

Energía (Petróleo y Gas)
República Dominicana
Análisis de Crédito

Refinería Dominicana de Petróleo S.A.

Calificaciones

Tipo de Instrumento	Calificación
Calificación Nacional Largo Plazo	A-(dom)
Calificación Nacional Corto Plazo	F-2(dom)

Datos Financieros

REFIDOMSA		
(M DOP)	31/10/09	31/12/08
Activos Totales	10.339.064	6.769.506
Patrimonio	1.543.646	131.987
Ingresos	49.719.973	90.101.478
EBITDA	2.102.733	(694.039)
Deuda Total	2.866.234	1.484.789

Analistas

Julio Ugueto
+58 212 2863232
julio.ugueto@fitchratings.com

Hilario Ramírez
+58 212 2863844
hilario.ramirez@fitchratings.com

Reportes Relacionados

Metodología Aplicada

- *Corporate Rating Methodology (November 27, 2009)*
- *National Ratings Methodology Update (December 18, 2006)*

Fundamentos

- Las calificaciones asignadas a REFIDOMSA reflejan la importancia estratégica de la empresa para el Estado Dominicano, por ser no sólo la única refinería instalada en el país, sino también el principal proveedor local de combustibles. La adquisición estatal de la participación de SHELL plantea importantes retos operativos y financieros en el futuro, exigiendo esfuerzos del accionista unitario para que la empresa mantenga sus condiciones operativas y no desvíe significativamente su perfil financiero.
- Las calificaciones consideran el relativamente bajo nivel de apalancamiento y buena cobertura del servicio de la deuda así como su generación de flujo de caja dada la diversificación de productos y posición de mercado. Sin embargo, la flexibilidad financiera de la empresa está limitada por el vencimiento a corto plazo de su pasivo bancario.
- REFIDOMSA está expuesta a riesgos de mercado como resultado de la elevada volatilidad del crudo y de los combustibles importados así como por las políticas del gobierno con relación a subsidios y precios de los productos comercializados por la empresa siendo que, en ocasiones, los ajustes de precios decretados por el gobierno de acuerdo con la fórmula de precios de paridad de importación (PPI) presentan rezagos. Fitch considera que un escenario de estabilidad, a precios relativamente bajos, es favorable para la empresa toda vez que se reducen las posibilidades de acumular distorsiones que afecten su margen de comercialización.

Elementos Claves de la Calificación de Riesgo

La participación de un socio estratégico de relevante trayectoria y la generación favorable de flujo de caja pudieran favorecer la calificación asignada. Sin embargo, las calificaciones asignadas podrían reducirse como resultado de un mayor nivel de intervención y control regulatorio que impacte negativamente sobre el perfil financiero de la empresa.

Perfil

REFIDOMSA se encarga de la refinación de petróleo y de la importación de productos derivados para su posterior comercialización en el mercado dominicano. Posee una capacidad de refinación de 34.400 barriles diarios. Desde noviembre del año 2008 es controlada completamente por el Estado Dominicano.

Perfil de la Empresa

REFIDOMSA fue fundada en el año 1970 como una asociación entre el Gobierno Dominicano (50%) y SHELL (50%). La empresa comenzó sus operaciones a partir del año 1973 con la refinación de crudos importados para su posterior venta a empresas distribuidoras locales. En noviembre del año 2008, el Gobierno Dominicano adquirió la participación de SHELL en REFIDOMSA, por lo cual actualmente la empresa es controlada totalmente por el Estado. Luego del cambio en la estructura accionaria, el Consejo de Administración mantiene el número de integrantes en 8 personas, ninguno de los cuales ejerce funciones gerenciales dentro de la empresa, al tiempo que 2 de sus miembros no ejercen cargos públicos. Para asegurar una adecuada continuidad de las operaciones, REFIDOMSA renovó hasta diciembre del año 2010 el Acuerdo de Servicio Operativo con Shell Global Solutions (SGS), el cual constituye el soporte que tradicionalmente ha utilizado la empresa para promover la eficiencia de sus procesos y la continuidad de las operaciones.

