gastos financieros de 6,4 veces y un apalancamiento medido por la relación de deuda a EBITDA de 1,7 veces a septiembre de 2008 (sobre una base anualizada).

La posición de liquidez de HAINA se considera sólida para la calificación asignada. La empresa cuenta con un saldo de efectivo y equivalentes de cerca de 43 millones de dólares a septiembre de 2008 que comparan favorablemente con los cerca de 17 millones de dólares de intereses y los aproximadamente 4 millones de dólares de deuda a corto plazo. Igualmente, HAINA registra una relación de EBITDA a servicio de deuda de 5,2 veces a septiembre 2008.

En lo adelante, se estima que la empresa financie sus futuros proyectos de expansión con una combinación de la generación interna de caja y financiamiento, en un contexto de mantenimiento de niveles de apalancamiento cónsonos con la calificación asignada.

Resumen Financiero - Empresa Generadora de Electricidad HAINA, S.A.
(miles de dólares, años fiscales culminados el 31 de diciembre)

Resumen Financiero	UDM				
	sep-08	2007	2006	2005	2004
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	105.198,0	74.436,0	61.114,0	47.560,0	28.012,0
EBITDAR Operativo	105.198,0	74.436,0	61.114,0	47.560,0	28.012,0
Margen de EBITDA (%)	22,30	21,60	19,70	19,00	15,90
Margen de EBITDAR (%)	22,30	21,60	19,70	19,00	15,90
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	22,50	13,20	14,10	14,60	11,00
Margen del Flujo de Fondos Libre (%)	0	(0,60)	3,50	10,30	9,80
Retorno sobre el Patrimonio Promedio (%)	20,30	13,50	8,30	5,10	(13,70)
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	7,10	4,60	3,70	2,40	1,20
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	6,40	5,30	4,00	2,20	0,90
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	6,40	5,30	4,00	2,20	0,90
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	5,20	2,80	1,80	1,10	0,40
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	5,20	2,80	2,10	1,10	0,40
FGO / Cargos Fijos	7,10	4,60	4,70	2,40	1,20
FFL / Servicio de Deuda	0,80	0,40	0,80	1,10	0,70
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	2,90	3,00	1,00	1,20	0,70
FGO / Inversiones de Capital	1,00	0,40	12,00	(170,60)	(20,80)
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,50	2,90	1,90	2,20	3,30
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,70	2,50	1,80	2,40	4,70
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,30	1,60	1,60	2,30	4,70
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,70	2,50	1,80	2,40	4,70
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	1,30	1,60	1,60	2,30	4,70
Costo de Financiamiento Implícito (%)	9,00	9,50	13,80	17,70	22,90
Deuda Garantizada / Deuda Total	-	-	-	-	-
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	0	0,10	0,20	0,20	0,30
Balance					
Total Activos	601.792,0	531.494,0	437.912,0	451.219,0	448.864,0
Caja e Inversiones Corrientes	43.034,0	67.053,0	7.423,0	4.929,0	446,0
Deuda Corto Plazo	3.701,00	12.442,00	18.275,00	21.106,00	38.788,00
Deuda Largo Plazo	175.000,0	175.000,0	88.713,0	92.015,0	93.036,00
Deuda Total	178.701,0	187.442,0	106.988,0	113.121,0	131.824,00
Deuda asimilable al Patrimonio	-	-	-	-	-
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	178.701,0	187.442,0	106.988,0	113.121,0	131.824,00
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	178.701,0	187.442,0	106.988,0	113.121,0	131.824,00
Total Patrimonio	341.120,0	299.914,0	261.942,0	241.001,0	228.938,0
Total Capital Ajustado	519.821,0	487.356,0	368.930,0	354.122,0	360.762,0
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	100.477,0	50.281,0	40.933,0	29.982,0	6.893,0
Variación del Capital de Trabajo	(80.594,0)	(49.059,0)	(28.953,0)	(4.398,0)	9.609,0
Flujo de Caja Operativo (FCO)	19.883,0	1.222,0	11.980,0	25.584,0	16.502,0
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(20.109,0)	(3.329,0)	(997,0)	150,0	793,0
Dividendos	0	0	0	0	0
Flujo de Fondos Libre (FFL)	(226,0)	(2.107,0)	10.983,0	25.734,0	17.295,0
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	0	0	1.659,00	3.973,00
Otras Inversiones, Neto	69.751,0	(16.043,0)	(537,0)	0	0
Variación Neta de Deuda	(32.632,0)	57.780,0	(7.951,0)	(22.910,0)	(23.938,0)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	(698,00)	0	0	0	0
Variación de Caja	36.195,0	39.630,0	2.495,0	4.483,0	(2.670,0)
Estado de Resultados					
Ventas Netas	471.219,0	344.519,0	309.605,0	250.701,0	176.316,0
Variación de Ventas (%)	50,90	11,3	23,50	42,20	(24,00)
EBIT Operativo	87.641,0	57.839,0	34.008,0	29.918,0	9.370,0
Intereses Financieros Brutos	16.497,0	13.985,0	15.180,0	21.645,0	32.822,0
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	62.966,0	37.972,0	20.942,0	12.063,0	(33.637,0)

Copyright © 2007 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