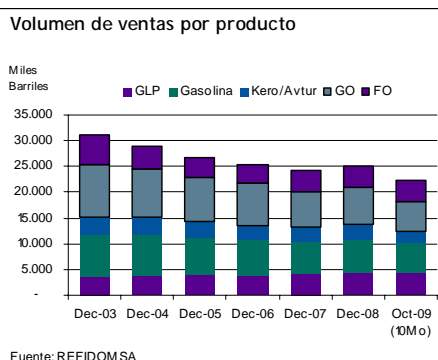
REFIDOMSA representa actualmente la única refinería instalada en la República Dominicana; sin embargo, la empresa enfrenta competencia en casi todos los productos que comercializa por parte de importadores independientes. Es importante destacar que el crecimiento de la actividad económica del país en las últimas dos décadas ha resultado en un aumento en el consumo de combustibles que ha sobrepasado la capacidad de producción de REFIDOMSA, lo que aunado a la ausencia de inversiones para expandir la capacidad instalada de la planta, ha resultado en una tendencia creciente de la importación de productos terminados con el objeto de satisfacer la demanda local.

Presentación de Cuentas: Para el presente reporte se utilizaron los estados financieros auditados por la firma KPMG, para los años fiscales culminados el 31 de diciembre de los años 2005-2008. Asimismo, se analizó un corte preliminar de los 10 meses al cierre de octubre del año 2009. Los estados financieros empleados en la elaboración del presente informe fueron presentados de conformidad con las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF).

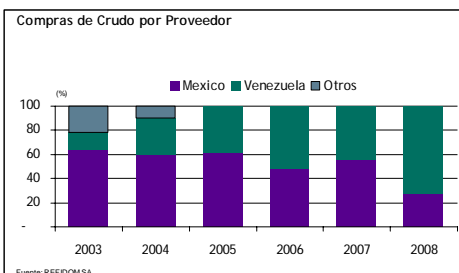
Operaciones

A lo largo de los años REFIDOMSA se ha encargado de la refinación de petróleo y a la importación de productos derivados para la posterior distribución en el mercado dominicano. Específicamente, la empresa comercializa: 1) Gasoil (GO) regular y para generación eléctrica; 2) Gasolina para vehículos (MOGAS), en sus versiones de regular y premium; 3) Fuel Oil (FO) de diversos tipos; 4) Gas para uso doméstico (GLP); 5) Avtur (JET A-1) para aviones y 6) Kerosén.

REFIDOMSA opera instalaciones distribuidas en una superficie de 655 hectáreas aproximadamente, en donde se ubican las unidades de destilación de crudo, hidrotratamiento, reformación catalítica y tratamiento de GLP, además de facilidades marítimas para la importación de hidrocarburos y oleoductos para el transporte de crudos y productos hasta la planta. REFIDOMSA tiene una capacidad de refinación de 34.400 barriles de crudo por día, la cual es utilizada en al menos un 90%, mientras que sus ventas han alcanzado en promedio 70.000 barriles diarios. En términos de almacenamiento efectivo, REFIDOMSA tiene capacidad para almacenar 860.000 barriles de crudo, equivalente a unos 25 días de producción. Por su parte, la empresa cuenta con instalaciones diseñadas para el despacho de los productos terminados para los distribuidores independientes, con posibilidad de atender a más de 480 camiones diarios. Asimismo, la empresa posee un sistema de generación eléctrica propia, con lo cual se han asegurado un suministro confiable a costos competitivos, evitando pérdidas por interrupciones del servicio eléctrico.



Dado que la empresa no está verticalmente integrada, REFIDOMSA debe adquirir hidrocarburos de productores independientes. Históricamente, las compañías estatales de México y Venezuela (PEMEX y PDVSA respectivamente) se han constituido como los principales proveedores de hidrocarburos para la empresa. Para asegurar la estabilidad del suministro, REFIDOMSA ha mantenido acuerdos a largo plazo, en los cuales son establecidos un volumen de compras cuyos precios están en función de los productos marcadores a nivel internacional.



Adicionalmente, en el año 2005 los gobiernos de Venezuela y algunos países del Caribe, incluido el de República Dominicana, firmaron el Acuerdo de Cooperación Energética Petrocaribe (PETROCARIBE), en el cual República Dominicana, a través de REFIDOMSA, tiene la posibilidad de adquirir hasta 30 mil barriles diarios entre crudos y productos de Venezuela con un financiamiento preferencial que depende del precio del petróleo, además de incluir 2 años de gracia y un financiamiento de corto plazo de 90 días. Es importante destacar que a lo largo de la vigencia de este acuerdo de financiamiento, la adquisición de crudos y productos que ha realizado REFIDOMSA a PDVSA se ha encontrado por debajo de los 30 mil barriles diarios amparados en el convenio, explicado por factores como situaciones contractuales, demanda insatisfecha de productos específicos así como mejores precios ofrecidos por otros proveedores. Asimismo, este acuerdo de financiamiento sólo beneficia al Gobierno Dominicano, tanto en la extensión del pago a corto plazo como al financiamiento a largo plazo, dado que en promedio a los 30 días del *bill of landing*, la empresa cancela la totalidad de la factura al Gobierno Dominicano.

REFIDOMSA comercializa sus productos (con excepción del GLP) a través de 7 distribuidoras independientes en el mercado local, mientras que el GLP es vendido a un total de 44 compañías distribuidoras. Las relaciones con los clientes son atendidas a través de la Gerencia de Comercialización y Suministros de REFIDOMSA, lo cual ha permitido tener contacto más estrecho con éstos, aumentando la eficiencia en el despacho de los productos. REFIDOMSA tiene como política 7 días de cobranza luego de haberse realizado el despacho. Asimismo, las ventas de Avtur y FO son por lo general efectuadas en dólares, representando el único ingreso en moneda extranjera que genera la empresa.

Estrategia y Posición Competitiva

Luego del cambio en la estructura accionaria completada en noviembre del año 2008, la empresa inició un programa de planificación con el objetivo de definir el plan de negocios para el período 2009-2011, así como también para consolidar las fortalezas operativas con las que cuenta, de cara a las mayores amenazas competitivas que se anticipan a mediano plazo. En este sentido, la línea de acción de la empresa se basa por una parte, en procurar el incremento de sus ingresos a través de la incorporación de nuevos clientes, la expansión de la capacidad de almacenamiento y distribución, aunado a la comercialización de nuevos productos. Es así como REFIDOMSA compró en el mes de octubre 2009 un terminal en el sur de Azua, con una capacidad de almacenar 67 millones de barriles de GLP, suficiente para cubrir la demanda local de este producto de aproximadamente 40 barriles por mes. Asimismo, la gerencia espera incorporar nuevas facilidades de almacenamiento de GLP en el corto plazo, lo cual le permitirá asegurar un adecuado suministro a sus clientes y consolidar su posición de liderazgo en este mercado. REFIDOMSA proyecta a mediano plazo iniciar la comercialización de Gas Natural, producto que tiene un amplio uso en el sector eléctrico.

Si bien es cierto que REFIDOMSA opera la única refinería instalada en el país, la empresa enfrenta competencia por parte de importadores de combustible locales en la mayoría de los productos que comercializa, con excepción de la gasolina, producto que REFIDOMSA ha ofrecido hasta la fecha como único proveedor, dado que es la única empresa

dominicana con las instalaciones necesarias para su manejo. Sin embargo, se estima que a mediano plazo REFIDOMSA enfrenta competencia en el mercado de gasolina, dado que un importador de combustibles ha estado realizando las inversiones en infraestructura necesarias para poder importar este producto. La operación de la refinería genera ventajas competitivas a REFIDOMSA con respecto a los importadores de combustibles, en el sentido que le otorga flexibilidad para variar la mezcla entre refinación y productos importados.

Durante los últimos años, REFIDOMSA ha enfrentado un incremento en la competencia en los mercados de GLP, FO y GO, como consecuencia de la posibilidad de las empresas generadoras de electricidad de importar combustible directamente, así como también por el incremento de la capacidad de almacenamiento de sus competidores y por el significativo desarrollo del país en zonas alejadas del área de mayor influencia de REFIDOMSA. A pesar de ello, REFIDOMSA, todavía mantiene posiciones de liderazgo en todos estos mercados, explicada por las mejores facilidades de distribución y los continuos esfuerzos de la empresa en reforzar la fidelidad de sus clientes. En el caso del Avtur, la estrecha relación con los distribuidores ha resultado en que REFIDOMSA concentre casi la totalidad de ese mercado, mientras que la próxima incorporación de nuevas unidades de almacenamiento de GLP fortalecerá la posición competitiva de REFIDOMSA, especialmente en las áreas más lejanas de la capital del país.

Aspectos Regulatorios

Desde el año 2000, todos los productos comercializados por REFIDOMSA son objeto de regulación de precios por parte del Estado Dominicano, a través de la Secretaría de Estado de Industria y Comercio (SEIC). Para llevar a cabo el mecanismo de regulación, la SEIC publica semanalmente los precios de los hidrocarburos, basados en el cálculo de una fórmula que establece toda la cadena de precios de combustibles desde el precio de paridad de importación (PPI), con el cual la refinería vende sus productos a los distribuidores hasta el precio cobrado por éstos últimos a los consumidores finales. El cálculo del PPI es realizado por la SEIC a partir del precio internacional de una cesta de productos derivados del petróleo, el cual es ajustado por la tasa de cambio, el efecto de los fletes, los impuestos y tasas y otros costos que intervienen en el proceso de importación de hidrocarburos.

- De acuerdo a la frecuencia del proceso de fijación de precios y considerando el ciclo comercial de REFIDOMSA, se genera un rezago entre el momento en que se determinan ciertas variables de la fórmula y el momento en que la empresa cobra la factura por concepto de las ventas. A su vez, en algunas ocasiones los parámetros utilizados en la fórmula no se corresponden con los costos de referencia de los hidrocarburos, lo cual ha expuesto a REFIDOMSA a riesgos cambiarios y de precios dadas las volatilidades inherentes al precio del crudo y del tipo de cambio. Aunque se han establecido mecanismos compensatorios para mitigar en particular el riesgo cambiario y las diferencias de precios utilizados en la fórmula de PPI, ocurre con frecuencia que REFIDOMSA debe reclamar el reintegro por diferencial cambiario y diferencias en precios utilizados en la fórmula de PPI. Si bien en el pasado reciente el mayor nivel de reclamos por este concepto se registró durante 2007-2008 debido a las amplias diferencias en los precios utilizados en la fórmula de PPI con relación al crudo, la caída experimentada en 2009 en los precios de los mismos significó una mejora de los márgenes de la empresa. Es por ello que, Fitch considera que un escenario de estabilidad a precios es favorable para la empresa toda vez que se reducen las posibilidades de acumular distorsiones que afecten su margen de comercialización.

En el caso del GLP, durante el año 2008 el Gobierno cambió el esquema de la entrega del subsidio a la compra de este producto hacia una asignación directa a los consumidores.

Sin embargo al cierre de octubre 2009, REFIDOMSA reflejaba cobros pendientes asociados a entregas de combustibles a la CDEEE (Corporación Dominicana de Empresas Eléctricas Estatales), lo cual forma parte de su estrategia de crecimiento comercial, siendo que el cobro de la factura a los generadores en última instancia están supeditados al pago del subsidio eléctrico por parte del gobierno.

Desempeño Financiero

Durante los primeros diez meses del año 2009, los ingresos de la empresa se vieron afectados por la importante caída del precio del crudo aun cuando el mantenimiento de inventarios también a relativamente menores precios que en el período anterior permitieron una mejora substancial del margen operativo de la empresa. Así, el margen EBITDA aumentó hasta 4,2%, en línea con el registrado en períodos anteriores al 2008, lo que repercutió favorablemente sobre el flujo de caja operativo.

El pasivo de la empresa está representado principalmente por pagos a proveedores y deuda financiera cuyo perfil es de corto plazo. Si bien se considera que REFIDOMSA muestra relaciones de apalancamiento relativamente conservadoras con respecto a otras empresas del sector a nivel internacional, el perfil de corto plazo de la deuda le resta flexibilidad financiera. En lo adelante, un escenario de precios estables continuará beneficiando el flujo de caja de la empresa, como resultado de los menores requerimientos de capital de trabajo para la adquisición de inventarios y reducción de las distorsiones que pudieran ocasionarse por la aplicación del PPI. Se estima que las inversiones en el corto plazo seguirán en línea con las registradas en períodos anteriores y serán financiadas principalmente con el flujo de caja de la empresa. Sin embargo, cambios en la composición accionaria de la empresa podría modificar el plan de inversiones para poner en marcha mejoras operativas o incrementar las facilidades de operación y/o distribución, lo que posiblemente requerirá de fuentes alternativas de financiamiento.

Resumen Financiero - REFINERIA DOMINICANA DE PETRÓLEO S.A.

(Expresado en miles de pesos dominicanos. Años fiscales 2005-2008 culminados el 31 de Diciembre)

Resumen Financiero	10 meses Indicadores anualizados				
	Oct-09	2.008	2.007	2.006	2.005
Rentabilidad					
EBITDA Operativo	2.102.763	(694.039)	2.518.928,1	2.027.003	3.158.233
EBITDAR Operativo	2.102.763	(694.039)	2.518.928,1	2.027.003	3.158.233
Margen de EBITDA	4,23	(0,77)	3,99	3,32	5,48
Margen de EBITDAR	4,23	(0,77)	3,99	3,32	5,48
Retorno del FGO / Capitalización Ajustada (%)	33,37	(54,66)	60,06	0,88	106,70
Margen del Flujo de Fondos Libre	0,39	(1,90)	(1,18)	(7,98)	10,84
Retorno sobre el Patrimonio Promedio	219,48	1,80	68,22	56,16	94,80
Coberturas					
FGO / Intereses Financieros Brutos	6,16	(4,76)	12,75	0,44	373,00
EBITDA Operativo/ Intereses Financieros Brutos	10,56	(2,54)	11,78	28,60	309,51
EBITDAR Operativo/ (Intereses Financieros + Alquileres)	10,56	(2,54)	11,78	28,60	309,51
EBITDA Operativo/ Servicio de Deuda	0,83	(0,28)	2,86	3,09	309,51
EBITDAR Operativo/ Servicio de Deuda	0,83	(0,28)	2,86	3,09	309,51
FGO / Cargos Fijos	6,16	(4,76)	12,75	0,44	373,00
FFL / Servicio de Deuda	0,16	(0,57)	(0,60)	(7,31)	613,22
(FFL + Caja e Inversiones Corrientes) / Servicio de Deuda	0,48	(0,56)	0,43	(3,89)	1.114,21
FGO / Inversiones de Capital	2,55	18,61	(12,40)	(18,94)	176,20
Estructura de Capital y Endeudamiento					
Deuda Total Ajustada / FGO	1,95	(1,73)	0,52	63,92	0
Deuda Total con Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	1,13	(3,23)	0,56	0,99	
Deuda Neta Total con Deuda Asimilable al Patrimonio/EBITDA Operativo	0,80	(3,18)	0,20	(0,12)	(1,62)
Deuda Total Ajustada / EBITDAR Operativo	1,13	(3,23)	0,56	0,99	0
Deuda Total Ajustada Neta/ EBITDAR Operativo	0,80	(3,18)	0,20	(0,12)	(1,62)
Costo de Financiamiento Implícito (%)	13,89	14,92	12,53	7,09	1,73
Deuda Garantizada / Deuda Total					
Deuda Corto Plazo / Deuda Total	1,00	1,00	0,47	0,29	
Balance					
Total Activos	10.339.064	6.769.506	12.372.766,8	9.178.537	12.450.637
Caja e Inversiones Corrientes	848.017	32.341	913.724,5	2.244.535	5.112.077
Deuda Corto Plazo	2.866.234	2.242.308	666.645,3	585.696	
Deuda Largo Plazo			747.659,3	1.414.305	
Deuda Total	2.866.234	2.242.308	1.414.304,6	2.000.001	
Deuda asimilable al Patrimonio					
Deuda Total con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.866.234	2.242.308	1.414.304,6	2.000.001	
Deuda Fuera de Balance	0	0	0	0	0
Deuda Total Ajustada con Deuda Asimilable al Patrimonio	2.866.234	2.242.308	1.414.304,6	2.000.001	0
Total Patrimonio	1.543.646	131.987	3.125.833,7	1.535.712	3.567.282
Total Capital Ajustado	4.409.880	2.374.295	4.540.138,3	3.535.713	3.567.282
Flujo de Caja					
Flujo generado por las Operaciones (FGO)	1.027.459	(1.570.763)	2.512.814,6	(39.575)	3.795.915
Variación del Capital de Trabajo	(712.000)	2.957.685	(3.202.441,8)	(1.294.185)	3.241.136
Flujo de Caja Operativo (FCO)	315.459	1.386.922	(689.627,2)	(1.333.760)	7.037.051
Flujo de Caja No Operativo / No Recurrente Total	0	0	0	0	0
Inversiones de Capital	(123.900)	(74.516)	(55.616,5)	(70.429)	(39.938)
Dividendos	0	(3.023.133)	0	(3.464.582)	(750.000)
Flujo de Fondos Libre (FFL)	191.522	(1.710.727)	(745.243,7)	(4.868.771)	6.247.113
Adquisiciones y Ventas de Activos Fijos, Neto	0	1.341	128,9	1.228	967
Otras Inversiones, Neto	0	0	0	0	0
Variación Neta de Deuda	623.863	406.849	(585.695,5)	2.000.000	(1.182.401)
Variación Neta del Capital	0	0	0	0	0
Otros (Inversión y Financiación)	115	421.154	0	0	0
Variación de Caja	815.537	(881.383)	(1.330.810,3)	(2.867.543)	5.065.679
Estado de Resultados					
Ventas Netas	49.719.973	90.101.478	63.164.857,4	61.050.095	57.612.605
Variación de Ventas (%)		42,64	3,46	5,97	(4,16)
EBIT Operativo	2.049.063	(769.662)	2.448.094,7	1.958.138	3.092.342
Intereses Financieros Brutos	199.076	272.863	213.895,0	70.862	10.204
Alquileres	0	0	0	0	0
Resultado Neto	1.411.659	29.288	1.590.121,0	1.433.012	2.535.507

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.